

**EL CONFLICTO  
ENTRE LA  
DEUDA Y EL  
CRECIMIENTO  
EN CHILE:  
TENDENCIAS Y  
PERSPECTIVAS\***

RICARDO FFRENCH-DAVIS

**SISTESIS.** El artículo se inicia en un breve recuento de la gestación del endeudamiento externo de Chile en 1977-81, de la emergencia de la crisis en 1982 frente a shocks externos, y del período de transferencias negativas desde 1981. El análisis se concentra luego en el proceso de ajuste macroeconómico realizado entre 1982 y 1988. El estudio de los antecedentes demuestra que se registró una fuerte reducción, tanto en la tasa de utilización de los recursos productivos disponibles como en la creación de nueva capacidad productiva. Ambas reducciones involucraron un elevado costo económico del ajuste, que en lo que respecta a la subutilización de la capacidad instalada alcanzó un promedio de 11% del PGB en 1982-88, esto es, cerca de US\$ 2 mil millones anuales. En cuanto a la formación de capital por habitante, se redujo en 32%. Así, ésta fue apenas suficiente para que la capacidad productiva por habitante se mantuviese aproximadamente constante. Por ello, no obstante un sustancial aumento de las exportaciones, la producción por habitante, en 1988, aún no recuperaba el nivel de 1981.

El resultado se debió a que las políticas globales reductoras de la demanda predominaron fuertemente sobre políticas reasignadoras, siendo éstas las que surten efectos selectivos sobre el gasto y la producción. Se examinan la fuerza relativa y las consecuencias de estos dos tipos de políticas de ajuste.

La situación externa en 1988-89 se presenta relajada con un significativo superávit comercial. El alivio de la restricción externa, sin embargo, descansa en exceso en un precio anormalmente favorable del cobre y de otras exportaciones importantes. Las proyecciones para años venideros, demuestran que el problema de la deuda está postergado pero no resuelto. Queda, por lo tanto, vigente la necesidad de un nuevo ajuste interno y/o de un replanteamiento en las relaciones con los acreedores externos. El examen de la experiencia pasada contribuirá a lograr un resultado más constructivo y compatible con un desarrollo dinámico.

INTRODUCCION

1205 07

En 1982 los shocks externos que golpearon a Chile —cese de los préstamos bancarios, alza de las tasas de interés y términos de intercam-

\*Agradezco los comentarios de J.P. Arellano, E. Edwards, S. Edwards, D. Felix, M. Marfán, C. Mead, J. Vial y la colaboración de C. Celedón, J.M. Cruz y A. Repetto. Sin embargo, la responsabilidad por todas las opiniones es del autor.

bio deprimidos—, junto con un “proceso de ajuste interno automático”, determinaron una reducción del 14% en la producción (PGB), la caída más alta entre los países latinoamericanos en ese año. A partir de 1984 la economía chilena empezó a recuperarse, alcanzando en 1988 un PGB per cápita que, sin embargo, era todavía inferior en 1% al nivel existente antes de la crisis.

El ajuste siguió líneas más bien ortodoxas. Se restringió drásticamente la demanda agregada; la mayor parte de las políticas gubernamentales se mantuvieron “neutrales”; los aranceles y las restricciones a las importaciones permanecieron bajas, pero se depreció sustancialmente el tipo de cambio real; se privatizaron muchas empresas públicas. Se “nacionalizó”, directa e indirectamente, la deuda privada, subiendo la participación del sector público desde un tercio en 1981 al 84% de la deuda total en 1988; el pago de intereses se efectuó con regularidad y puntualidad.

En 1987-88 Chile experimentó tres cambios positivos en el sector externo —un alto precio del cobre, un acuerdo con los bancos acreedores que postergó la mitad de los pagos de intereses de 1988 hasta 1991-93, y otros ahorros de divisas resultantes de la conversión de deuda—. Como resultado, la economía chilena se benefició por un inesperado relajamiento en las condiciones externas. Sin embargo, es un resultado de alcance transitorio.

Se prevé que los precios del cobre bajarán (Bande y Ffrench-Davis, 1989; Vial, 1988), la postergación de los pagos de intereses es de corto plazo y la conversión de deuda por capital accionario está asociada con futuras remesas de utilidades en los años 90. Además, los pasivos externos por concepto de deuda vigente y deuda capitalizada por extranjeros en Chile, de aproximadamente US\$ 21 mil millones, eran todavía equivalentes a 95% del PGB anual en 1988, un coeficiente muy elevado históricamente así como en comparación al coeficiente del resto de América Latina (alrededor de 60%).

Las proyecciones de la balanza de pagos y del servicio de la deuda muestran que para 1991-93 los compromisos de amortización anual subirán a US\$ 1,7 mil millones y los compromisos de intereses y utilidades se acercarán a US\$ 2 mil millones. Es dudoso que los préstamos voluntarios puedan cubrir estas necesidades de financiamiento. Además, en el frente de la producción, el nivel de actividad ha estado subiendo en parte por la utilización de la capacidad ociosa. A fin de crecer al 5 o al 6% después de completarse la recuperación, la tasa de inversión deberá aumentar significativamente por encima de lo que se ha invertido anualmente en 1987-88.

Loa antecedentes disponibles respaldan la apreciación de que el problema de la deuda sólo ha sido postergado y de que, no obstante el significativo incremento de la capacidad exportadora, el crecimiento efectivo de la capacidad productiva global ha estado y continúa estando limitado. Se ha logrado un cambio efectivo en la composición de la producción, en favor de los bienes transables. Sin embargo, la producción total ha crecido algo menos que la población y mucho menos que la fuerza de trabajo. En 1988 el PGB per cápita es todavía inferior al de

1981<sup>1</sup> y apenas supera al que se alcanzó a comienzos de la década del 70.

La sección I presenta una revisión sumaria de las causas, efectos y utilización de la deuda externa en las dos etapas registradas después de 1976: el período de grandes transferencias netas positivas en 1977-81 y el de grandes transferencias netas negativas en 1982-88. En la sección II se analizan las fuerzas principales detrás del resultado macroeconómico efectivo del ajuste efectuado en 1982-88, incluyendo una evaluación del peso relativo (i) de los shocks externos, y de las políticas macroeconómicas aplicadas en esos años, (ii) de reducción de la demanda agregada y (iii) de reasignación del gasto y de la producción. La sección III examina los compromisos de servicio de la deuda en los próximos años y presenta algunas reflexiones sobre la brecha externa proyectada y sus principales componentes.

## I. TENDENCIAS DE LA DEUDA EN 1973-88

### 1. RAPIDO CRECIMIENTO DE LA DEUDA: 1977-81

Chile acumuló una considerable deuda externa en el período 1977-81<sup>2</sup>. Los créditos se concentraron en préstamos de bancos privados, sin garantías de parte del sector público chileno.

Después de un crecimiento moderado del endeudamiento en 1973-77, el total de la deuda vigente desembolsada (DVD) escaló de US\$ 5,8 mil millones en 1977 a US\$ 15,7 mil millones en 1981, aumentando la participación de los deudores privados del 22% al 64% (ver cuadro 1). Como el sector público también tomó créditos de fuentes privadas, la deuda con bancos acreedores subió a más del 80% del endeudamiento total. Hubo una fuerte privatización de las fuentes y de la utilización de la deuda<sup>3</sup>.

Hasta fines de 1981 el flujo neto de capital a Chile excedió la capacidad de absorción de la economía nacional, ejerciendo presión hacia una liberalización más rápida de las importaciones y una apreciación del tipo de cambio real. Como el crecimiento de las importaciones sobrepasó al de las exportaciones, el déficit en la cuenta corriente no financiera experimentó un incremento persistente y sustancial. A pesar de ello, la entrada de capital a través de los deudores privados creció

<sup>1</sup> Las cifras de cuentas nacionales oficiales y las de la CEPAL coinciden en esto. Nótese que la comparación es con 1981 y no con 1980. El año 1981 se usa como referencia, porque es el anterior al inicio de la crisis, marca el último *peak* y es un buen indicador disponible de capacidad productiva.

<sup>2</sup> Se pueden consultar análisis detallados del endeudamiento externo y de las correspondientes políticas económicas internas en Ffrench-Davis (1983a y 1989b), Meller (1986), Valdés (1988). En Arellano (1983), Eyzaguirre (1988) y Zahler (1988) se discuten las reformas financieras internas.

<sup>3</sup> El análisis comparativo de casos de países latinoamericanos en la década del 70 y comienzos de los 80 se presenta en Ffrench-Davis (1983b). Los años 80 se examinan en Bianchi, Devlin y Ramos (1985), Feinberg y Ffrench-Davis (1988) y Griffith-Jones (1988).

Cuadro I. Deuda externa de Chile, 1975-88  
(Millones de US\$ y % respecto del total)

	Total	Privada con garantía	Púb. y privada con garantía		Privada sin garantía		Deuda capital. o convertida	Deuda incluida capital.
		(1)	(2)	Monto (3)	(%) (4)	Monto (5)	(%) (6)	(1) + (7) (8)
1975	5.453	21	4.667	85,6	786	14,4		5.453
1976	5.392	30	4.434	82,2	958	17,8		5.392
1977	5.763	46	4.479	77,7	1.284	22,3		5.763
1978	7.153	48	5.198	72,7	1.955	27,3		7.153
1979	8.790	76	5.369	61,1	3.421	38,9		8.790
1980	11.331	72	5.310	46,9	6.021	53,1		11.331
1981	15.700	69	5.623	35,8	10.077	64,2		15.700
1982	17.263	62	6.770	39,2	10.493	60,8		17.263
1983	18.133	1.815	10.497	57,9	7.636	42,1		18.133
1984	19.746	2.130	13.212	66,9	6.534	33,1	11a/	19.757
1985	20.490	2.348	15.251	74,4	5.239	25,6	85	20.573
1986	20.785	3.408	17.160	82,6	3.625	17,4	355	21.123
1987	20.722	3.276	17.894	86,4	2.828	13,6	1.187	21.805
1988	19.033	2.812	16.057	84,4	2.976	15,6	2.112	20.917

Fuentes: Banco Central. *Deuda Externa de Chile 1987* hasta 1987, y *Boletín Mensual*, marzo 1989, para una estimación de 1988. Todas las cifras se refieren a deuda desembolsada.

a/ Corresponde a US\$ 10.8 millones capitalizados a través del Estatuto de Inversiones Extranjeras (D.L. 600) antes de 1985.

- (1) Total que incluye deuda con el FMI y deuda pagadera en moneda nacional; excluye créditos comerciales de corto plazo al sector no financiero, los cuales ascendieron a US\$ 800 millones en 1986.
- (2) Deuda privada con garantía pública de Chile.
- (4) y (6) son porcentajes de (1).
- (7) Corresponde a capitalización directa de deudas al amparo del D.L. 600, y a operaciones de pagarés del capítulo XIX.
- (8) Corresponde a la columna (1) más 100% de la deuda capitalizada a través del D.L. 600, más 93% de la deuda capitalizada a través del capítulo XIX hasta septiembre de 1987, y un promedio de 86% de las operaciones posteriores a dicha fecha.

aún más rápidamente. La relación de causa a efecto no radicaba entonces en una apreciación deliberada del tipo de cambio que estimulara las importaciones, viniendo *a posteriori* el endeudamiento a equilibrar el mercado de divisas. Al contrario, la oferta de préstamos era el factor líder, que mantenía activo este proceso de déficit en la cuenta corriente inducido por la entrada excesiva de capitales financieros, la que promovía luego el atraso cambiario y la liberalización comercial extrema, con el consiguiente incremento de las importaciones. La acumulación de reservas durante la mayor parte del período es una evidencia de que esta última fue la relación causal (Ffrench-Davis, 1983b).

