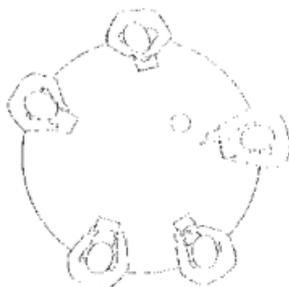


Serie de Estudios Económicos
Documentos de Investigación



N° 31

Evolución del endeudamiento externo
en Chile: 1982-1987

Cristián Salinas C.

Banco Central de Chile

SERIE DE ESTUDIOS ECONOMICOS

N° 31

EVOLUCION DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO EN CHILE
1982 - 1987

Cristián A. Salinas C.
Depto. Política Financiamiento Externo
Marzo de 1988

TRABAJO EDITADO POR EL
DEPARTAMENTO DE PUBLICACIONES E INFORMACIONES
DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

Edición de 300 ejemplares
Impreso en Chile - Printed in Chile

EL CONTENIDO DEL PRESENTE TRABAJO ES
DE EXCLUSIVA RESPONSABILIDAD DE SU
AUTOR Y NO COMPROMETE LA OPINION DEL
BANCO CENTRAL DE CHILE

I N D I C E

	Pág.
1. INTRODUCCION	I
2. POLITICA DE ENDEUDAMIENTO EXTERNO: ASPECTOS GENERALES	1
2.A El programa macroeconómico	2
2.B La política de manejo de la deuda externa	10
3. DIMENSION DEL ENDEUDAMIENTO AL 31.12.86	24
4. TITULOS PUBLICADOS DE LA SERIE DE ESTUDIOS ECONOMICOS	33

Evolución del Endeudamiento Externo en Chile

1982 - 1987

1. Introducción

Desde 1982 Chile, al igual que numerosos otros países en desarrollo de Latinoamérica ha debido enfrentar las consecuencias de una severa crisis de deuda externa y conciliar su administración y oportuno servicio con los objetivos de crecimiento económico, estabilidad interna, y de viabilidad en su Balance de Pagos externos.

Enfrentado a un severo deterioro de las condiciones externas -- cuyas expresiones relevantes fueron el alza en las tasas de interés, el incremento de la volatilidad de las mismas, la reducción en el acceso a los mercados internacionales de dinero, la caída en los términos de intercambio y el creciente proteccionismo en el mundo industrial -- el país debió llevar a cabo un drástico esfuerzo de ajuste en su nivel de gasto, así como un no menos profundo cambio estructural de mediano plazo.

Implementadas las medidas macroeconómicas necesarias para restablecer el equilibrio interno y alcanzar un razonable grado de viabilidad externa, y provistas las necesarias reformas estructurales para elevar la competitividad de la producción doméstica, promover su difusión hacia los mercados externos y desarrollar nuevas instituciones acordes a los desafíos del modelo exportador, quedaba por resolver el no menos urgente problema de asegurar el financiamiento requerido para no frustrar el esfuerzo estabilizador y poder dar cumplimiento, ordenada y oportunamente, a las obligaciones financieras externas.

Reconociendo que para los países en desarrollo las opciones de solución al problema del endeudamiento han estado, de hecho, limitadas casi exclusivamente al incremento de sus capacidades de generar divisas utilizables en el repago de las obligaciones, (largo plazo) así como a la concertación de acuerdos entre deudores y acreedores (corto plazo), la autoridad económica chilena accedió a renegociar con la Banca Internacional los términos y condiciones de su deuda, reestructurando vencimientos y costos financieros asociados, y obteniendo financiamiento adicional necesario para cubrir la brecha aún existente en la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos.

El proceso de negociaciones con la Banca, que a través del tiempo se ha visto facilitado en línea con los progresos alcanzados en los ajustes macroeconómicos y estructurales puestos en marcha paralelamente, puede visualizarse como una secuencia de fases, a través de las cuales el país ha ido obteniendo gradualmente mejores condiciones a costos decrecientes, y que constituyen en esencia un preámbulo a lo que se espera sea, en el corto plazo, la total normalización de las relaciones con los acreedores del país y el retorno a las bases voluntarias, y no necesariamente concertadas, del crédito externo.

Marcadamente innovadoras, las distintas fases de las negociaciones han visto surgir nuevos mecanismos que contribuyen a mejorar el perfil del servicio de la deuda, a reducir sus costos, a estabilizar los flujos de pagos, y en el especial caso de la conversión de deuda en formas de inversión directa, a reducir directamente su acervo.

La pragmática administración de la deuda, su reducción efectiva por medio de los mecanismos de conversión, el aumento en las capacidades de repago, y el contexto de crecimiento sostenido y estable que ha acompañado los desarrollos económicos de los últimos tres años permite, al cierre de 1986, mostrar un acervo de deuda que decrece en términos reales, y que relativo al Producto y a las exportaciones totales de bienes comienza, por primera vez en la década, a ser menos significativo. Las cifras preliminares disponibles para 1987 ratifican esta tendencia, con descensos absolutos en los saldos de deuda y con un volumen de operaciones de conversión que ilustran la creciente confianza en la economía local.

El contenido de este documento está animado en describir los aspectos centrales de las políticas macroeconómicas y de reforma estructural implementadas desde 1982, y diseñadas como la estrategia de largo plazo que resuelve el problema del sobreendeudamiento, para luego detallar las tácticas de administración de la deuda en todos sus aspectos de renegociación, y de diseño de mecanismos ad hoc a los elementos más tradicionales de éstas. El trabajo concluye con un "dimensionamiento" del problema del endeudamiento al cierre de 1986 y con una breve nota de los resultados preliminares obtenidos en 1987, examinando analíticamente su evolución y perspectivas futuras, con énfasis en la explicación de las magnitudes y signos de los flujos externos netos, así como de sus determinantes más directos.

2. Política de Endeudamiento Externo: Aspectos Generales

A partir de la crisis de 1982, la política de endeudamiento externo seguida en Chile se ha caracterizado, tanto en su diseño como en su implementación, por su adhesión al principio de dar cumplimiento a las obligaciones financieras contraídas con el exterior, a la vez que por su permanente búsqueda de soluciones de más largo plazo, compatibles con aspiraciones razonables de crecimiento económico y bienestar social.

Tales principios, traducidos a la práctica, han significado que la autoridad no sólo se ha limitado a "administrar" la crisis, entendido esto como el conjunto de ejercicios de renegociaciones y adopción de nuevos esquemas de financiamiento, sino que además ha diseñado un programa de ajuste económico y estructural orientado a restablecer el equilibrio interno y la viabilidad externa del país. Ello, en un contexto de estabilidad, compatible con el objetivo de un crecimiento económico sostenido en el mediano y largo plazo, al que se reconoce en definitiva como el mecanismo básico en una solución perdurable al problema del endeudamiento.

La armonización de los objetivos de crecimiento y estabilidad en los pagos externos, alcanzada por la vía de un eficiente acuerdo con la comunidad financiera, queda hoy, a cinco años de la crisis, plenamente demostrada, al exhibirse simultáneamente tasas de crecimiento anuales del orden de 5 por ciento, y por primera vez, una reducción en todos los indicadores relevantes de la deuda, incluida la reducción, en términos reales, de su acervo total.

El punto de partida del esfuerzo conjunto de ajuste macroeconómico y del diseño de esquemas de renegociación de deuda, lo constituyó el pleno reconocimiento de los factores tanto domésticos como externos que precipitaron la crisis de los años 1982 - 83, así como del rol que han continuado jugando dichos factores al exacerbar las consecuencias aún vigentes, de la citada crisis.

La identificación y evaluación de los mismos -- que se resumen en la persistencia de importantes desequilibrios domésticos acompañados de un sustancial aumento en el nivel y en la volatilidad de las tasas de interés internacionales, en un menor acceso a los mercados financieros y en un severo deterioro en los términos de intercambio que el país enfrentaba --, constituyó uno de los elementos centrales en el diagnóstico y posterior diseño de las políticas y de las medidas específicas contempladas para enfrentar los efectos inmediatos de la crisis, así como para resolver sobre bases estables y de mediano o largo plazo, los problemas de endeudamiento externo que enfrentaba el país.

A. El programa macroeconómico

La crisis de endeudamiento de los años 1982 y 1983, si bien inducida por desarrollos externos desfavorables, hizo evidente la existencia de un nivel de gasto en la economía significativamente mayor al de sus posibilidades de financiamiento doméstico, condición que a su vez se materializaba en un acentuado crecimiento en las magnitudes del ahorro externo, necesarias para compensar los desequilibrios aludidos. El proceso de endeudamiento externo se veía, a su vez, favorecido por una generosa oferta de fondos disponibles en los mercados internacionales, así como por la significativa sobrevaloración que llegó a experimentar la moneda local en los inicios de la presente década.

No menos relevantes en la generación del desencuentro entre los niveles de gasto de la economía y los de sus reales posibilidades de financiamiento, fueron los mecanismos de indexación de las remuneraciones percibidas por el factor trabajo -- normalmente superiores al 100% del alza detectada en el nivel de precios --, las que no consideraron debidamente las ganancias reales que se derivaban adicionalmente de un proceso inflacionario descendente, y que se tradujeron en nuevas e insostenibles presiones sobre el balance de pagos externos de la economía.

Un incipiente deterioro de las cuentas fiscales, después de haber registrado situaciones superavitarias en los años precedentes, contribuía también a incrementar los niveles de gasto interno sin que se produjese la adecuada respuesta del sector productivo, limitado a su vez por una oferta externa que el tipo de cambio vigente hacía notoriamente más ventajosa, así como por un marcado deterioro en los términos de intercambio que el país enfrentaba.

La expresión concreta de estos desequilibrios se observó a su vez con especial intensidad a través del registro de sustanciales déficits en las cuentas comercial y corriente de la Balanza de Pagos, en una caída drástica del Producto Interno Bruto y, asociado a ello, de elevados índices de desempleo de los factores productivos con tasas de desocupación de la fuerza de trabajo que, de no mediar la inmediata puesta en marcha de programas especiales de empleo, habrían superado el 30 por ciento.

Enfrentada a la necesidad de restablecer el equilibrio interno así como la viabilidad externa de la economía, y en presencia de la restricción externa definida por los desarrollos desfavorables antes mencionados, la autoridad debió entonces redefinir sus prioridades de corto plazo, reasignando los recursos disponibles al cumplimiento de sus obligaciones financieras, así como al fortalecimiento de aspectos claves de la economía nacional, incluyéndose dentro de éstos la readecuación del aparato productivo, así como el mejoramiento de su posición competitiva.

De esta forma, e inserto en el esquema más general de los programas de ajuste macroeconómico y de ajuste estructural acordados con el Fondo Monetario Internacional y con el Banco Mundial, el manejo de las políticas macroeconómicas confirió prioridad al objetivo de restitución del equilibrio interno, persiguiendo consecuentemente el balance de las cuentas fiscales, así como el desarrollo de una política monetaria consistente con los objetivos de equilibrio externo y de una relativa estabilidad en el nivel de precios.

La sistemática aplicación de estos principios, expresados a través de medidas de reducción y reasignación en el gasto fiscal, de racionalización en la gestión y mejoramiento de los resultados de las empresas públicas, de privatización de gran parte de ellas dentro de esquemas que propenden a la difusión de la prioridad, de normalización del sistema financiero y de eliminación gradual de algunos subsidios aún presentes en la economía, ha permitido la consecución de un virtual equilibrio de la posición fiscal, una reducción apreciable en la tasa de inflación, aumentos sostenidos en los niveles de utilización de los factores productivos, y de la mayor relevancia en el largo plazo, un sustancial aumento en los niveles de ahorro interno y de la participación del sector privado en el quehacer económico nacional.

Paralelamente, la puesta en práctica de una política cambiaria flexible y realista, acompañada de una política comercial uniforme, que posibilita un importante grado de integración al comercio internacional, ha permitido una significativa ganancia en términos de competitividad y eficiencia, promoviendo el desarrollo de nuevos rubros de exportación, la ampliación de mercados para los mismos, y una eficiente actividad sustituidora de importaciones.

En el plano externo, la combinación de las políticas de demanda, cambiaria y de reforma estructural, ha posibilitado un mejoramiento sustancial en las cuentas externas, el que se refleja en la consecución de un importante superávit comercial y de un déficit en cuenta corriente sostenidamente decreciente. La generación de crecientes superávits comerciales ha permitido asimismo ir reduciendo las necesidades de financiamiento externo de la cuenta corriente, en tanto ha contribuido al oportuno servicio de una proporción creciente de los intereses asociados a la deuda externa del país. Concretamente, de un valor total del orden de los US\$ 9.502 millones que el país ha debido pagar por concepto de intereses de su deuda externa en el transcurso del quinquenio 1982 - 1986, cerca de US\$ 1.575 millones, esto es prácticamente un sexto de dicho total, ha sido financiado a través de la generación de los excedentes comerciales antes aludidos, incluidos los servicios no financieros y las transferencias unilaterales. A su vez dicho proceso ha permitido la reducción del déficit corriente del balance externo desde cifras superiores a los US\$ 2.300 millones en 1982 a menos de US\$ 1.100 millones al cierre de 1986, y a una cifra estimada en el orden de los US\$ 811 millones para el ejercicio 1987.

Si al ahorro interno generado en el período, derivado del balance superavitario de las cuentas comercial y de servicios no financieros se agrega el uso de las reservas internacionales, o ahorro

1/ Deducidas las transferencias unilaterales que totalizan US\$ 450 millones en el período de los cinco años.

acumulado en ejercicios anteriores -- el que alcanza a unos US\$.. 2.000 millones --, puede obtenerse un razonable orden de magnitud de los volúmenes netos de recursos que han sido transferidos al exterior desde los inicios de la crisis de endeudamiento y hasta el cierre de 1986, los que totalizan unos US\$ 3.125 millones. Esto es, prácticamente un 33 por ciento del financiamiento que ha demandado el servicio de los intereses de la deuda en los 5 años cubiertos por este estudio.

Por otra parte, el financiamiento remanente -- 67 por ciento -- ha debido ser provisto conjuntamente por la vía de un incremento neto del endeudamiento externo, US\$ 5.115 millones, de inversión extranjera directa, US\$ 1.014 millones, y finalmente, a través de transferencias unilaterales por un monto cercano a los US\$ 450 millones (2).

Las cifras y metodología consideradas para este ejercicio son las previstas por el cuadro y breve desarrollo formal que se presentan a continuación:

(2) La suma de todas las fuentes de financiamiento nombradas totaliza unos US\$ 9.700 millones, cifra superior en unos US\$ 200 millones a las necesidades de financiamiento para cubrir el pago de intereses y que puede ser asociada por tanto, al financiamiento de capitales privados. El ejercicio cubre sólo el período 82 - 86 provisto el carácter preliminar de las cifras disponibles para 1987.