El ingreso de fondos, originado en el aumento de la oferta internacional, fue facilitado por la paulatina liberalización de los movimientos de capitales en Chile. A su vez, la abundancia de préstamos externos promovió y financió un mayor gasto de consumo. Es notable también que el ahorro nacional decreciese fuertemente (Zahler, 1988, p. 124). El ahorro externo sustituyó al nacional, a consecuencia de la naturaleza de las reformas financiera y comercial efectuadas en Chile.

De este modo, la economía nacional se fue acomodando en forma creciente a un flujo masivo de préstamos externos. Esto fue respaldado por la creencia en los círculos oficiales del país de que una crisis de divisas era imposible, ya que a) la deuda era principalmente privada y, por lo tanto, debía suponerse que se utilizaría eficientemente (Robichek, 1981, págs. 171-72)<sup>4</sup>, y b) había superávit en el presupuesto fiscal y las reservas internacionales excedían la oferta de dinero.

Las divisas provenientes del incremento de la deuda externa chilena se utilizaron en alto grado para financiar un "exceso" de importaciones corrientes (de consumo e intermedios) del sector privado, en tanto que la fuga de capitales (Arellano y Ramos, 1987) y la inversión (cuadro 3) se mantenían relativamente bajas. De hecho, un análisis del período muestra que unos tres cuartos del aumento de la deuda, en 1977-82, se usó para incrementar el coeficiente importaciones/PGB de la economía chilena (Ffrench-Davis y De Gregorio, 1987)<sup>5</sup>. Los datos sugieren que, en términos macro *netos*, el ahorro externo no se utilizó para financiar la creación de capacidad productiva; en la práctica, la tasa de formación de capital (suma de la inversión pública y de la privada) fue más baja durante el experimento monetarista posterior a 1973 que en los años sesenta<sup>6</sup>.

Las importaciones "excesivas" resultaron como consecuencia de las políticas comerciales y financieras adoptadas. La liberalización generalizada de las importaciones, expresada en un arancel uniforme fijado en 10% del valor *cif*, en conjunto con una apreciación del tipo de cambio, contribuyeron a abaratar las importaciones (ver cuadro 2). Como se expuso anteriormente, ambos procesos fueron estimulados por una abundante oferta externa de préstamos bancarios, y permitieron el incremento de las importaciones más allá de lo que era consistente con el crecimiento sostenido de la economía chilena. En 1981 el tipo de cambio real estaba 31,5% por debajo del promedio de 1974-78<sup>7</sup> y los

<sup>4</sup> Se suponía, además, que ninguna pérdida privada sería asumida por el sector público.

<sup>5</sup> El otro uso importante de la deuda fue para compensar un shock negativo en los términos de intercambio. La suma de estos dos usos difiere naturalmente del aumento de la deuda, ya que había otras variables en operación en el período. Por ejemplo, un incremento importante del volumen de exportaciones.

<sup>6</sup> La tasa de inversión fue de 20,2% en los años sesenta, cayendo al 15,5% en 1975-81 y al 14,9% en 1982-88. Ver cuadros 3 y 5. Este resultado puede explicarse por la caída de los precios relativos de los bienes de consumo importados, la que fue inducida por a) la política comercial y b) por el rol desempeñado por el sistema financiero en reorientar los mayores ahorros hechos por algunos sectores de la economía chilena, hacia el consumo excesivo de otros sectores internos. Ver Arellano (1983) y Zahler (1988) sobre el último aspecto. Para una discusión más detallada del comportamiento de las importaciones, ver De Gregorio (1984). Las políticas comerciales se analizan en Ffrench-Davis (1986). La estimación del "exceso de importaciones" se hace en Ffrench-Davis y De Gregorio (1987).

<sup>7</sup> Estimado usando el IPC como deflactor interno. La apreciación sube al 52% si se usa un índice de remuneraciones como deflactor. La diferencia obedece a la recuperación parcial de las remuneraciones registrada en ese período. Nótese que lo normal en una economía cuyo PGB por habitante crece, sería que los salarios aumentasen más rápido que el IPC. Lo mismo sucedería en una economía en que, al comienzo, los salarios estuviesen "artificialmente" bajos. Esa era la situación en Chile en 1974-78. Los cálculos se basan en el cuadro 2.

*Cuadro 2.* Tipo de cambio real y aranceles de importación:  
Chile, 1970-89  
(Indices 1974-78 = 100 y porcentajes)

	<i>Indice del Tipo de Cambio Real</i>		<i>Arancel Promedio %</i> (3)
	<i>IPC</i> (1)	<i>Salarios</i> (2)	
1970	70,5	47,7	94,0 c/
1974	92,1	94,8	75,6
1975	126,2	135,4	49,3
1976	102,1	105,1	35,6
1977	85,2	80,6	24,3
1978	94,6	84,1	14,8
1979	92,4	75,9	12,1
1980	80,6	61,0	10,1
1981	68,5	47,6	10,1
1982	79,6	55,4	10,1
1983	95,5	74,4	17,9
1984	98,4	76,5	24,4
1985	122,7	99,8	25,8
1986	139,3	110,9	20,1
1987	142,9	114,0	20,0
1988	146,1	110,0	15,1
88/1 a/	151,7	116,6	15,7
89/4	136,9 b/	100,1 b/	15,1

*Fuentes:* Banco Central y CIEPLAN (1989).

- (1) Tipo de cambio nominal oficial inflactado por el Índice de Precios Externos (un índice de precios internacionales enfrentados por Chile) y deflactado por el Índice de Precios al Consumidor, revisado.
- (2) Tipo de cambio nominal oficial inflactado por el Índice de Precios Externos y deflactado por el Índice de Remuneraciones.
- (3) Promedio anual no ponderado de aranceles. Excluye tratamiento preferencial en zonas francas y en esquemas de integración.
- a/ 88/1 corresponde al *peak* mensual del tipo de cambio real, fecha en la que se inició una apreciación persistente. 89/4 es la última fecha disponible al cerrar este artículo.
- b/ Corresponde al promedio del trimestre marzo-mayo de 1989.
- c/ Corresponde a diciembre de 1973.

aranceles promedio se habían reducido al 10%. Las importaciones excesivas desplazaron a la producción industrial nacional y a la inversión en bienes transables; la creciente brecha externa hizo inevitable un futuro ajuste hacia abajo.

El acceso fuertemente restringido al crédito externo en 1982 coincidió con altas tasas internacionales de interés real y una caída considerable del precio del cobre; además, la economía chilena era entonces particularmente vulnerable a los *shocks* externos, en la medida que el gobierno había desarticulado los mecanismos de regulación económica (tales como defensa frente a la inestabilidad externa), con-

fiando en el automatismo del patrón dólar, en tanto que el sistema productivo y los consumidores estaban sobreendeudados (Arellano, 1983; Eyzaguirre, 1988).

De este modo, el shock externo tuvo un gran efecto multiplicador sobre la economía nacional y el PGB (descontado el deterioro de los términos de intercambio) cayó en 14% en 1982: en el sector manufacturero la baja fue de 21%. Las políticas internas de reducción del gasto fueron más fuertes que las políticas reasignadoras (ver sección II), provocando los agudos efectos de reducción de la producción registrados en ese año (ver cuadros 3 y 5).

Cuadro 3. PGB, PGB per cápita e inversión: Chile, 1970-88  
(Bases 1974 = 100 y porcentajes)

	PGB (1)	PGB per cápita (2)	Tasa de Inversión (3)
1970	91,8	98,4	20,4%
1971	99,2	104,4	18,3%
1972	99,0	102,4	14,8%
1973	94,8	96,4	14,7%
1974	100,0	100,0	17,4%
1975	83,4	82,0	15,4%
1976	86,9	84,2	12,7%
1977	94,2	90,0	13,3%
1978	100,1	94,3	14,5%
1979	107,9	100,1	15,6%
1980	114,2	104,4	17,6%
1981	120,0	107,9	19,5%
1982	103,1	91,2	15,0%
1983	102,4	89,0	12,9%
1984	108,8	93,0	13,2%
1985	111,5	93,7	14,8%
1986	117,8	97,4	15,0%
1987	124,5	101,2	16,5%
1988	133,7	106,9	17,0%
<i>Nivel promedio</i>			
1975-81	101,0	94,7	15,5%
1982-88	114,6	96,0	14,9%
<i>Tasa anual de crecimiento</i>			
1974-81	2,6%	1,1%	—
1981-88	1,6%	-0,1%	—

Fuentes: (1) y (2) para 1970-81 son tasas de cambio según Marcel y Meller (1986); los años siguientes son calculados en base a las tasas de variación oficiales (provisionales) estimadas por el Banco Central. La columna (3) es la razón formación bruta de capital fijo/PGB según las Cuentas Nacionales Oficiales estimadas por el Banco Central, *Boletín Mensual*, abril 1989.

## 2. TENDENCIAS DE LA DEUDA EN 1981-88

Después del shock externo de 1982 ha habido cinco rondas de negociaciones con los bancos acreedores<sup>8</sup>, en el marco de acuerdos con el FMI (en 1983 y 1985) y el Banco Mundial (tres acuerdos SAL).

Los pasivos con bancos representaban, como se indicó antes, más de los cuatro quintos de la deuda total, con plazos de vencimiento más cortos y tasas de interés mayores que para la deuda con acreedores oficiales. Las negociaciones con los bancos se han dirigido a reprogramar los vencimientos, a mantener el crédito comercial de corto plazo y a obtener nuevos préstamos para financiar una parte de los pagos de intereses. Los restantes pagos de intereses se financiaron con un superávit en la cuenta corriente no financiera y con transferencias netas de otros acreedores. Las transferencias netas a los bancos acreedores implicaron un flujo negativo del orden de US\$ 1 mil millones por año en 1985-88 (esto es, aproximadamente 6% del PGB)<sup>9</sup>.

A la inversa, los acreedores oficiales han jugado un rol crucial como proveedores netos de fondos. Las instituciones multilaterales —el Banco Mundial, el BID y el FMI— han sido los mayores prestamistas. El BIRF y el BID han aportado a Chile transferencias netas positivas de US\$ 300 millones anuales en promedio (cuadro 4). Esta fue una cifra

Cuadro 4. Estimación de transferencias netas al exterior, 1983-88  
(Millones de US\$)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988p
Inversión extranjera	-3	-46	-92	-111	-117	-186
Organismos multilaterales	167	248	353	256	205	393
Gobiernos extranjeros	-1	-8	-8	-71	-45	-52
Proveedores	-343	-41	-121	75	257	310
Bancos e inst. financieras	-276	-732	-829	-1.114	-1.129	-900
Otros med. y largo plazo a/	63	-267	-46	-98	-28	-36
Corto plazo b/	-909	312	-24	383	41	-550
TOTAL	-1.303	-533	-768	-681	-816	-1.020

Fuente: Elaborado en base a información publicada por el Banco Central de Chile. Las transferencias netas corresponden a desembolsos menos amortizaciones menos pago de intereses para el caso de los créditos, e inversión extranjera directa menos utilidades y dividendos remesados para el caso de la inversión extranjera. No se incluyen las operaciones de capitalización de deuda a través del capítulo XIX y del DL 600, ya que no corresponden a financiamiento efectivo.

a/ Incluye pago de intereses al FMI, pero excluye flujo de capitales con dicha institución.

b/ Incluye crédito comercial con la banca, recepción de intereses y flujos no identificados.

p/ Provisional.