La cifra de endeudamiento neto aquí referida es equivalente a la suma de los desembolsos netos anuales del período aludido, y no coincide necesariamente con las cifras implícitas en balanza de pagos (US\$ 4.752 millones) principalmente por efecto de los distintos tipos de cambio utilizados en ambas valoraciones.

INDICADORES RELEVANTES DE LA ECONOMIA NACIONAL

- Cifras en % y US\$ millones -

	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>	<u>1985</u>	<u>1986</u>	<u>1987</u>
<u>Tasa crecimiento de:</u>						
Producto Geográfico Bruto	- 14,1	- 0,7	5,3	2,4	5,7	0,4
Tasa de desocupación	19,9	14,6	13,9	12,0	8,8	7,9
Déficit Fiscal / PGB	3,4	2,8	4,2	3,1	2,2	0,8
Tasa Inflación	20,7	23,1	23,0	26,4	17,4	21,5
<u>Balanza de Pagos</u>						
Cuentas Corriente	- <u>2.304,0</u>	- <u>1.117,0</u>	- <u>2.060,0</u>	- <u>1.325,0</u>	- <u>1.091,0</u>	- <u>811,0</u>
Balanza Comercial	83,0	986,0	293,0	350,0	1.100,0	1.229,0
Servicios no financieros	- 555,0	- 452,0	- 434,0	- 338,0	- 368,0	- 457,0
Servicios financieros	- 1.921,0	- 1.748,0	- 2.018,0	- 1.601,0	- 1.887,0	- 1.698,0
(intereses deuda ext.)	(2.131,0)	(1.705,0)	(2.069,0)	(1.825,0)	(1.772,0)	(1.511,0)
Transferencias unilaterales	109,0	97,0	99,0	61,0	84,0	116,0
Inversión Extranjera	<u>384,0</u>	<u>132,0</u>	<u>67,0</u>	<u>112,0</u>	<u>319,0</u>	<u>924,0</u>
Saldo B de P.	- 1.165,0	- 541,0	17,0	- 99,0	- 228,0	45,0
<u>Banco Central: Total</u>						
Reservas (31.12.81: 3.775.3)	2.577,5	2.022,7	2.055,9	1.866,7	1.778,3	1.871,0
<u>Deuda Externa (3)</u>						
Total (31.12.81: 15.542)	17.153,0	17.431,0	18.877,0	19.318,0	19.388,0	18.099,0
Utilizaciones netas	1.695,0	313,0	1.544,0	694,0	669,0	1.065,0
Conversiones y Reducciones	-.-	-.-	-.-	323,3	973,4	1.897,0
Relación Deuda Total / PGB	70%	88%	98%	121%	115%	102%
Relación Serv.Deuda/Exportac.	73%	73%	72%	55%	45%	30%

(4) Por efectos de variaciones cambiarias, el saldo total a fines de cada año no necesariamente coincide con el del año precedente ajustado por las utilizaciones y reducciones netas.

Formalmente, el modelo considerado establece que el déficit de cuenta corriente (D.C.C.) debe ser financiado a través del uso de reservas internacionales (R), endeudamiento neto adicional (B), inversión extranjera directa (KD) e influjo de capitales privados (KP).

Esto es,

$$(1) \text{ DCC} = R + B + \text{KD} + \text{KP}$$

El déficit de cuenta corriente puede a su vez desglosarse entre el pago de intereses de la deuda (i), -- que no es idéntico al valor de los servicios financieros --, y resto (O), de manera que la expresión (1) puede reescribirse como,

$$(2) \text{ i}_{\text{deuda}} = R + B + \text{KD} - O + \text{KP}$$

Expresión que de acuerdo a las cifras provistas en el cuadro precedente se valoraría como:

$$(2) \text{ 9502} = 1997 + 5115 + 1014 + 1575 - \hat{189}$$

en que el valor de KP es estimado como el residuo que satisface la igualdad, y que al ser negativo refleja una salida de capitales del orden de los US\$ 200 millones, aun cuando no una transferencia al exterior. A nuestro objetivo, la valoración de las magnitudes netas efectivamente transferidas al exterior viene dada por el uso de reservas del Banco Central más el balance de las cuentas comercial y de servicios -- otros que el pago de intereses de la deuda --.

Los comentarios, así como las cifras presentadas a lo largo de esta sección proveen, en una perspectiva general, de un marco de referencia contra el cual insertar el problema del endeudamiento externo del país, dimensionar su importancia relativa, y evaluar la magnitud del esfuerzo que ha requerido el dar respuesta simultáneamente al servicio oportuno de las obligaciones financieras existentes y a la necesidad global de ajuste de la economía a las nuevas circunstancias y restricciones que definieron los desarrollos externos adversos.

En lo que sigue, el análisis abandona sus aspectos globales de política para limitarse a la descripción de las medidas de administración de la deuda propiamente tal y al estudio y evaluación de las distintas soluciones que se han ido diseñando e instrumentalizando en el curso de los últimos cinco años.

B. La Política de Manejo de la Deuda Externa

En forma paralela, y consistente con el desarrollo de las etapas de ajuste macroeconómico y estructural a que se hiciera referencia en la sección anterior, la autoridad económica debió hacer frente a las consecuencias inmediatas y directas que emanaron de la crisis, cuya expresión material más obvia se reflejaba en la incapacidad de poder servir oportunamente las obligaciones programadas con el exterior, y en la necesidad adicional de contar con nuevas fuentes de financiamiento que complementaron (y en algunos casos sustituyeron) los escasos flujos de capitales que, hacia fines de 1982, continuaban ingresando sobre bases voluntarias.

Bajo el principio de que cualquier solución al problema del endeudamiento para ser duradera debía ser concertada de común acuerdo entre deudores y acreedores, el país accedió a renegociar con la banca privada internacional los términos y condiciones de su deuda comercial, cubriendo a través de distintas negociaciones los períodos de vencimientos de pagos asociados a cada una de ellas, así como las necesidades adicionales de financiamiento que el país requería para poder llevar a cabo ordenadamente su programa de ajuste macroeconómico sin lastimar sus limitadas pero razonables expectativas de crecimiento.

Las diferentes circunstancias tanto domésticas como externas que rodearon a cada una de las distintas fases de las negociaciones, dificultan en extremo una evaluación comparativa de los costos y beneficios que reportó al país cada ejercicio de renegociación, aun cuando pueda advertirse la obtención de condiciones objetivas (4)

(4) Como son plazos, "spreads" y magnitudes del financiamiento percibido.

evidentemente más favorables a medida que el país ha ido superando sus propios desequilibrios y reestableciendo un razonable grado de viabilidad externa. Independiente de la estrecha asociación entre un buen récord de ajuste y los términos y condiciones que pueden obtenerse en una negociación con la banca, la evaluación de la misma debiera contener como argumento central, el grado de consecución de los objetivos micro y macroeconómicos propuestos para el período cubierto por la negociación. Esto significa, también, asignar valores a la oportunidad del momento en que se obtiene el acuerdo, a la formación de expectativas y a la reducción de incertidumbre, entre muchas otras variables no cuantificables, y de probada incidencia en el "éxito" efectivo de una negociación.

La primera fase del proceso de renegociaciones con la Banca Internacional, cuya naturaleza podría definirse como "tradicional", al compararse con aquellas emprendidas por otros países deudores, cubrió sucesivamente los períodos 1983 y 1984, obteniéndose la reestructuración de los pagos de ambos años, créditos forzosos para el financiamiento necesario en igual período, así como el compromiso de la mantención de líneas comerciales en magnitudes que no podían ser inferiores a US\$ 1.700 millones.

En sí misma, la reestructuración 1983 - 84 permitió, originalmente, posponer el pago de obligaciones del sector público y privado financiero nacional por un monto cercano a los US\$ 3.140 millones, obteniéndose para las mismas un nuevo plazo de 8 años, con 4 de gracia, y una tasa de interés equivalente al Libor más 2 1/8% anual (ó Prime más 2% anual). De igual modo, la contratación de créditos forzosos, incluidos en el esquema global de las negociaciones, aseguró a su vez el financiamiento necesario del balance externo de la economía, concertándose a través de ese medio magnitudes del orden de US\$ 1.300 millones en el transcurso de 1983 (a una tasa equivalente a Libor más 2 1/4% ó Prime más 2 1/8%), y de US\$

780 millones adicionales durante 1984 (a Libor más 1 3/4% ó Prime más 1 1/2%). Como contrapartida, las negociaciones contemplaron a su vez el otorgamiento de la garantía del Estado de Chile al endeudamiento del Sector Privado Financiero sujeto a reestructuración.

En forma paralela a la suscripción de los acuerdos pertinentes con la Banca, el país tuvo acceso también, a un crédito Stand By con el Fondo Monetario Internacional que cubrió un idéntico período al de los pagos que se estaban reestructurando, y que constituyó un elemento indispensable en la consecución del mencionado acuerdo con los bancos. En adición, la particular condicionalidad asociada a los préstamos del Organismo Internacional, que se traduce en el escalonamiento de los giros sujeto al cumplimiento de metas cuantitativas y de comportamiento trimestrales, determinó a su vez la modalidad y oportunidad con que se efectuaron los desembolsos del nuevo financiamiento aportado por la Banca, habiéndose

beneficiado el país de la plena utilización de los recursos financieros provenientes de ambas instancias en virtud de la total implementación de las medidas de ajuste que contemplaba su programa estabilizador.

De esta forma, la primera fase de negociaciones de manejo del endeudamiento externo, aseguraba el financiamiento requerido para cubrir las necesidades del período 1983 - 1984, y reprogramaba pagos con vencimientos en el orden de los US\$ 3.140 millones, dentro del contexto más general de un programa macroeconómico que redujo los desequilibrios pre existentes y fortaleció las capacidades efectivas de servir una proporción creciente de las obligaciones externas.

A partir de 1985, y marcando el inicio de una segunda fase, los ejercicios de renegociación con la Banca acreedora abandonan su estructura más tradicional, y comienzan a incorporar una serie de elementos novedosos que cubren un aspecto más amplio que la simple postergación de pagos envuelta en una reprogramación, representando algunos de ellos el rol de agentes efectivamente capaces de reducir el acervo de deuda existente y otros, el de garantizar un uso eficiente de los nuevos recursos a que se accede.

Dentro de lo últimos, el elemento más relevante lo representa la puesta en marcha de los mecanismos de cofinanciamiento del Banco Mundial, los que se enmarcan dentro de los límites del plan Baker, y en virtud de los cuales, el país obtiene recursos frescos por un monto cercano a los US\$ 300 millones. La asignación de los mismos a áreas prioritarias de la economía, obediendo a criterios convenidos anticipadamente con el Banco Mundial, mantiene a su vez la necesaria consistencia con el profundo programa de reformas estructurales adoptado por el país justamente en 1985, y refleja una vez más el paralelismo con que se han abordado los aspectos micro y macroeconómicos del problema del endeudamiento.

En un plano diferente, y dentro del contexto del diseño de instrumentos capaces de reducir efectivamente el acervo total de deuda, la introducción de los mecanismos de Conversión de deuda diseñados por el Banco Central, constituye la innovación de mayor relevancia en el manejo del endeudamiento externo del país desde el desencadenamiento de la crisis en 1982 y hasta la fecha.

En su concepción más general(5) dicho mecanismo de conversión se sustenta en el diferencial existente entre el valor nominal de la deuda del país y su valoración de mercado, fenómeno que tiene lugar como reflejo natural de la situación de "exceso de deuda" que ha caracterizado en esta década a las relaciones de acreedores y deudores. En la incapacidad de la Banca acreedora de absorber el menor valor de mercado del stock de deuda de un país, reduciendo su saldo contable, la alternativa del deudor de "rescatar" sus obligaciones a descuento queda intermediada por terceros agentes que operan en el mercado secundario de dichos papeles, adquiriéndolos de manos de los acreedores originales a su valor de mercado(6) y convirtiéndose en vehículos potenciales de recaptura de las obligaciones por parte de la autoridad del país.

Los mecanismos de conversión diseñados por el Banco Central apuntan, en consecuencia, a estimular a estos agentes, a través de un precio razonable, a reconvertir los papeles de deuda adquiridos a un cierto descuento, en documentos denominados en pesos con

-
- (5) Un estudio detallado de los mecanismos de conversión de deuda en Chile puede verse en F. Garcés "Foreign Debt Conversion in Chile".
- (6) El que para los papeles de deuda chilenos es equivalente a un 50 a 60 por ciento de su valor par o nominal (Cotizaciones al 08.03.88).

un valor equivalente a su paridad nominal, los que a su vez deben ser utilizados como instrumentos de inversión ya sea de nuevos proyectos en áreas previamente establecidas, o en la adquisición - total o parcial -- de activos ya existentes, como forma de capitalización en algunos casos o de privatización en otros. De esta forma, el programa de Conversión pasa a constituirse no sólo en un instrumento de reducción del acervo total de deuda del país, sino que además en un mecanismo de incentivo para la inversión extranjera, y en una técnica sencilla que posibilita una repatriación productiva de capitales, en cuya reasignación doméstica la autoridad ha podido establecer prioridades en línea con sus programas globales de ajuste estructural.

En lo esencial, en cuanto a este documento, la magnitud de las reducciones de la deuda externa de Chile por operaciones de conversión normadas por el Banco Central(7), acumuladas a Diciembre de 1986, totalizaba US\$ 1.296,7 millones, de los cuales US\$ 973,4 millones corresponden a operaciones cursadas en el año calendario 1986, en tanto los restantes US\$ 323,3 millones lo fueron en el transcurso de 1985. La cifra de reducciones acumuladas a Diciembre de 1986, representa a su vez algo más de 10% del total de deuda elegible para este tipo de transacciones (estimada en unos US\$ 12.500 millones, porcentaje que se eleva a alrededor del 26% si se consideran las cifras preliminares disponibles al cierre de Diciembre de 1987, en las que el monto acumulado de reducciones se eleva a US\$ 3.293,7 millones.

(7) Fuente: Cuadros N°s 27 y 28 del folleto de la "Deuda Externa de Chile" 1986. Incluye operaciones Cap. XVIII y XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, capitalizaciones bajo el D.L. 500, Canje de Cartera y otras.

Las reducciones así obtenidas permitieron, por extensión, el que durante 1986 se mantuviera prácticamente inalterado el valor nominal total de la deuda, y que durante 1987 se haya registrado un descenso absoluto de la misma, a pesar de la revalorización experimentada por las obligaciones expresadas en unidades distintas al dólar de los EE.UU., y en circunstancias de que el país ha continuado accediendo a nuevo financiamiento conforme a sus acuerdos con la Banca y con algunos Organismos Internacionales (8).