<sup>8</sup> Las cinco rondas —esto es, en 1983, 1984, 1985, 1987 y 1988— se analizan en Ffrench-Davis (1989b).

<sup>9</sup> Desde la perspectiva de los flujos de fondos, los bancos acreedores recibieron además otra cifra similar en prepagos en operaciones de conversión de deuda. Recibieron ya sea efectivo o participación en la propiedad de empresas chilenas.

relativamente grande, dado que las transferencias netas de estas dos instituciones a toda América Latina fueron de sólo US\$ 1 mil millones anuales en el trienio 1985-87 y se tornaron negativas para la región en 1987<sup>10</sup> (Banco Mundial, 1988).

Con ello, la participación de los bancos acreedores disminuyó al 65%, mientras que la de las instituciones multilaterales subió de 3% en 1982 a 22% en 1988. El saldo de la deuda multilateral aumentó, desde un bajo nivel en 1982, a una tasa acumulativa de 45% anual en el sexenio comprendido entre estos dos años.

En la clasificación según deudores, también se registró un aumento de la participación pública, pero en proporción notablemente superior. En 1988 el 70% de la deuda era directamente pública; si a ello se adiciona la deuda de los bancos locales garantizada por el sector público, totalizaba un 84% de responsabilidad oficial. Ello contrasta fuertemente con el 36% en 1981 (cuadro 1). La "nacionalización" de la deuda tuvo lugar en tres formas. La principal fue un mayor endeudamiento externo del Banco Central y de otras entidades públicas, a fin de proveer las divisas necesarias para cubrir los pagos de intereses, tanto del sector público como del privado<sup>11</sup>. En segundo lugar se ubica el otorgamiento de la garantía pública a la deuda externa de los bancos nacionales<sup>12</sup>. En tercer lugar se encuentra el efecto de las operaciones de conversión de deuda, las que redujeron en mayor proporción la deuda privada (Ffrench-Davis, 1989a, cuadro 3)<sup>13</sup>. Este punto se retoma en la subsección siguiente.

Chile ha mantenido con mucho rigor el servicio de su deuda, en una relación armónica con los bancos acreedores. Pero no puede afirmarse que ha estado en condiciones de servir la deuda y de crecer simultáneamente. En este sentido compartió la suerte del resto de América Latina. Recién después de seis años (en 1987), el PGB total de Chile superó el nivel de 1981, mientras que en 1988 el PGB per cápita era todavía inferior al nivel alcanzado en 1981. Además, el ingreso era mucho menor que el PGB debido al cambio de signo de las transferencias netas con los acreedores.

<sup>10</sup> El tratamiento más "favorable" al Gobierno de Chile se discute en Felix y Caskey (1989) y en Ffrench-Davis (1989b). En 1985-87 Chile recibió el 30% del conjunto de transferencias netas del BID y del Banco Mundial a América Latina, en tanto que Chile representaba el 3% del PGB de la región (a los tipos de cambio de 1986). Debe recordarse que la deuda multilateral de Chile era muy baja en 1982.

<sup>11</sup> Asimismo, el Banco Central proveyó sustanciales subsidios a los deudores privados, con lo que pudieron disponer de pesos para servir sus deudas. Véase Arellano y Marfán (1986) y Ffrench-Davis y De Gregorio (1987).

<sup>12</sup> La garantía pública se otorgó, sin costo para el acreedor, a la deuda de los bancos nacionales reprogramada en 1983. Desde 1985 se ha concedido a la deuda reprogramada, a petición de los bancos acreedores y a condición de que éstos paguen un pequeño derecho. La deuda privada con garantía pública ascendía a US\$ 2,8 mil millones en 1988. Esto es, un 15% del total.

<sup>13</sup> Si no hubiese habido operaciones de conversión y el resto de la deuda fuese la misma restante a fines de 1988, el sector público habría sido responsable directo de 61% de la deuda vigente en 1988; el porcentaje sube a 76% si en la participación del Estado se incluyen los pasivos privados con garantía pública.

No obstante, los sostenedores del gobierno de Pinochet han afirmado con frecuencia que Chile logró pagar y crecer. La afirmación se origina en la recuperación de la actividad económica desde 1984, desestimando a) en la dimensión interna, la gran caída del PGB en 1982-83, y b) en la dimensión externa, las grandes transferencias netas entregadas por las entidades multilaterales, con las cuales se ha financiado una parte de los pagos a los bancos acreedores.

La definición tradicional de DVD (cuadro 1, col. 1), continuó creciendo hasta 1985, tanto en dólares corrientes como en moneda de poder adquisitivo constante. En dólares corrientes subió en un tercio entre 1981 y 1985. Después permaneció aproximadamente constante hasta 1987, en alrededor de US\$ 20 mil millones, con cambios en la participación de cada acreedor. La ya mencionada caída en la deuda bancaria resultante de las operaciones de conversión de pagarés quedó compensada por un aumento de la deuda con otros acreedores, principalmente las instituciones multilaterales.

Fue sólo en 1988 cuando las conversiones pudieron determinar una caída neta de la deuda vigente<sup>14</sup>. En el mismo año, la deuda de América Latina también descendió, pero en menor proporción. Sólo 2% para el total regional, frente al 8% en que se redujo la de Chile. Bolivia, Brasil y México también mostraron reducciones significativas, comprendidas entre 6 y 7% (CEPAL, 1988b).

### 3. CONVERSION DE DEUDA EXTERNA<sup>15</sup>

La razón para la detención del aumento de la deuda externa a partir de 1985 está asociada con las grandes operaciones de conversión de deuda efectuadas durante estos últimos años en Chile. Ha existido un esquema muy activo, iniciado por el gobierno a mediados de 1985. Desde entonces ha habido un volumen sustancial de operaciones de prepago de la deuda; también han tenido lugar algunas condonaciones directas (Elórtégui, 1988; Ffrench-Davis, 1987 y 1989a; Fontaine, 1988; Larraín, 1988).

El Gobierno puso en marcha en mayo de 1985 un sistema que permite el prepago de la deuda a los bancos acreedores. El sistema se basa a) en la utilización de pagarés de la deuda externa que los bancos acreedores venden, con un descuento, en el mercado internacional secundario y b) en la capitalización directa o conversión de préstamos bancarios en capital accionario. Los pagarés de la deuda chilena se han vendido, en el mercado internacional secundario, con un descuento promedio del orden de 40%, que ha fluctuado entre 30% y 50% de su

<sup>14</sup> En 1988 las operaciones de conversión se elevaron a US\$ 2,9 mil millones o 14% de la deuda vigente al comenzar ese año. Tal como en los años anteriores, hubo un incremento de la deuda con instituciones multilaterales, pero en magnitud inferior a la deuda convertida. En las cifras de deuda del texto no se ha considerado que parte de la rebaja de deuda tradicional fue reemplazada por capitalizaciones. Véase la sección III y las columnas 7 y 8 del cuadro 1.

<sup>15</sup> El tema lo tratamos en detalle en Ffrench-Davis (1987 y 1989a). Por lo tanto, aquí nos limitaremos a reseñar algunos puntos relacionados con el contenido central de este artículo.

valor nominal. Como a diciembre de 1988, por los diversos canales, se operaron US\$ 6,2 mil millones, ha existido una "renta económica" o diferencia entre el valor par y el precio de mercado de los pagarés, equivalente a US\$ 2.500 millones. Esta cifra, que es notablemente elevada, se ha repartido entre los agentes que han participado en las operaciones.

Uno de los mecanismos (el Capítulo XVIII del Compendio de Normas de Cambios Internacionales de Chile) opera con capital repatriado y con divisas del mercado interno "paralelo". El Banco Central licita cupos periódicamente, que dan el derecho a residentes en Chile a adquirir pagarés de la deuda en el extranjero, utilizando las divisas obtenidas en cualquiera de las dos fuentes recién mencionadas<sup>16</sup>. A través de estas licitaciones, el Banco Central captó en 1985-88 una "renta económica" que fluctuó alrededor del 12% del valor nominal de los pagarés operados en el Capítulo XVIII (Ffrench-Davis, 1987)<sup>17</sup>. Esto es, en cifras redondas, el 30% del descuento de los pagarés de la deuda de Chile en los mercados internacionales, quedando el 70% restante en manos de otros agentes.

El otro mecanismo (el Capítulo XIX) se orienta a atraer inversionistas extranjeros. El Banco Central acepta recibir pagarés de su propia deuda externa al 100% de su valor nominal, a cambio de pagarés en pesos que luego pueden ser vendidos en el mercado secundario local. En consecuencia, no hay expansión monetaria, pero sí una presión de demanda sobre el mercado interno de capitales. Los pagarés en pesos se han vendido en el mercado interno secundario a un promedio del 88% de su valor nominal<sup>18</sup>. En el caso de pagarés de deuda externa contra otros deudores, las partes negocian los términos de la transacción. Estos están influidos, sin embargo, por los términos otorgados por el Banco Central a sus papeles. El Banco Central y otros deudores nacionales han captado mediante el mecanismo del Capítulo XIX aproximadamente entre un quinto y un tercio del descuento de los pagarés de deuda en los mercados internacionales<sup>19</sup>. El resto, entre 65 y 80% del descuento, ha sido captado principalmente por inversionistas extranjeros.

En los primeros tres años y medio se convirtieron US\$ 4 mil millones —o un significativo 19% de la deuda— bajo ambos mecanismos. Una proporción considerable de los fondos utilizados bajo el Capítulo

<sup>16</sup> La gran mayoría de los pagarés comprados en el extranjero bajo el Capítulo XVIII corresponde a pasivos de los bancos nacionales.

<sup>17</sup> Debe recordarse que hubo transacciones significativas bajo el Capítulo XVIII eximidas de los cupos, por un monto de US\$ 590 millones. Si se las excluye del cálculo, la fracción promedio captada por el Banco Central alcanza a 16% del valor nominal de los cupos licitados entre mediados de 1985 y diciembre de 1988.

<sup>18</sup> El descuento de los pagarés en pesos en el mercado interno secundario está determinado, en parte, por la tasa de interés pagada por el Banco Central; el Banco ha fijado la tasa levemente por debajo de la tasa promedio del mercado interno. El precio promedio de los pagarés en el mercado interno de capitales ha fluctuado entre 93% y 85%.

<sup>19</sup> Aproximadamente un promedio de 7 de los 35 puntos de descuento en los mercados internacionales de capitales, en el período junio de 1985-diciembre de 1988. Durante 1988 la relación alcanzó a 14 de los 42 puntos de descuento.