Finalmente, si se considera además que las rebajas conseguidas han tenido lugar en un esquema caracterizado por un sostenido aumento en el valor de las exportaciones del país, así como por una razonable tasa de crecimiento económico, se deriva una consecuencia que resulta vital en términos del potencial de repago de la nación, y que se refleja en el hecho de que durante 1987 el coeficiente del servicio de la deuda versus el valor de las exportaciones, sea 42 puntos porcentuales inferior al registrado en 1982 (30,0% vs 72,0%), y en que además, por primera vez en la década, se quiebre, a partir de 1986, la tendencia ascendente en el valor de la relación "deuda a producto", al anotarse en dicho año una reducción de 8 puntos porcentuales respecto de la magnitud comparable observada en 1985, y de 13 puntos adicionales al cerrar con cifras preliminares el ejercicio 1987.

(8) El impacto conjunto, sobre el total de la deuda, de las operaciones de conversión, utilizations netas y revalorización de pasivos mantenidos en unidades otras que el dólar americano, se expone con más detalle en la 3a sección de este documento.

En sus aspectos más tradicionales, esta segunda fase de negociaciones contempló también la obtención de un crédito por US\$. 785 millones, el que sumado a los US\$ 300 millones concertados en el esquema de los mecanismos de cofinanciamiento del Banco Mundial permitió cubrir las necesidades conjuntas de los años 1985 - 1986, consiguiéndose de esta forma un horizonte de arreglo más prolongado. Del mismo modo, permitió asimismo la reestructuración de los vencimientos del período 1985 - 1987, por montos cercanos a los US\$ 4.500 millones, la renovación del compromiso de líneas comerciales para el período 86-87 por US\$ 1.700 millones, y la reducción en los costos financieros comparables de las renegociaciones anteriores.

En su contrapartida, las negociaciones contemplaron igualmente la extensión y ampliación de la garantía del Estado (otorgada ya en el curso de las negociaciones 83 - 84), al endeudamiento del Sector Privado Financiero para los vencimientos a reestructurar.

Adicionalmente al arreglo con los Bancos, se renegóció también, por primera vez, algunas deudas oficiales dentro del esquema del Club de París (por montos del orden de US\$ 146 millones), y se acordó con el Fondo Monetario Internacional un uso adicional de recursos de dicha Institución al amparo de la Facilidad Ampliada (Extended Fund Facility) por un período de 3 años.

La tercera fase de negociaciones es la última y más reciente, habiendo concluido como tal, luego de la consecución, a fines del pasado mes de febrero, de un acuerdo con la banca privada extranjera que contempla los siguientes elementos:

- a) El cambio en la frecuencia de pago de intereses desde un régimen semestral hasta uno anual a partir del 1° de enero de 1988 ("Retiming")
- b) Una reducción en la tasa de interés a partir del 1° de Enero de 1987 ("Repricing"), eliminándose la base Prime sobre la que se determinaba la tasa de los "dineritos nuevos" adeudados por el Banco Central y disminuyéndose los márgenes sobre la tasa Libor de 1,625% a 1,125%, en el caso de los "dineritos nuevos", y de

3.- EVALUACION DE LA POLITICA ECONOMICA 1982-1987: LA ESTRATEGIA FRENTE A LA CRISIS

El Proceso de Ajuste

Para evaluar adecuadamente el desempeño de la economía chilena durante los últimos años, y en particular, la influencia que sobre éste ha ejercido el manejo de política económica, resulta importante detenerse a examinar el comportamiento de ésta frente a las diversas dificultades que fue necesario ir enfrentando y resolviendo durante el período en cuestión. Ciertamente, la estrategia para enfrentar las diversas manifestaciones del proceso recesivo fue surgiendo en forma gradual, a medida que se fue dimensionando la magnitud de los problemas que éste había ocasionado en la economía. Sin embargo, en el análisis de la política económica seguida para enfrentar la recesión se percibe nítidamente la voluntad de las autoridades económicas de mantener los lineamientos básicos de la estrategia de desarrollo adoptada a mediados de la década anterior, lo cual implicaba descartar la idea de llevar a cabo tácticas de tipo rupturista frente al problema de la deuda externa - por cuanto ello a la larga involucraría inevitablemente el retorno a un esquema de economía cerrada. Además, se descartaba la búsqueda de una solución inflacionaria para la asignación del componente interno del ajuste. Desde luego, en diferentes momentos se hicieron planteamientos, por parte de

para el período 1987 - 1988, sin necesidad de recurrir a nuevos com
promisos con el exterior.

La incorporación de este mecanismo, que el país planteó desde el comienzo de esta última ronda de negociaciones, implicará un be
neficio concreto, por concepto de ahorro de intereses, cercano a los US\$408 millones durante 1988, magnitud que como ya se indicara supera los requerimientos financieros estimados para igual período, dejando en consecuencia más expedito el camino para una eventual nor
malización en las relaciones crediticias con el exterior, sobre bases voluntarias y no concertadas.

Mediante el llamado "retiming" Chile obtuvo una forma de finan
ciamiento hasta entonces inédita, que no incrementa los índices de endeudamiento, de fácil operación y que se compara favorablemente con las formas tradicionales de "dinero nuevo", a las que el país accedió en negociaciones pasadas.

Finalmente, es asimismo importante mencionar que en el transcurso de estas últimas negociaciones, las rebajas convenidas en las tasas de interés sobre la deuda externa del país, significaron una disminución de más de un punto porcentual en el costo asociado a los "dineros nuevos" contratados originalmente sobre base Prime, y de 3/8 de pun
to en el de la deuda reestructurada. El ahorro así conseguido -- el que puede evaluarse sobre la base de que la variación de un pun
to porcentual en el costo financiero de las obligaciones genera un cambio de US\$ 155 millones en el monto absoluto de su servicio --, constituye en sí mismo una forma adicional de financiamiento y reflejó, en su oportunidad, el reconocimiento de la comunidad financie
ra internacional a los esfuerzos desplegados y a los progresos alcanzados por la economía nacional, a la vez que su propia evaluación de las condiciones generales de la economía mundial y de los demás países deudores en particular.

Los ejercicios de renegociación con la Banca Internacional no constituyen el único vehículo explorado por las autoridades para atenuar los efectos adversos que se derivan del sobreendeudamiento exhibido por la economía nacional. Si bien parece razonable admitir que las reprogramaciones, conversiones, y concertaciones de nuevos créditos, cubren la casi totalidad del esfuerzo de administrar la deuda externa del país, no es despreciable tampoco el efecto positivo que gradualmente ha comenzado a deparar la utilización de mecanismos "de mercado" -- provistos por agentes financieros externos --, y cuyos objetivos centrales apuntan a neutralizar las excesivas fluctuaciones de las tasas de interés internacionales.

En el curso de los últimos dos años, el Banco Central ha abierto la posibilidad de operar, y de hecho ha autorizado un volumen creciente de operaciones de empresas deudoras, tanto públicas como privadas, en los mercados de Futuros Financieros (principalmente Bolsa de Futuros de Chicago), a objeto de fijar la tasa de interés de sus obligaciones anticipadamente, y poder entonces programar sus flujos de pagos externos eliminando incertidumbre y riesgo de eventuales incrementos en dichas tasas por sobre la capacidad efectiva de repago del deudor.

El mecanismo de "fijación de tasa" que proveen los mercados financieros de futuros consiste básicamente en la adquisición de un compromiso de venta en el futuro de un instrumento conocido como "Contrato Futuro en Eurodólares"⁽⁹⁾, a un precio equivalente a cien puntos porcentuales menos el valor de la tasa de interés futura, y cuyas fluctuaciones son inversamente proporcionales a las que registra ésta última.

(9) El monto cubierto por cada contrato es estándar y alcanza a US\$ 1.0 millón.

Así por ejemplo, si la tasa de interés subiera en un 1%, el valor del contrato se reducirá en igual porcentaje -- haciendo más barato el costo de su adquisición --, en tanto su precio de venta convenido anticipadamente, y por ende mayor, permite al usuario del instrumento una ganancia que le compensa por el mayor costo que debe enfrentar al subir la tasa de interés que se aplica a su deuda. A la inversa, si la tasa de interés cae, el valor del contrato aumenta proporcionalmente -- no así el precio de venta convenido --, induciendo una pérdida al usuario que es equivalente al menor costo financiero que le representa el descenso en la tasa de interés. En ambos casos, el costo financiero final está representado por la tasa de interés fijada al adquirir el Contrato, esto es, por el valor de la tasa de interés a futuro entonces vigente (90 días), más la comisión cargada por operar en la Bolsa (US\$ 25 por contrato).

La cobertura de tasa de interés así obtenida permite, para plazos de hasta dos años, prácticamente eliminar el riesgo de fluctuaciones abruptas de la tasa de interés, y por tanto de los flujos de pagos al exterior, facilitando una mejor programación y manejo de los pasivos de una institución, y por extensión, del país (10). Sin embargo no asegura, ni es tampoco el objetivo del mecanismo hacerlo, que la tasa de interés que se fija sea menor a la que con posterioridad efectivamente se verifique en el mercado. No es entonces el nivel, sino la estabilidad de las tasas de interés, lo que debe enfatizarse al hacer uso del instrumento.

(10) El volumen diario de contratos transados en la Bolsa de Chicago es ahora del orden de los US\$ 90.000 millones, permitiendo operaciones individuales de hasta US\$ 3.000 millones diarios sin alterar precios ni condiciones asociadas a los contratos ni al operador (Broker).

Con similares objetivos a los comentados para el caso de los Futuros en Eurodólares, pero con una cobertura más atractiva -- y por ende a un mayor costo --, los "Acuerdos de Tasa de Interés -- Caps, Collars --" representan una segunda alternativa "de mercado" para neutralizar los efectos adversos de las fluctuaciones de las tasas de interés. Ofrecido por intermediarios financieros, bancos de inversión, los Caps y Collars son instrumentos "hechos a la medida de las necesidades de cobertura del usuario", en términos tanto de plazos como de montos. Su característica más distintiva es la de presentar las ventajas de una tasa fija, previamente convenida, cuando las tasas de interés están en alza, a la vez que retener to las ventajas de una tasa variable, cuando éstas están descendiendo(11).

La mecánica de cobertura implícita en un Caps es simplemente la fijación de "un techo máximo" para los movimientos de la tasa de interés, sobre el cual el proveedor del Cap debe compensar di rectamente al usuario en la totalidad del "exceso" y aplicado sobre el total del pasivo cubierto o cantidad notional. El techo máximo que se contrata depende del grado de protección que desee el usuario, y se expresa como un porcentaje sobre la tasa spot al momento de la operación. Naturalmente, mientras más bajo sea dicho "techo", y/o más largo el período de cobertura, más elevado será el costo que se cargue al usuario, el que a su vez se expresa como un porcentaje fi jo, aplicable a la totalidad del pasivo cubierto.

(11) Beneficio que se limita al tratarse de un "Collar", o Cap "con piso".

El recientemente aprobado Cap. XXV de las normas de Cambios Internacionales del Banco Central, regula las operaciones que sobre la base de este instrumento pueden realizar deudores nacionales, a fin de reducir la variabilidad de sus flujos de pago al exterior, así como de limitar su monto a un "techo" máximo convenido.

3. Dimensión del endeudamiento al 31.12.86 (12)

Al cierre del año 1986 el saldo de la deuda externa de Chile alcanzó a US\$ 19.388 millones, correspondiendo de dicho total US\$ 17.814 millones a compromisos de mediano y largo plazo, y los restantes US\$ 1.574 millones a obligaciones contratadas a corto plazo. Expresadas en términos nominales estas magnitudes, prácticamente no difieren de aquellas registradas al cierre del año precedente, reflejando con ello el efecto contrapuesto del incremento contable que se produce en los saldos de deuda derivado de la depreciación del dólar, vis a vis, otros signos monetarios, y de la reducción efectiva, o flujo neto negativo de recursos externos, concreta da en el período.

El impacto relativo sobre el acervo total de deuda, atribuible tanto a las variaciones cambiarias como a las reducciones efectivas registradas en el curso del año 1986, puede ilustrarse a través del siguiente cuadro;

	<u>Millones de US\$</u>
(1) Deuda total al 31.12.85	19.316
(2) Utilizaciones 1986	1.212
(3) Amortizaciones (Mediano y largo plazo)	- 420
(4) Amortizaciones (corto plazo)	- 94
(5) Reducción deuda por efecto Conversiones y otros meca.-	973
(6) Flujo neto de recursos externos (2+3+4+5)	<u>- 275</u>
(7) Efecto variaciones cambiarias	<u>345</u>
(8) Variación nominal acervo total de deuda	<u>70</u>
(9) Deuda total al 31.12.86	19.388

-
- (12) De acuerdo a cifras preliminares, al 31 de Diciembre de 1987, el saldo de la deuda externa chilena era de US\$ 19.099 millones, de los cuales US\$ 17.191 millones correspondían a compromisos de mediano y largo plazo, en tanto el valor acumulado de las reducciones por efecto de Conversiones y otros mecanismos normados por el Banco Central totaliza US\$ 3.293,7 millones.

Un primer elemento que debe distinguirse en el detalle presentado, es la especial significación que revisten las operaciones de reducción de deuda externa por efecto de las Conversiones normadas por los Caps. XVIII y XIX de la Ley de Cambios Internacionales, de las capitalizaciones al amparo del D.L. 600 y de otros mecanismos afines. Se aprecia, concretamente, que con operaciones cercanas a los US\$ 1.000 millones en el curso del año 1986 (13) (y US\$ 1.300 millones desde su puesta en vigencia en Abril de 1985), las Conversiones de deuda han permitido extinguir obligaciones en montos sustanciales -- que equivalen al 80% de las nuevas utilizaciones en igual período --, sin que ello haya significado un egreso de divisas oficiales del país, esto es, sin comprometer sus reservas internacionales. Por el contrario, las Conversiones han generado, de hecho, un ahorro adicional en las Reservas, al reducir y/o eliminar el servicio financiero asociado a la obligación que se extingue, calculándose en US\$ 50 millones el monto de la reducción de los intereses en 1986 y en US\$ 100 a 120 millones, la estimada para el año calendario 1987.

Adicionalmente, y durante el transcurso de 1987, nuevas operaciones de Conversión, totalizando US\$ 1.997 millones han permitido, por primera vez en los últimos 10 años, un descenso en el valor nominal del acervo total de deuda externa desde los US\$ 19.388 millones observados al cierre de 1986 hasta un valor estimado en US\$ 19.099 millones al cierre de 1987.