XVIII para comprar pagarés de deuda en el extranjero se estima que procede del mercado interno de divisas "paralelo". Un incentivo a quienes operan bajo el Capítulo XVIII lo constituye una especie de blanqueo de capitales, que sin embargo no concede el derecho a acceder al mercado cambiario oficial, para cubrir las remesas de capital y utilidades al exterior. Por lo tanto, se extingue definitivamente el pasivo externo de Chile. El segundo mecanismo (el Capítulo XIX) ha estado estimulado por el descuento en los mercados internacionales y por el acceso de inversionistas extranjeros a la propiedad de empresas nacionales a bajo precio<sup>20</sup>. En este segundo mecanismo no se extingue el pasivo externo de Chile. Lo que hay es un cambio en la forma de los pasivos, de deuda a capital de riesgo, sujeto a remesas de capital y utilidades después de un cierto período. En forma adicional ha habido una conversión directa de deuda a capital accionario, de préstamos asociados originalmente con inversiones extranjeras (esto es, bajo el D.L. 600, con US\$ 270 millones).

Finalmente, hay también grandes condonaciones o conversiones de deuda privada no garantizada (US\$ 1,5 mil millones según lo registrado por el Banco Central) y una operación de compra anticipada por parte del Banco Central. Esta fue pagada con reservas originadas en el alto precio del cobre en 1988<sup>21</sup>.

El principal beneficio de las conversiones reside en que reducen el saldo de la deuda y, en consecuencia, los compromisos de pago de intereses. Sin embargo, ellas pueden generar también una serie de otros beneficios y costos, que dependen de la especificidad de cada forma de conversión. Para los propósitos de este artículo, los que dejan más herencias para el futuro son las capitalizaciones de deuda (Capítulo XIX y préstamos del D.L. 600). En éstas nos concentramos en lo que sigue<sup>22</sup>.

En el caso de la conversión de deuda a capital accionario se sostiene que los compradores extranjeros de firmas nacionales pueden aportar capacidad de gestión y de exportación, y pueden contribuir a extender en el exterior el conocimiento de las oportunidades de inversión en Chile, y alentar así la inversión extranjera directa en el futuro.

Por otra parte, las críticas del esquema deuda-capital accionario mencionado antes se refieren principalmente a cinco puntos.

Uno es la aceptación en Chile a un precio alto (un promedio de 88% del valor nominal) de pagarés que se cotizaban en los mercados

<sup>20</sup> Dada la evolución del mercado de acciones y del tipo de cambio real, en dólares constantes el precio de las acciones nacionales se ha reducido 45% entre 1980 y 1988. Esto es, con un dólar real, en 1988 era posible comprar casi el doble de capital accionario que en 1980. Ver Ffrench-Davis (1989a).

<sup>21</sup> La brecha externa, que según las proyecciones disponibles aparecería a corto plazo (véase la sección III), es el argumento más fuerte en contra del uso de reservas para recomprar deuda. En caso de seguir vigente, esta deuda estaría venciendo a lo largo de los próximos 14 años y además entonces sería reprogramable.

<sup>22</sup> Las características del Capítulo XVIII se discuten en Elórtégui (1988) y Larráin (1988). Aquí nos concentramos exclusivamente en el Capítulo XIX. Un análisis teórico de algunos beneficios y costos para deudores y acreedores se puede encontrar en Krugman (1988).

internacionales a un promedio de 61%<sup>23</sup>. El hecho de que el inversionista haya recibido en Chile 88 dólares por cada 61 dólares que ha gastado implica un "subsidio" o tipo de cambio preferencial 44% por encima de la tasa oficial. ¿Puede justificarse un "subsidio" de esas magnitud?

El segundo es su utilización en la compra de firmas chilenas "subvaloradas" (véase la nota 20). Estas firmas se usan para prepagar deuda que, de otro modo, presumiblemente sería reprogramada una y otra vez hacia el futuro. No tiene sentido prepagar deuda, a menos que sobren los dólares y/o se espere que el descuento de los pagarés tenderá a reducirse<sup>24</sup>.

Tercero, en el caso de las conversiones deuda-capital accionario, los pagos de intereses se reemplazan por utilidades remesables en el futuro (después de cuatro años). Estas últimas serían presumiblemente mayores que los primeros. En consecuencia, mientras que bajo el Capítulo XVIII la reducción de la deuda extingue el servicio del capital, en el caso del Capítulo XIX tiende a incrementarlo. Es importante acotar, sin embargo, que el Gobierno ha destacado reiteradamente que las utilidades y el capital, bajo el Capítulo XIX, no se benefician de garantías públicas<sup>25</sup>.

Cuarto, la inversión extranjera directa que previamente se proyectaba realizar en efectivo se reemplaza parcialmente por inversión extranjera financiada con pagarés de deuda<sup>26</sup>.

Quinto, la conversión no trae directamente fondos frescos, sino que un papel; a cambio de él se han entregado empresas existentes. Por lo tanto, no se ha tratado, en general, de creación de nueva capacidad productiva. Ello lo atestigua el bajo coeficiente de formación de capital alcanzado aun en 1987-88<sup>27</sup>.

<sup>23</sup> De hecho el precio ha estado sostenido por la garantía gubernamental y los subsidios a los deudores nacionales, así como por las grandes transferencias netas a los bancos acreedores y las características del propio esquema de conversión. Todos estos factores, junto con saldos fiscal y de balanza de pagos equilibrados, han contribuido a atenuar la baja de la cotización de los pagarés de la deuda externa de Chile.

<sup>24</sup> La relación es más compleja, pues también depende de la relación entre intereses y utilidades, precio de los activos nacionales intercambiados, de la evolución del tipo de cambio y de la tributación, etc.

<sup>25</sup> Véase exposición del Ministro de Hacienda, H. Büchi, *El Mercurio*, 10/12/87, y Fontaine (1988).

<sup>26</sup> En el caso de inversión por los bancos acreedores se estima que la "adicionalidad" es cercana al 100%, mientras que en el caso de otros inversionistas tiene lugar una sustitución en grado significativo, resultando así un *flujo negativo de capital en efectivo* (Bergsman y Edisis, 1988). Ha habido algún esfuerzo de parte del Gobierno para forzar la "adicionalidad". El concepto estándar de "adicionalidad" induce a confusión. Hay que notar que "100% de adicionalidad" no significa que la transacción proporciona fondos en efectivo al país huésped. Significa que, en el corto plazo, los flujos netos de capital que resultan de las conversiones de deuda a capital accionario son nulos.

<sup>27</sup> Este tema se examina con mayor detalle en Ffrench-Davis (1989a). La tasa de formación de capital por parte de nacionales parece haber *disminuido* en 1987-88, años de voluminosas capitalizaciones de deuda en comparación con 1985-86. En el mismo artículo se examina también el impacto de las conversiones sobre la capacidad negociadora frente a los acreedores.

## 4. NEGOCIACIONES CON LOS BANCOS EN 1987-88

En 1987 Chile llegó a un acuerdo con los bancos acreedores para reprogramar las amortizaciones con vencimiento en 1988-90. Los términos mejoraron con respecto a los vigentes desde 1985, pero fueron algo menos favorables que los conseguidos por otros países latinoamericanos (CEPAL, 1988b, cuadros 19 y 20). El Gobierno acordó pagar un margen de intermediación (*spread*) de 1% sobre la tasa LIBO y amortizar en 15 años la deuda reprogramada.

Los bancos no aportaron "dinero fresco"; a cambio, aceptaron una modificación del plazo para los pagos de intereses (*retiming*). En la negociación de 1985 ya se habían modificado los plazos de estos pagos de períodos trimestrales a semestrales. En la negociación de 1987 el plazo se cambió a un año, comenzando en 1988. Como consecuencia, los pagos de intereses en 1988 se redujeron en US\$ 400 millones. El Gobierno se comprometió a retornar en 1991-93 a términos semestrales. De este modo, la relajación de la brecha externa en 1988 implica una mayor restricción en 1991-93. Al igual que en las negociaciones anteriores, el Gobierno y los acreedores manifestaron su esperanza de que prontamente se recuperaría el acceso pleno a préstamos voluntarios. Por último, se renovó el crédito comercial de corto plazo hasta fines de 1989.

Después de la negociación, mejoraron notablemente las condiciones externas enfrentadas por Chile. El precio del cobre subió fuertemente así como también otros precios de productos de exportación (celulosa, harina de pescado, etc.). El mejoramiento de los términos de intercambio habría representado más de US\$ 1,3 mil millones en 1988 (CEPAL, 1988a)<sup>28</sup>. En conjunto con la postergación de los servicios de capital —debido a los nuevos términos para los pagos de intereses y a las conversiones conducentes a una reducción de la deuda vigente—, la restricción exterior se relajó durante 1988. Entre los tres involucraron una mayor disponibilidad de divisas equivalentes a 8% del PGB de 1988<sup>29</sup>.

El mejoramiento externo para Chile facilitó nuevas negociaciones con los bancos acreedores. En agosto de 1988 se completaron nuevos acuerdos que implicaron una reducción del margen de intermediación financiera ("spread") a 0,81%, tasa similar a la que se aplicó a otros deudores como Argentina, Brasil y México. También se "flexibilizaron" los acuerdos. Esto implica que, dentro de ciertos límites, Chile puede negociar con cada banco separadamente. Este es un avance potencialmente importante con respecto a la cláusula "pari passu" o del "banco más favorecido", que se había convertido en la regla general en los

<sup>28</sup> Un avance en el diseño de la política económica fue el establecimiento de un "fondo de estabilización del cobre", dirigido a esterilizar parte de las fluctuaciones en el precio del cobre. Comenzó a operar después de la fuerte alza registrada en este precio durante el último trimestre de 1987.

<sup>29</sup> Debe recordarse que, en las conversiones de deuda a capital accionario del Capítulo XIX, los pagos de intereses se reemplazan por remesas de utilidades con un plazo de espera. Sólo el ahorro de intereses de esta parte de las conversiones que involucra desembolsos futuros de utilidades, se incluyó en el cálculo recién mencionado en el texto. En 1992 las utilidades remesables deberían experimentar un fuerte aumento y más aún en años posteriores.

acuerdos de renegociación firmados por los países deudores en desarrollo después de la crisis de 1982<sup>30</sup>.

Los principales componentes de "flexibilidad" para Chile, que implican alternativas potenciales, son:

a) La opción de recomprar hasta US\$ 500 millones en pagarés de deuda con descuento; se pagaría en efectivo con las reservas acumuladas por el mayor precio del cobre<sup>31</sup>.

b) Podría prepagar deuda en pesos chilenos a los acreedores que convinieran en prestar "dinero fresco" para proyectos de inversión. Esto ya se ha utilizado para financiar una pequeña fracción de un proyecto de inversión extranjera en minería (La Escondida). Implica que en la práctica esa fracción del financiamiento es aportada en pesos por el Banco Central.

c) Podría otorgar garantías a nuevos préstamos hasta por US\$ 500 millones, que subordinarían la deuda antigua; esto es, los nuevos préstamos tendrían pago preferente.

d) Finalmente, podría convertir directamente hasta US\$ 2 mil millones de deuda antigua por deuda nueva con un descuento.

La consecuencia principal de esta "flexibilización" es que el país deudor puede negociar separadamente con cada banco o grupo de ellos, quebrando así el cartel de acreedores bancarios, dentro de los límites antes señalados. Por supuesto, cada operación debe ser aprobada por los acreedores cuyos activos se van a convertir.

Las implicaciones de costo/beneficio para Chile dependen de los términos de cada operación y de las tasas de interés, descuento de los pagarés de deuda y disponibilidad de financiamiento que se esperen para el futuro. Por ejemplo, si la liquidez va a volver a ser una restricción en el futuro cercano, dados los descuentos actuales del mercado, parece inconveniente la recompra de deuda y su pago en efectivo<sup>32</sup>. Es dudoso que Chile pueda lograr acceso a un volumen *significativo* de préstamos voluntarios. Por lo tanto, dados los presentes descuentos en los mercados internacionales secundarios, la recompra con fondos propios reduce la disponibilidad de fondos en Chile en el corto plazo y aun bien entrado el plazo medio. En consecuencia, tendería a deteriorar las perspectivas futuras<sup>33</sup>.

La compra anticipada de deuda sólo podría justificarse, dados los descuentos actuales y las perspectivas de brecha externa en los próxi-

<sup>30</sup> Dos excepciones son las recientes negociaciones de Bolivia y México sobre recompra y conversiones de deuda antigua por nueva, respectivamente.

<sup>31</sup> El Banco Central destinó US\$ 170 millones, en noviembre de 1988, a recomprar deuda de los bancos acreedores, con un descuento que se determinó por licitación. El descuento promedio captado fue de 43%, similar al precio de mercado en ese momento. Los US\$ 299 millones rescatados representan el 1,6% de la deuda, y los US\$ 170 millones gastados equivalen al 8% de las reservas internacionales netas del Banco Central a comienzos de ese mes.

<sup>32</sup> Con una recompra en efectivo, el deudor ahorra el pago de intereses sobre el valor nominal de la deuda, en tanto que pierde reservas y la rentabilidad que producen. Por ejemplo, si el descuento es 90%, en un año el deudor recupera las reservas gastadas en la recompra. Con un descuento de 43% y las tasas actuales de interés, tomaría cerca de una década.

<sup>33</sup> Estos comentarios se refieren a la decisión macroeconómica de realizar la operación de compra anticipada. No se refieren a la calidad con que se preparó y ejecutó la operación misma.

mos años, como un mal menor frente a un uso peor de las reservas. Esto es, la utilización de las reservas en el financiamiento de un incremento excesivo de las importaciones. Ello también reduce las reservas y sin duda puede ser una fuente de costosa inestabilidad macroeconómica. No es buen síntoma, sin embargo, limitarse a escoger entre males menores.

## II. RECESION Y RECUPERACION EN LA DECADA DEL 80

En esta sección retornamos a examinar con más detalle los resultados del ajuste registrado en 1982-88, y del papel desempeñado por las principales variables de política económica.

Chile experimentó transferencias negativas significativas después de 1981. En conjunto con el deterioro de los términos de intercambio, ellas condujeron a una abrupta caída en la capacidad de gasto de la economía chilena.

El hecho es que Chile, a comienzos de los años 80, sufrió tres shocks externos significativos.

El shock más fuerte se relacionó con los flujos de capital. Después de escalar hasta el 18% del PGB, cayeron a la mitad de esa cifra en 1982 y a la cuarta parte en 1983 (ver cuadro 5)<sup>34</sup>. Es claro que la cifra de 18% registrada en 1981 respondió a un burdo error de la política económica interna, la que permitió un endeudamiento excesivo. Desde 1977 la economía chilena venía acomodándose, tanto la estructura de la producción como el gasto, a un nivel de entradas de capital insostenible a mediano plazo. Así, entonces aún sin la crisis internacional de la deuda, se habría necesitado un ajuste en el futuro inmediato (Ffrench-Davis, 1983a).

Un ajuste era inevitable, por bien que Chile hubiera manejado sus relaciones con los acreedores después de 1982. Probablemente el mejor resultado posible con los bancos acreedores habría sido una transferencia neta nula. Y aún eso habría implicado una baja considerable en el flujo neto de fondos en comparación con 1977-81.

Un segundo shock correspondió al incremento de las remesas de intereses, que estuvo asociado tanto con el creciente endeudamiento así como con tasas de interés más altas. La magnitud del deterioro observado en la transferencia neta de fondos (flujos netos de capital menos pagos de intereses y utilidades) no fue, sin embargo, totalmente exógena, como se expone más adelante. El tercer shock externo correspondió a la caída en los términos de intercambio, encabezada por el deterioro del precio del cobre.

Asociada con los shocks externos, una fuerte recesión interna tuvo lugar en 1982. La demanda agregada entonces excedía notoriamente a la producción interna. Con los shocks externos se registró una pérdida

<sup>34</sup> Las cifras utilizadas, basadas en las Cuentas Nacionales Oficiales, están calculadas en pesos de 1977, con los precios relativos de ese año. Naturalmente, el peso del sector externo y de los shocks se modifican en caso de cambiar el año base. En moneda de 1981 disminuyen y en la de 1988 aumentan.

de reservas. Enseguida una política de "ajuste automático", puesta en movimiento por la baja en la oferta de divisas, determinó una abrupta caída de la liquidez interna y de la demanda agregada. A esto siguió, como consecuencia, una reducción de 17,5% en el PGB per cápita entre 1981 y 1983, y un descenso de la tasa de formación de capital. En los años siguientes hubo una recuperación gradual de la actividad económica y de la inversión.

En el ajuste ideal, un exceso de demanda agregada se elimina sin una caída en la producción (o más precisamente en la tasa de crecimiento). En una economía perfectamente flexible, la baja de la producción, si la hay, debería ser insignificante. Por otra parte, en una economía inicialmente con subutilización de la capacidad de producción de transables, un ajuste con una dosis conveniente de políticas reasignadoras puede causar un aumento de la tasa de uso de los recursos y una mayor producción. Por último, en una economía con inflexibilidad de precios y movilidad imperfecta de los factores, políticas "neutrales" de reducción de la demanda, esto es que provocan la baja de todos los componentes del gasto sin diferenciar entre ellos, pueden originar una caída significativa de la producción; ello es así porque disminuye la demanda, tanto de transables como de no transables. En el mundo real, en procesos de ajuste hacia abajo, usualmente tiende a haber una baja en la producción. Ello da lugar a una menor tasa de utilización de la capacidad instalada y a un descenso de la tasa de formación de nueva capacidad.

Políticas selectivas, con efectos reasignadores en la composición de la producción y del gasto, pueden amortiguar los efectos de reducción de la producción. Una buena combinación de políticas reductoras del gasto y reasignadoras debería tender a permitir un resultado más cercano a una tasa constante de utilización del PGB potencial (ver Ffrench-Davis y Marfán, 1989). En efecto, si había un exceso del gasto sobre la capacidad productiva, tal como sucedía en 1981, es preciso reducir la demanda agregada. Sin embargo, esto se puede efectuar acompañado de políticas reasignadoras que reduzcan más intensamente la demanda por transables y que contribuyan a aumentar la oferta de transables y la inversión.

Se presenta a continuación un recuento breve de las estimaciones de los shocks externos y de la trayectoria seguida por la producción, la demanda agregada, exportaciones e importaciones en la economía chilena en 1980-88<sup>35</sup>. Nuestro propósito es presentar una estimación gruesa de dos componentes de los costos económicos del ajuste efectuado en Chile: el aumento de la subutilización de la capacidad instalada y la caída en la creación de nueva capacidad.

Todas las variables han fluctuado en forma intensa a lo largo de este período, como se muestra en el cuadro 5. Un *peak* de la actividad económica se alcanzó en 1981. Este no refleja una producción anormalmente alta comparada con la capacidad existente. Al contrario, en ese año existía todavía alguna capacidad instalada no utilizada en la pro-

<sup>35</sup> Un análisis más detallado se presenta en Ffrench-Davis (1989b).

Cuadro 5. Producción, consumo, inversión y shocks externos  
per cápita: Chile, 1980-88  
(Porcentajes del PGB per cápita de 1981)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	Promedio 1982-88
1. PIB	96,3	100,0	84,5	82,5	86,2	86,8	90,2	93,8	99,0	89,0
2. Gasto Interno	102,7	112,9	84,3	79,1	84,3	81,3	84,2	88,9	95,2	85,3
3. Consumo	79,7	85,3	74,9	71,4	71,1	69,2	70,7	72,1	77,3	72,4
4. Formación Bruta de Capital Fijo	17,0	19,5	12,7	10,6	11,4	12,8	13,5	15,4	16,8	13,3
5. Ahorro Interno	16,5	14,7	9,6	11,0	15,1	17,6	19,5	21,7	21,7	16,6
6. Cuenta Cte. no Financiera a/	-6,5	-12,9	0,2	3,4	1,9	5,5	6,0	4,9	3,8	3,7
a) Bienes b/ Exportaciones	18,0	16,6	17,9	17,9	18,7	20,3	21,4	22,3	23,1	20,2
Importaciones	-22,8	-26,8	-16,0	-13,4	-16,1	-14,6	-15,6	-17,6	-19,6	-16,1
b) Servicios b/ Exportaciones	4,8	3,8	3,1	2,9	3,2	2,7	3,4	4,2	4,6	3,4
Importaciones	-6,5	-6,5	-4,9	-4,0	-3,9	-2,8	-3,2	-4,0	-4,2	-3,9
7. Transferencias Netas de Fondos (a+b)	4,5	12,9	1,9	-2,3	0,8	-2,2	-3,0	-3,3	-5,3	-1,9
a) Movto. de cap. a/	7,9	17,9	8,6	4,2	8,1	5,0	4,1	2,7 c/	1,1 c/	4,8
b) Pago neto de uts. e int.	-3,4	-5,1	-6,7	-6,5	-7,3	-7,2	-7,2	-6,0	-6,4	-6,8
8. Efecto Term. del Intercambio	2,0	0,0	-2,1	-1,1	-2,7	-3,3	-2,9	-1,6	1,5	-1,8

Fuentes: Banco Central de Chile, *Boletín Mensual*, abril 1989; INE-CELADE; CEPAL (1988b).

- a/ Las transferencias unilaterales están incluidas en 7 a.  
b/ La proporción de exportaciones (e importaciones) totales que corresponde a bienes y la que corresponde a servicios fueron estimadas usando cifras de Balanza de Pagos de CEPAL.  
c/ Estimado en forma residual en 1987 y 1988.

ducción de transables agrícolas y manufacturados, como consecuencia de la liberalización comercial y de la apreciación del tipo de cambio. Presumiblemente esta subutilización era mayor que la "sobreutilización" de la capacidad que parecía haber en la producción de algunos no transables. Tomaremos entonces el PGB efectivo de 1981 como un indicador conservador de la "capacidad productiva" en ese año.

En términos generales, el incremento de la capacidad instalada en los años siguientes fue aproximadamente igual al crecimiento de la población<sup>36</sup>. Supondremos así que la capacidad productiva per cápita fue aproximadamente constante en 1981-88. El diferencial entre la producción efectiva en el período de ajuste 1982-88 y el PGB per cápita de 1981 es entonces un estimador del aumento de subutilización de la capacidad productiva después de 1981.

<sup>36</sup> En Artiagoitia y Marfán (1988) se estima que la formación bruta de capital bruto fijo durante 1982-87 aproximadamente generó un incremento del PGB potencial levemente mayor que el crecimiento de la población. Al suponer en nuestros cálculos que se mantuvo constante, se tiende a subestimar la subutilización de la capacidad productiva así como el costo real por ese concepto.