(13) Los cuadros números 27 y 28 del suplemento de la deuda externa de Chile 1986, presentan un desglose detallado por usuario, tipo de conversión y período de las reducciones de la deuda externa por operaciones normadas por el Banco Central.

El segundo elemento que llama la atención al observar el flujo neto de recursos externos, es el hecho de que siendo éste negativo y de una magnitud no despreciable, US\$ 275 millones, (lo que refleja que las amortizaciones más las reducciones de deuda superan las utilizaciones del período), la variación nominal en el acervo total de deuda sea positiva, indicando un aumento en el saldo de la misma de US\$ 70 millones.

En el caso del ejercicio 1986, los US\$ 345 millones que explican la diferencia antes aludida, serían el producto de la revalorización experimentada por deudas expresadas en monedas distintas al dólar, como consecuencia de la pérdida de valor de ésta última en los mercados cambiarios internacionales, fenómeno que se agudiza aún más, en el transcurso de 1987 donde dicha diferencia habría totalizado cerca de US\$ 600 millones.

Considerando que durante el año 1986 no se registraron variaciones significativas en el stock de deuda expresado en monedas "no dólar" -- excepto en el caso de los yenes --, un mecanismo simple de estimación de las variaciones cambiarias podría ser el de suponer como constante la "canasta" de deuda en dichas monedas existente al 31.12.85, y valorarla indistintamente a los tipos de cambio entonces vigentes, así como a los efectivos al cierre de 1986. A través de ese ejercicio se obtendría un "efecto tipo de cambio" puro, aislando se de las variaciones del quantum que de hecho experimentó la canasta real de monedas que componen la deuda externa del país.

El cuadro siguiente, ejemplifica para las 7 principales monedas distintas del dólar, el impacto estimado de sus revaluaciones en los montos de deuda mantenidos en sus denominaciones.

Cifras al cierre de:	Unidades de cada moneda (mils.)		Tipos de Cambio monedas / US\$		Valores en US\$ "canasta 85"	
	1985	1986	1985	1986	Al to 85	Al to 86
Marcos Alemanes	1181,3	1315,5	2,44	1,92	483,8	614,9
Franco Franceses	830,6	752,1	7,49	6,36	110,9	130,5
Yenes Japoneses	77340,6	106254,7	199,95	158,40	386,8	458,3
Franco Suizos	508,5	506,5	2,06	1,61	247,2	315,8
Pesetas Españolas	24089,6	27190,2	152,47	130,47	158,0	184,6
Libras Esterlinas	70,3	110,0	0,69	0,67	102,7	104,9
Dólares Canadienses	166,0	168,0	1,40	1,38	118,7	120,3
					1608,1	1959,3

El diferencial en el agregado de las últimas dos columnas, US\$ 351.2 millones refleja, para una canasta de deuda constante como la exhibida hacia fines de 1985, el impacto cambiario puro entre el cierre de ese año y el del año 1986. Como se puede apreciar, esta cifra es consistente con la estimada a través del mecanismo de "residuos" (US\$ 345 millones) confirmando de hecho la magnitud del impacto que las variaciones de las paridades cambiarias tiene sobre el saldo total de la deuda externa del país. Ello refuerza en definitiva la necesidad de que el diseño y puesta en práctica de la política de pasivos del Banco Central se mueva en línea con el manejo de los activos utilizables en el repago de las obligaciones (como son por ejemplo las reservas y los retornos de exportación), de forma de minimizar el riesgo de fluctuaciones no esperadas en las relaciones de cambio de las monedas que estructuran la deuda externa del país y permitir asimismo su mejor cobertura.

Finalmente, un tercer aspecto que interesa destacar, dentro de los antecedentes que provee el examen del flujo neto de la deuda externa durante 1986, es el hecho mismo de que el saldo total de ésta, expresado en términos nominales, permanece prácticamente constante, para descender luego en forma absoluta durante 1987.

Este resultado reviste gran importancia. Primero, porque en un contexto de crecimiento económico como el registrado desde 1984 (con una tasa anual promedio en la vecindad del 5 por ciento), un volumen de deuda que se mantiene estable (y que de hecho se reduce en términos nominales) significa, en términos reales y en términos de capacidad de repago, un mejoramiento de la viabilidad externa del país deudor, o formalmente expresado, una reducción de su relación "Deuda total a Producto". Segundo, porque por argumentos análogos a los ya descritos, y tomando en cuenta el crecimiento que han experimentado las exportaciones, su servicio se hace en términos relativos menos oneroso, y tercero, porque si el volumen de deuda en términos nominales no aumenta, a pesar de la depreciación que afecta a la moneda en que se expresa, significa que en términos reales está obviamente reduciéndose.

El cuadro siguiente resume estos comentarios, al incorporar los indicadores más relevantes de la deuda, y al evaluar la evolución de ésta en un signo monetario más estable que el dólar de los EE.UU., como es el Derecho Especial de Giro, DEG.

Indicadores de la Deuda Externa 82/86

	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>	<u>1985</u>	<u>1986</u>	<u>1987</u>
Deuda total /PGB	70%	88%	98%	121%	115%	102%
Intereses / Deuda Total	12,4%	9,8%	10,9%	9,5%	9,2%	7,8%
Ser.Deuda Total/Exportac.	73%	73%	72%	55%	45%	30%
Intereses / Exportaciones	46%	37%	46%	41%	35%	25%
Deuda total en millones de						
D.E.G.s.	15.550	16.649	19.258	17.587	15.811	13.543

Considerados en su conjunto, los tres elementos indicados en los párrafos y el cuadro precedente, indican un notorio mejoramiento en la capacidad del país para servir oportunamente su deuda. Ello es el resultado tangible de la aplicación de políticas macroeconómicas que han permitido alcanzar tasas de crecimiento razonables y sostenidas, en tanto han privilegiado particularmente al sector exportador del país. Es consecuencia, también, de una administración pragmática de la crisis de endeudamiento de los años 82 y 83, y en especial, de la capacidad de diseño de mecanismos innovadores en materia de extinción de las obligaciones externas.

Crecimiento sostenido en un contexto estable, aumento y diversificación de la base exportadora del país, continuidad en la aplicación de políticas que han probado su eficiencia en el logro de los objetivos propuestos y diseño e implementación oportuna de mecanismos que reducen, o al menos mejoran el perfil del endeudamiento del país, son los factores centrales detrás de la efectiva reducción de la deuda externa que se comienza a experimentar, así como de las mejoradas perspectivas de su servicio en el mediano y largo plazo. Por extensión, los mencionados factores constituyen también el mejor argumento para un pronto retorno del país a los mercados internacionales del dinero, sobre bases voluntarias y no necesariamente concertadas.