En el cuadro 5 todas las cifras se han ajustado por el crecimiento de la población y se expresan como porcentajes del PGB de 1981. Así, la comparación de cualquiera cifra en una línea dada con su valor en 1981, indica el cambio con respecto a una situación de PGB per cápita constante y participaciones también constantes de todas las variables presentadas en el cuadro. Por ejemplo, la cifra para 1987 de la formación de capital fijo indica que ella cayó de 19,5 en 1981 a 15,4 en 1987, esto es, 4,1 puntos del PGB de 1981 o 21% en términos relativos. Como fracción del PGB de 1987, disminuyó de 19,5% a 16,5% (15,4/93,8).

La brecha entre la producción efectiva y la "potencial" alcanzó, en 1982-88, un promedio de 11% del PGB de 1981. Esta es la diferencia entre el "potencial" de 100 y el promedio efectivo de 89 registrado en 1982-88 (línea 1). Esto involucra una pérdida de producción anual cercana a US\$ 2 mil millones. Esta cifra notable señala acentuados efectos reductores de la producción y débiles políticas reasignadoras (cambiaría, comercial, política fiscal selectiva, etc.) y, obviamente, inflexibilidades estructurales en la composición de la producción y la demanda<sup>37</sup>.

El desempeño del PGB fue una respuesta a los tres shocks externos que se miden en las líneas 7 y 8.

A corto plazo, Chile pudo recurrir a sus reservas. El shock descrito en la línea 7 a. mide el uso neto de capital externo. Por eso el shock no aparece tan intenso en 1982, como lo fue el corte del flujo de préstamos. En este año el Banco Central perdió reservas por US\$ 1.200 millones, con las cuales suplementó la mermada oferta de fondos externos. La magnitud de fondos disponibles estuvo afectada también por las negociaciones sostenidas por el Gobierno con cada acreedor. Es claro que en este ámbito había alguna libertad de maniobra. Sin embargo, para poder focalizar el análisis en el punto que aquí nos interesa, que es la evaluación del ajuste interno, tomamos como dada la magnitud de los shocks externos.

Con un tipo de cambio fijo y una política monetaria pasiva al momento de desatarse la crisis, los shocks dieron lugar a una intensa reducción del gasto interno (línea 2), tanto en consumo como en inversión. Se transmitieron al sector externo (línea 6), reduciendo las importaciones e incrementando la oferta exportable. Para reducir la brecha externa, se utilizó como variable política principal la herramienta indirecta de una reducción extremadamente fuerte de la demanda agregada.

La caída promedio en 11 puntos, de la utilización de la capacidad de PGB, es el efecto "estático" de reducción de la producción, causado por la combinación de shocks externos y políticas reasignadoras relativamente débiles.

Por otra parte, en una dimensión "dinámica", en 1983, la formación bruta de capital (línea 4) había caído en 9 puntos (46%), reduciendo de esta manera el crecimiento del PGB potencial. Al mismo tiempo

<sup>37</sup> Cuando una economía ha estado varios años orientada a tornarse más intensiva en componentes extranjeros no es fácil revertir la tendencia sin costos reales.

se debilitó la capacidad para reestructurar la composición de la oferta y la demanda, la que es una función positiva del nivel de formación de nueva capacidad productiva. La baja tasa de formación de capital hizo más improbable un ajuste constructivo de la economía.

Un mecanismo de "ajuste automático", como el que se usó en 1982, se apoya fuertemente en los efectos de shock de las políticas de reducción de la demanda. Después de un ajuste endógeno abrupto, desactivador del gasto interno, con el transcurso del tiempo generalmente tiene lugar alguna reasignación espontánea en la composición de la oferta y la demanda; es claro que a medida que pasa el tiempo, la reasignación endógena fue apoyada en forma adicional por una serie de considerables devaluaciones del tipo de cambio (cuadro 2). Estas depreciaciones no sólo compensaron el deterioro que había experimentado el tipo de cambio real hasta 1982, sino que fueron mucho más lejos<sup>38</sup>. La devaluación real se efectuó gradualmente, en sucesivos saltos de una tasa reptante<sup>39</sup>.

Estos hechos permitieron, dada la magnitud de los shocks externos, una recuperación gradual de la producción y del gasto. Esto puede observarse efectivamente en Chile si se compara 1982-83 con 1988. Sin embargo, en 1988 el PGB per cápita estaba todavía 1% por debajo del nivel alcanzado en 1981, en tanto que la inversión per cápita era aún 14% inferior. El nivel de producción de 1988, obviamente, estuvo determinado por la tasa de inversión promedio registrada en todo el período de ajuste; ésta apenas alcanzó a 13,3 en 1982-88 (línea 4), y fue 32% inferior a la de 1981.

En el sector externo, el ajuste automático, al comienzo, se hizo sentir con mayor fuerza en la disminución de las importaciones, con un alza más débil de las exportaciones: como era de prever en una economía con las características estructurales de la economía chilena, las importaciones fueron más elásticas que las exportaciones ante una caída brusca del gasto interno. También aquí el tiempo permitió un cambio en el comportamiento de estas dos variables. Estimuladas por las significativas depreciaciones del tipo de cambio (cuadro 2) las exportaciones crecieron más rápidamente en la última parte del período de ajuste. El volumen de exportaciones de bienes per cápita, promedio de 1982-88, superó en 14% el *peak* inicial, en contraste con el 11% de merma de la producción. Por otra parte, en 1988 el índice de exportaciones se situó 28% por encima del *peak* alcanzado en 1980<sup>40</sup>, al mismo tiempo que el

<sup>38</sup> A mi juicio la depreciación sustancial fue un componente necesario. Por ello mismo me parece desacertada la revaluación real aplicada por el Gobierno después de enero de 1988. La falla en 1982-88 no estuvo en aquella depreciación, sino en la falta de otros componentes selectivos.

<sup>39</sup> El tipo de cambio fue depreciado en etapas sucesivas sólo después de que el Gobierno abandonó el empleo de un tipo de cambio fijo como herramienta de estabilización del nivel de precios. Desde comienzos de 1988 y hasta mayo de 1989, nuevamente el Gobierno estuvo apreciando el tipo de cambio real, con el propósito de reducir la tasa de inflación.

<sup>40</sup> Hay que notar que en 1981 el volumen de exportaciones estaba disminuyendo debido a una apreciación del tipo de cambio. La utilización de la capacidad exportadora se recuperó rápidamente, en 1982-83, después de las devaluaciones registradas en ese bienio.

PGB per cápita recién recuperaba el nivel del *peak* inicial (99%). En consecuencia, el coeficiente exportaciones/PGB subió en cerca de 25% entre 1980 y 1988, pero no estuvo acompañado de crecimiento de la producción por habitante.

Por lo tanto, éste no es precisamente un caso de crecimiento económico inducido por las exportaciones, sino a la inversa, de un impulso exportador inducido por una restricción externa y un ajuste recesivo de la actividad productiva. Este ajuste promovió una reasignación de un volumen global de recursos relativamente estagnado. Aumentó en 6.5 puntos su uso en la producción de exportaciones y disminuyó en 7.5 puntos en el resto de la economía<sup>41</sup>. Por supuesto, la expansión dinámica de las exportaciones contribuyó a la recuperación de la actividad económica, pero no logró compensar el deterioro de la producción no exportable.

El comportamiento de las importaciones de bienes es también interesante. Luego de la baja espectacular registrada entre 1981 y 1983, y de altibajos en 1984-86 asociados a la mini-recesión de 1985, ha seguido una fuerte recuperación. El quantum de las importaciones por habitante creció 26% entre 1986 y 1988, el triple que el 8% del quantum de exportaciones por habitante en el mismo bienio. Es natural que, en la recuperación después de un ajuste como el realizado desde 1982, las importaciones aumenten más rápido que las exportaciones. Sin embargo, la diferencia entre los ritmos de ambas variables es excesiva, y se ha acentuado en 1989. El acelerado aumento no se aprecia en el balance comercial a precios corrientes, gracias al notable mejoramiento registrado en los términos del intercambio en 1987 y 1988. El deterioro en el saldo de volúmenes, que se observa en el cuadro 5, línea 6 a., se constatará en toda su magnitud en la situación de balanza de pagos cuando los precios del cobre y de otros productos de exportación se "normalicen"<sup>42</sup>. Las perspectivas de evolución de la brecha externa se examinan a continuación.

### III. LA BRECHA EXTERNA: UNA PROYECCION PRELIMINAR

Después de siete años de ajuste ante las tres fuentes de shocks, en 1988 la brecha externa se relajó notablemente. ¿Cuáles son las expectativas para los años siguientes?

#### 1. COMPROMISOS DE SERVICIO DE LA DEUDA PARA 1989-95

En la sección I se señaló que la deuda externa había disminuido durante 1988. Con ello la deuda a fines de ese año equivalió al 86% de la producción anual. Sin embargo, con el mecanismo de conversión de

<sup>41</sup> Entre 1982 y 1988 las exportaciones efectivas de bienes por habitante subieron 6,5 puntos (23,1-16,6). Como el PGB disminuyó 1 punto (100,0-99,0), se deduce que el resto del PGB por habitante (distinto a las exportaciones) decreció en 7,5 puntos.

<sup>42</sup> Debe tenerse presente que se han registrado reducciones significativas de los costos de producción del cobre en la mayoría de los principales productores mundiales de cobre. Esto explica que el rango de "precios normales" del cobre sea en los próximos años notoriamente inferior al de los años sesenta. Véase Bande y French-Davis (1989).

deudas, la cobertura del concepto convencional de deuda se tornó más limitado para el estudio de los efectos del servicio de capitales y de la carga que involucra para la economía nacional. El problema de la deuda no se resuelve con un cambio de nombre de cuentas de los pasivos externos.

En efecto, la deuda capitalizada significa el reemplazo de una forma de servicio de capitales por otra. Por lo tanto, para mantener la homogeneidad de la medición de la carga de la deuda, parece indicado sumar, a la definición convencional de deuda, los nuevos pasivos correspondientes a capitalización de la deuda (según el Capítulo XIX y el DL 600). Ello se efectúa en la columna (8) del cuadro 1. Allí se observa que la deuda revisada alcanzó a US\$ 20,9 mil millones en 1988, cifra que se empuja al 95% del PGB anual.

Este coeficiente bajó significativamente en 1988 respecto de 1987. En cambio, aún es notoriamente superior al de 1981; a precios de mercado de dicho año, la carga de la deuda era 48%, esto es sólo la mitad que en 1988. Ello, como es sabido, es muy influenciado por el nivel del tipo de cambio imperante en cada período. Este es un factor de distorsión en las comparaciones intertemporales. Sin embargo, por otro lado, la medición a precios de mercado de cada año da una mejor indicación del peso relativo que involucra el servicio de la deuda en el momento en que se efectúa.

El coeficiente deuda/exportaciones, luego de deteriorarse fuertemente en 1981, cuando subió de 2,4 a 4,1 y continuar en una trayectoria ascendente hasta 1985, en 1988 logró descender hasta 3,0. Esto fue posible gracias al sustancial aumento de las exportaciones en 1987-88<sup>43</sup>. Así, este coeficiente se situó en un nivel cercano al 2,8 registrado en 1970.

Desde 1983 se ha reprogramado tres veces el grueso de la deuda con bancos. Como la deuda con acreedores bancarios cubría sobre cuatro quintos del total, la amortización efectivamente pagada ha sido baja. En 1987 sólo se pagaron US\$ 310 millones a todos los acreedores, esto es, 1,5% de la deuda vigente ese año. Las nuevas reprogramaciones hechas en 1987 dejaron los compromisos de amortización con los bancos a un bajo nivel hasta 1990<sup>44</sup>. Sin embargo, un rápido crecimiento de la deuda con acreedores multilaterales, y prepagos con retornos de la fruta, implican un incremento a US\$ 750 millones de amortización anual en 1989-90 (ver cuadro 6)<sup>45</sup>.

<sup>43</sup> El coeficiente se refiere a la definición revisada de deuda, a fines de 1988, dividida por las exportaciones de bienes durante 1988. El "peso de la deuda", medido en relación a las exportaciones, entrega un resultado más favorable para Chile en el concierto latinoamericano, dado que la economía chilena es más intensiva en intercambio. El coeficiente Deuda/PGB es un indicador mejor del impacto directo de la deuda sobre el bienestar nacional y sobre el financiamiento de la inversión; en cambio, el coeficiente Deuda/Exportaciones refleja mejor la capacidad de pago al margen de lo que acontezca con el costo de ajuste interno. Este contraste es un ejemplo del conflicto entre servicio de la deuda y crecimiento.

<sup>44</sup> Se trata de préstamos bancarios "no reprogramables", que incluyen aquéllos asociados con la inversión extranjera directa hecha bajo el D.L. 600.

<sup>45</sup> Todas las cifras excluyen los pagos de amortizaciones al FMI, e incluyen los prepagos de deuda correspondientes a la licitación del Banco Central de noviembre de 1988, y al uso de retornos de la fruta en 1989.

Cuadro 6. Amortizaciones, 1987-95 a/  
(Millones de US\$; promedios anuales)

Acreeedores	1987-88	1989-90	1991-93	1994-95
Organismos multilaterales	98	268	395	512
Gobiernos extranjeros	40	81	150	169
Bcos. e Inst. Financieras	171	211	632	550
Proveedores y Emp. Priv.	171	254	482	832
Total	479	815	1.659	2.064

Fuentes: Banco Central, *Deuda Externa 1987* y *Quarterly Economic and Financial Report*, marzo 1989.

a/ Incluye reducciones de conversión de deuda externa (Cap. XVIII, XIX, y otros). Incluye estimación de amortizaciones por endeudamiento posterior a 1987. No considera amortizaciones por financiamiento de déficit de balanza de pagos posterior a 1990.

El escenario cambia después de 1990. En 1991 tiene lugar un brusco salto en los compromisos de amortización, que prosiguen en alza en los años siguientes. Estos escalan hasta un promedio anual de US\$ 1,7 mil millones, en 1991-93. Según estas estimaciones, la mitad de la deuda a mediano y largo plazo vencería en 1991-95<sup>46</sup>. Esta es una concentración del servicio de la deuda, en un período breve, anormalmente alta para un país cuyo coeficiente de deuda a PGB es también muy alto.

La inferencia obvia es que una nueva reprogramación sería la respuesta natural a la tendencia creciente de la amortización. De hecho, la deuda con los bancos acreedores sería reprogramable en una alta proporción, cubriendo alrededor de la mitad de la amortización total pagadera en 1991-93. Sin embargo, el Gobierno ha afirmado que está procurando "el pronto restablecimiento pleno" del acceso al crédito internacional voluntario<sup>47</sup>, lo que implicaría el refinanciamiento también "voluntario" de la amortización a los bancos.

En el mismo período, a las tasas de interés proyectadas en el cuadro 7, los servicios financieros llegarían a un monto del orden de US\$ 2 mil millones al año. Esta cifra incluye una estimación de utilidades remesables correspondientes a conversiones de deuda por capital accionario realizadas hasta 1988. Puesto que las utilidades podrían remesarse por el mercado cambiario oficial, después de un período de cuatro años, las grandes conversiones realizadas en 1987 podrían empezar en 1992 a retirar sus utilidades acumuladas, y así sucesivamente.

<sup>46</sup> Se refiere a la deuda vigente desembolsada a fines de 1988, excluidos los pasivos a menos de un año y la deuda con el FMI. La amortización incluye una estimación del programa de pagos del "financiamiento proyectado". Estas proyecciones pueden ser afectadas por préstamos nuevos adicionales cuya amortización se inicie antes de 1995, así como por conversiones de deuda y por reprogramaciones.

<sup>47</sup> Comunicados del Banco Central de Chile, 20 de septiembre y 9 de noviembre de 1988.

De esta manera, los pagos de amortizaciones e intereses representan una carga considerable para Chile. ¿Cómo podrá financiarse esto? ¿Por nuevas reprogramaciones, "préstamos nuevos forzosos", reducción del pago de intereses, y/o reemplazo de deuda vieja por deuda nueva con un descuento? ¿Por un gran excedente en la cuenta corriente no financiera y la recuperación del acceso al crédito voluntario?

## 2. PERSPECTIVAS COMERCIALES Y FINANCIAMIENTO EXTERNO

La proyección de las cuentas de la balanza de pagos es un asunto riesgoso. Prueba de ello son las grandes desviaciones en las estimaciones de las instituciones internacionales y de otros modeladores. Se puede experimentar con muchas hipótesis alternativas para las variables cruciales, cuya variabilidad cubre un amplio rango.

Las desviaciones entre la realidad ex post y las proyecciones se pueden deber tanto a errores de predicción de los resultados de determinadas políticas económicas, así como a la adopción de distintas políticas alternativas. Por ejemplo, un aumento significativo de la demanda agregada (más una revaluación), en una situación cercana al pleno uso de la capacidad instalada, surte un fuerte efecto negativo sobre la balanza comercial; ése ha sido el caso en los meses recientes en Chile, lo que se constata al calcular el saldo comercial con términos del intercambio constantes. En 1982 y 1985 ocurrió lo opuesto. En efecto, es fácil lograr un gran superávit comercial mediante una recesión interna; en el otro extremo, también es fácil hacer desaparecer el superávit con un atraso cambiario y con un alza excesiva de la demanda agregada.

Aquí presentaremos un escenario básico que comprende supuestos relativamente más aceptables en diversos medios, sobre la probable evolución de algunas variables claves de la economía mundial y de parámetros de comportamiento de la economía chilena. Por otra parte, se supone una mantención de las políticas más relevantes para el sector externo.

Esto se toma simplemente como un supuesto de trabajo.

Los supuestos adoptados para las principales variables se resumen en el cuadro 7. Los valores estimados para algunas variables cruciales en 1991-93 son: un precio del cobre de 85 centavos por libra<sup>4 8</sup>, un supuesto común entre los expertos en el área, un aumento del volumen de exportaciones no cobre de 7% al año; crecimiento del PGB de 5% al año y del volumen de importaciones de 7%, lo que implica una elasticidad ingreso de los bienes corrientes de 1,4; la tasa Libor se sitúa alrededor de 8%.

<sup>4 8</sup> El precio del cobre a comienzos de diciembre de 1988 era de 160 centavos por libra, en comparación con un promedio de 81 centavos en 1987 y 62 centavos en 1986.

Cuadro 7. Escenario base 1987-93  
(Promedios anuales)

	1987	1988-90	1991-93
Precio del cobre (US\$/lb)	81,1	109,2	85,3
Crecimiento volumen exp. de cobre	-0,1%	4,7%	9,0%
Crecimiento nominal exp. no cobre	22,4%	12,1%	10,8%
Crecimiento volumen exp. no cobre	11,3%	9,0%	7,0%
Índice de precios exp. no cobre	100,0	108,3	116,1
Crecimiento nominal importaciones	28,9%	16,8%	11,4%
Crecimiento volumen importaciones	17,2%	10,5%	7,0%
Índice de precios importaciones	100,0	112,6	127,8
Crecimiento del PGB	5,7%	5,8%	5,0%
Tasa de interés internac. (Libo)	7,3%	8,8%	8,0%

Fuentes: Basado en proyecciones del Banco Central y CIEPLAN.

En 1988-89 resulta un superávit, determinado por un alto precio del cobre y mayores precios y volúmenes para otras exportaciones; desde 1988 parte de los mayores ingresos por exportaciones se han congelado en un fondo de estabilización del cobre para usarse cuando el precio se sitúe por debajo del rango "normal". Agregando otros mejoramientos de los términos de intercambio y postergaciones del pago de intereses, compensados en parte por importaciones mucho mayores que lo esperado según las proyecciones oficiales, el excedente es suficiente para cubrir las necesidades de financiamiento eventualmente hasta 1990, en la medida que no se gaste en pagos anticipados de deuda o en financiar un incremento acelerado de las importaciones.

Hay, sin embargo, dos problemas que deben enfrentarse. Primero, no es fácil perder reservas sistemáticamente sin efectos negativos sobre las expectativas de los acreedores y del mercado interno. Segundo, se espera que el precio del cobre permanezca alto durante parte de 1989, presumiblemente con una fuerte caída posterior, lo que ha sido el comportamiento usual en ciclos de precios anteriores. Aún con un precio real "normal" en el rango de 80-85 centavos por libra, se produce una brecha residual significativa. En consecuencia, es previsible que surgirá repentinamente en el mercado la verdadera situación estructural de balanza de pagos de Chile. Con los acuerdos de deuda en vigor y el escenario básico, resulta un déficit elevado en la cuenta corriente. Se necesitará, pues, nuevo financiamiento adicional o ahorros en los servicios del capital para poder equilibrar las cuentas externas. Por ejemplo, reemplazo de deuda antigua por nueva con un descuento, así como otras formas de reducción del servicio de capitales.

Es de extrema importancia dejar en claro que la situación relajada de la balanza de pagos en la actualidad es transitoria. En un escenario "normal", como el del cuadro 7 después de 1989, existe un déficit estructural de la cuenta corriente. La trayectoria esperada que seguirán las variables cruciales señala la aparición de un déficit, que coincide con

el primer año del esperado retorno a la democracia en Chile. La magnitud de la brecha previsible tiende a agravarse a causa de algunas políticas implantadas por el Gobierno en 1988-89: revaluaciones del tipo de cambio, reducción del arancel promedio, recompra de deuda pagada en efectivo y autorización para efectuar retornos de exportación con pagarés de la deuda externa.

En junio de 1989 el Gobierno hizo una rectificación parcial del error de revaluar el tipo de cambio, de manera persistente desde enero de 1988. Una de las consecuencias de ese error de política económica fue un significativo aumento del valor nominal de las importaciones: 38% en el primer cuatrimestre de 1989 por sobre el mismo lapso de 1988. La rectificación cambiaría contribuye a corregir las relaciones de precios en el margen, pero no evita la pérdida de reservas resultante del incremento de importaciones ya registrado; esto es debido a que no todo el aumento es sólo un anticipo de importaciones. Ello se adiciona a la pérdida de reservas, entre US\$ 300 y 400 millones, por el prepago de deuda bancaria correspondiente a la licitación de noviembre de 1988, y a la autorización para retornar las exportaciones de frutas en pagarés de la deuda en vez de efectivo.

Por supuesto, pueden efectuarse cambios más dramáticos, favorables o desfavorables, en el conjunto de variables proyectadas. No es redundante repetir que las proyecciones son muy sensibles a cambios en los supuestos y en las variables de política. Cambios en los supuestos conducen a una desaparición del problema de la deuda en un caso: alto precio permanente del cobre, aumento más dinámico de las exportaciones, tasas de interés bajas, elasticidad-ingreso menor de las importaciones, y un crecimiento del PGB que pueda sostenerse por los ahorros internos a pesar de transferencias significativas a los acreedores<sup>49</sup>. Por el contrario, con supuestos más pesimistas que los del escenario básico, la brecha puede ensancharse en forma dramática.

El escenario del cuadro 7 está dentro de lo que es un rango más probable. Los resultados que ellos generan sugieren que existe un problema de deuda externa no resuelto y una brecha que deberá resolverse en los años noventa a fin de alcanzar crecimiento con estabilidad.

La oposición a la dictadura ha estado haciendo proposiciones económicas plausibles. Esto ha ocurrido tanto antes como después del plebiscito que fue ganado por la oposición democrática el 5 de octubre de 1988. Lo que se ofrece son políticas razonablemente sanas y eficientes que tratan de resolver la herencia de una deuda alta, desigual distribución del ingreso y baja formación de capital.

En lo que respecta a la formación de capital, se le ha otorgado una prioridad alta en los programas futuros, para que Chile pueda lograr un crecimiento sostenido de la capacidad productiva, significativamente mayor que el bajo 2% alcanzado en los últimos quinquenios. Ello es

<sup>49</sup> Esta es una hipótesis implícita común en los modelos de balanza de pagos que proyectan un superávit significativo en la cuenta corriente no financiera, sin un análisis explícito del coeficiente de inversión requerido para alcanzar el crecimiento supuesto del PGB y de las posibilidades efectivas de financiamiento de la inversión.

imprescindible para sustentar un aumento de la productividad global de Chile, y para viabilizar una mejora sostenida del estándar de vida de los sectores pobres y de ingresos medios.

La brecha externa prevista de 1991 en adelante debe ser financiada con la reprogramación de las amortizaciones y con nuevos préstamos, o bien, un cambio en los supuestos del escenario básico, como por ejemplo, conversiones de deuda antigua por deuda nueva con un descuento significativo en favor de Chile.

La estrategia que ofrecen los sectores democráticos enfrentará un escenario internacional que, por una parte, se insinúa inestable, con tasas internacionales de interés y cambiarias inestables y con un intercambio comercial cambiante. Sin embargo, por otro lado, la persistencia de los efectos de la crisis internacional de la deuda aumentan la probabilidad de que pueda avanzarse en una solución realista para los deudores. Esta solución pasa por una reducción del valor de la deuda externa y de su servicio, que favorezca directamente a las naciones deudoras.

El Plan Brady ofrece una esperanza en esa dirección. Puede ser una falsa ilusión, si se limita a permitir el uso de los escasos fondos multilaterales para prepagar una fracción de la deuda, y acentúa la presión sobre los países deudores para aplicar una condicionalidad con un sesgo más neoliberal. Será, en cambio, un signo promisorio si persuade a los bancos acreedores a aceptar el reemplazo de la deuda antigua por deuda nueva con un descuento sustancial de principal y/o de las tasas de interés, y si da paso a una condicionalidad más pragmática y adecuada a la realidad de las respectivas naciones deudoras.

## REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- ARELLANO, J.P. (1983), "De la liberalización a la intervención: el mercado de capitales en Chile, 1974-83", *Colección Estudios CIEPLAN* 11, Santiago, diciembre.
- ARELLANO, J.P. y M. MARFAN (1986), "Ahorro-inversión y relaciones financieras en la actual crisis económica chilena", *Colección Estudios CIEPLAN* 20, Santiago, diciembre.
- ARELLANO, J.P. y J. RAMOS (1987), "Fuga de capitales en Chile: magnitud y causas", *Colección Estudios CIEPLAN* 22, Santiago, diciembre.
- ARTIAGOITIA, P. y M. MARFAN (1988), "Inversión productiva y crecimiento económico en Chile: 1960-87", mimeo, CIEPLAN, Santiago, abril.
- BANCO CENTRAL, *External debt of Chile*, publicación anual.
- , "Quarterly economic and financial report of Chile", Santiago, trimestral desde 1985.
- BANCO MUNDIAL (1988), "World debt tables: external debt of developing countries, 1988-89 edition", The World Bank, Washington DC, diciembre.
- BANDE, J. y R. FFRENCH-DAVIS (1989), "Cooper policies and the Chilean economy: 1973-88", *Notas Técnicas* N° 131, CIEPLAN, junio.
- BERGSMAN, J. y W. EDISIS (1988), "Debt-equity swaps and foreign direct investment in Latin America", International Finance Corporation, Washington D.C., agosto.
- BIANCHI, A., R. DEVLIN y J. RAMOS (1985), *External debt in Latin America*, CEPAL/Lynne Rienner Publishers, Boulder.
- CEPAL (1988a), "Panorama económico de América Latina", Santiago, septiembre.
- (1988b), "Balance preliminar de la economía latinoamericana, 1988", Santiago, diciembre.
- CIEPLAN (1983), *Reconstrucción económica para la democracia*, CIEPLAN, Editorial Aconcagua, Santiago.

- (1989), "Set de Estadísticas Económicas", CIEPLAN, Santiago, mayo-junio.
- CRUZ, J.M. (1988), "Revisión del modelo de proyección de mediano y largo plazo del Banco Mundial. Aplicación para el caso chileno", *Notas Técnicas* N° 115, CIEPLAN, Santiago, mayo.
- DE GREGORIO, J. (1984), "Comportamiento de las exportaciones e importaciones en Chile: un estudio econométrico", *Colección Estudios CIEPLAN* 13, Santiago, junio.
- DE LA CUADRA, S. y J. DESORMEAUX (1985), "La renegociación de la deuda externa y el programa económico de mediano plazo", mimeo, Universidad Católica de Chile, Santiago.
- EDWARDS, S. (1984), "The order of liberalization of the current and capital accounts of the balance of payments", *Essay in International Finance*, N° 156, Princeton University, N.J.
- EDWARDS, S. y A. EDWARDS (1987), *Monetarism and liberalization: the Chilean experiment*, Ballinger Publishing Co., Mass.
- ELORTEGUI, C. (1988), *Endeudamiento externo y conversión de deuda en la economía chilena*, Ediciones Universitarias de Valparaíso, Universidad Católica de Valparaíso.
- EYZAGUIRRE, R. (1988), "La deuda interna chilena, 1975-85", en Massad y Zahler (1988).
- FEINBERG, R.E. y R. FFRENCH-DAVIS (1988), eds. *Development and external debt in Latin America: bases for a new consensus*, University of Notre Dame Press, Indiana, USA, y en Ediciones CIEPLAN, Santiago y Grupo Editor Latinoamericano (GEL), Buenos Aires, 1986.
- FELIX, D. y J. CASKEY (1989), "Economic adjustment in Latin America: will current policies restore growth", in D. Felix, ed., *Financing Latin American growth: prospects for the 1990's*, en prensa.
- FFRENCH-DAVIS, R. (1982), "El experimento monetarista en Chile: una síntesis crítica", *World Development*, noviembre 1983, y en *Colección Estudios CIEPLAN* 9, Santiago, diciembre.
- (1983a), "El problema de la deuda externa y la apertura financiera en Chile", en ICI, ed., *América Latina: deuda, crisis y perspectivas*, Madrid, 1984; en M. Wionczek, ed., *Politics and economics of external debt crisis*, Westview Press, Boulder, 1985, y en *Colección Estudios CIEPLAN* 11, Santiago, diciembre.
- (1983b), ed., *Relaciones financieras externas y desarrollo nacional en América Latina*, Fondo de Cultura Económica, México.
- (1986), "Import liberalization: the Chilean experience, 1973-82", en J.S. y A. Valenzuela, eds., *Military rule in Chile*, The Johns Hopkins University Press, Baltimore y Londres: una versión anterior se publicó en *Colección Estudios CIEPLAN* 4, Santiago, diciembre 1980.
- (1987), "Conversión de pagarés de la deuda externa en Chile", *Colección Estudios CIEPLAN* 22, Santiago, diciembre.
- (1989a), "Debt-equity swaps in Chile", *Cambridge Journal of Economics*, por aparecer, y *Notas Técnicas* N° 129, CIEPLAN, Santiago, mayo.
- (1989b), "Adjustment and conditionality in Chile, 1982-88", mimeo, junio.
- FFRENCH-DAVIS, R. y J. DE GREGORIO (1987), "Orígenes y efectos del endeudamiento externo en Chile: antes y después de la crisis", *El Trimestre Económico* N°s 213 y 214, México, enero-marzo.
- FFRENCH-DAVIS, R. y M. MARFAN (1989), "Selective policies under a structural foreign exchange shortage", *Journal of Development Economics*, Vol. 29, y *Notas Técnicas* N° 126, CIEPLAN, Santiago, febrero.
- FONTAINE, J.A. (1988), "Los mecanismos de conversión de deuda en Chile", *Estudios Públicos* N° 30, otoño.
- FOXLEY, A. (1982), "Experimentos neoliberales en América Latina", *Colección Estudios CIEPLAN* 7, Santiago, marzo, número especial.
- GRIFFITH-JONES, S. (1988), ed., *Managing world debt*, Wheatsheaf Books Ltd., Sussex, y St. Martin's Press, Nueva York.
- KRUGMAN, P. (1988), "Market-based debt-reduction schemes", *NBER Working Paper* N° 2587, Cambridge, Mass.
- LARRAIN, F. (1988), "Debt-reduction schemes and the management of Chilean debt", mimeo, The World Bank, Washington D.C., diciembre.
- MARCEL, M. y P. MELLER (1986), "Empalme de cuentas nacionales de Chile 1960-1985. Métodos alternativos y resultados", *Colección Estudios CIEPLAN* 20, Santiago, diciembre.

- MASSAD, C. y R. ZAHLER (1988), eds., *Deuda interna y estabilidad financiera: estudios de casos*, Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.
- MCKINNON, R. (1981), "Foreign exchange policy and economic liberalization in LDC's", en *Alternativas de políticas financieras en economías pequeñas y abiertas al exterior, Estudios Monetarios VII*, Banco Central de Chile, Santiago.
- MELLER, P. (1986), "Un enfoque analítico empírico de las causas del actual endeudamiento externo chileno", *Colección Estudios CIEPLAN 20*, Santiago, diciembre.
- MORANDE, F. y K. SCHMIDT-HEBBEL (1988), eds., *Del auge a la crisis de 1982*, ILADES, Santiago.
- ROBICHEK, W. (1981), "Some reflections about external public debt management", en *Alternativas de políticas financieras en economías pequeñas y abiertas al exterior, Estudios Monetarios VII*, Banco Central de Chile, Santiago.
- VALDES, S. (1988), "Orígenes de la crisis de la deuda: ¿nos sobreendudamos o nos prestaron en exceso?", *Documento de Trabajo N° 105*, Centro de Estudios Públicos, Santiago, agosto.
- VIAL, J. (1988), "An econometric study of the world cooper market", *Notas Técnicas*, N° 112, CIEPLAN, Santiago, mayo.
- ZAHLER, R. (1988), "Estrategias financieras latinoamericanas: la experiencia del Cono Sur", *Colección Estudios CIEPLAN 23*, Santiago, marzo.