Con respecto a la estructura de la deuda externa, y remitiéndonos ahora al cuadro N° 1 del "Folleto de la Deuda Externa 1986", es importante hacer notar la creciente participación que presenta el Sector Público, en relación al Sector Privado, a partir del año 1983, proceso que se ilustra a través de la siguiente secuencia;

	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>	<u>1985</u>	<u>1986</u>	<u>1987</u>
Sector Público	38,8%	56,2%	65,4%	72,9%	81,3%	85,8%
- Banco Central	(4,9%)	(13,6%)	(19,5%)	(22,6%)	(22,7%)	(25,8%)
- Sec.Priv. c/garantía	(0.4%)	(10.4%)	(11.3%)	(12.2%)	(17.6%)	(17.2%)
Sector Privado	61,2%	43,8%	34,6%	27,1%	18,7%	14,2%

En la explicación de este particular patrón de desarrollo de la participación relativa de los sectores público y privado dentro del endeudamiento total del país, concurren esencialmente dos factores que son, a su vez claramente interdependientes. El primero de ellos se asocia a los procesos de reestructuración de la deuda, que demandaron el otorgamiento de la garantía pública al endeudamiento del sector Privado Financiero para los vencimientos a reestructurar, (lo que ha sido de hecho una exigencia normal en todos los procesos de renegociación en L.A.), elevando el monto de deuda garantizada de US\$ 62 millones en 1982 a US\$ 3.408 millones (14) en 1986. El segundo factor aludido, se refiere al creciente endeudamiento del Banco Central, contratado desde 1983, a objeto de manejar primero la crisis de Balanza de Pagos y luego la de fortalecer la posición de reservas internacionales del país, y que ha significado un aumento del stock de deuda de la Institución, del orden de los US\$ 3.500 a US\$ 4.000 millones (US\$ 837 millones en 1982 vs US\$ 4.429 millones en 1986 y US\$ 4.923 millones en 1987).

(14) Esta última cifra incluye además US\$ 437 millones de líneas de corto plazo con garantía del Estado. Para 1987 el valor total de esta cifra se reduce a US\$ 3.276 millones.

En relación a la estructura de la deuda clasificada por acreedor, el evento más importante a destacar en su evolución 1982 - 1986, es el incremento sustancial que experimenta el volumen de compromisos adquiridos con los Organismos Multinacionales, los que luego de representar sólo un 2,6% del total de la deuda del país en 1982, incrementan dicha participación a un 10,0% en 1985 y a un 13,1% en 1987.

Como una breve referencia a los términos absolutos registrados en el endeudamiento con organismos multinacionales, se debe indicar que dichos compromisos ascienden, al cierre de los años 1986 y 1987, a US\$ 1928.4 millones y a US\$ 2493,1 mills. respectivamente, cifras que se comparan con sólo US\$ 444.4 millones anotados en 1982. Más aún, estas magnitudes no consideran -- por escapar a la definición convencional de endeudamiento externo -- los acuerdos de Stand - By y de Facilidad Ampliada convenidos con el Fondo Monetario Internacional para los períodos 83 - 84 y 85 - 88 respectivamente, y que comprometen un uso de recursos de DEGs 1.250 millones, ⁽¹⁵⁾ aun cuando al cierre de 1987 su utilización efectiva alcanzaba sólo DEG 1.100 millones, como tampoco el acceso a la Facilidad Compensatoria, también provista por el Fondo Monetario, y que reportó DEGs 365.6 millones adicionales.

Bancos e Instituciones Financieras continúan, por otra parte, representando el mayor peso relativo dentro de los acreedores, con prácticamente un 80 por ciento del total de la deuda externa del país, aun cuando experimentando, en el transcurso de los últimos 3 a 4 años, una tasa de crecimiento levemente por debajo de la que registra el acervo total de deuda; fenómeno que se explica, entre otros argumentos, por las reducciones asociadas a operaciones de conversión.

(15) DEGs 500 millones conforme al Stand By 1983 - 85 y DEGs 750 millones de acuerdo a la Facilidad Ampliada. De estos últimos, DEGs 600.0 millones habían sido efectivamente girados al 31.12.87.

En cuanto a la distribución del stock de deuda externa por tipo de monedas, se puede constatar (ver cuadro N° 11 del Folleto de la Deuda Externa 1986) que al cierre de 1986, más de un 86% de la deuda se encontraba expresada en dólares americanos, un 3,85% en Marcos Alemanes, un 3,78% en yenes japoneses, un 1,77% en francos suizos y el 4,42% restante en otras 14 diferentes monedas. Estos porcentajes, no obstante, no reflejan exactamente la diversificación efectiva de pasivos en los distintos signos monetarios, toda vez que su conversión a dólares se encuentra afectada por las agudas fluctuaciones de esta última divisa en los mercados internacionales de cambio, fenómeno que al acentuarse en 1987 habría conducido a una "redistribución" en la composición de monedas "contra" el dólar. (Este representaría ahora entre un 82 a 84 por ciento del total).

Finalmente, y en lo referente a la distribución por tasas de interés del acervo de la deuda externa existente al 31.12.86, se puede apreciar (ver cuadro N° 10 del folleto de la Deuda Externa 1986) que la distribución de obligaciones a tasa fija y variable permanece inalterada en relación al año precedente, representando las primeras el 18,4% (vs 18,1% al 31.12.85) y las segundas el 81,6% (vs 81,9% al 31.12.85).⁽¹⁶⁾ . Lo anterior permite inferir que la variación de un punto porcentual en la tasa de interés internacional, al repercutir sobre el 81.6% de nuestra deuda, esto es sobre US\$ 15.781 millones, genera una variación en el monto de su servicio del orden de US\$... 158 millones.

Las variaciones en la tasa de interés no producen, sin embargo, un efecto inmediato en los montos nominales de intereses a pagar (sean estos aumentos o reducciones). Por el contrario, existe un desfase, que el "re-timing" de la última renegociación extendió a un año, entre el momento en que se "fija" la tasa ("repricing") y el momento en que se sirve efectivamente el compromiso. De esta forma las tasas que rijan en el primer trimestre de 1988 servirán como base para el servicio de intereses en el primer trimestre de 1989.

(16) Dentro de las obligaciones a tasa variable un 79% lo está sobre base Libor, y un 21% sobre base Prime.

TITULOS PUBLICADOS DE LA SERIE DE ESTUDIOS ECONOMICOS

N°	Título	Autor(es)
1.	Incidencia de la inflación externa en el índice de precios al consumidor en Chile. 1981.	Wally Meza San Martín
2.	Algunas reflexiones acerca del proceso de apertura financiera en Chile. 1981.	Francisco Rosende R.
3.	El patrón de fijación cambiaria: una aproximación empírica. 1981.	Hugo Albornoz P.
4.	Algunos antecedentes básicos sobre la evolución de las importaciones de bienes de capital durante el período 1977-1980. 1981.	Juan Carlos Corral Wally Meza San Martín
5.	Evolución de la política cambiaria en el período 1973-1980. 1981.	Wally Meza San Martín
6.	Elementos acerca de la determinación del tipo de cambio efectivo. 1981.	Francisco Rosende R.
7.	Empleo generado por las exportaciones: Chile 1973-1979. 1981.	Verónica Urzúa T.
8.	Política monetaria y tasas de interés: una aproximación empírica. 1981.	Roberto Toso C.
9.	Evolución de la actividad textil, período 1969-1980. 1981.	Manuel Torres Aguirre
10.	El mercado del azúcar. 1982.	Guillermo Jorquera F.
11.	Números índices de comercio exterior: metodología utilizada para la elaboración de los índices de valor unitario y cuántum de importaciones y exportaciones. 1982	Wally Meza San Martín Francisco Pizarro B.
12.	Antecedentes sobre la evolución de la industria automotriz. 1982.	Carlos Godoy Vera
13.	Algunas consideraciones acerca de tasas de interés internacionales. 1982.	Iván Porras P.

N°	Título	Autor(es)
14.	Reflexiones sobre apertura financiera. El caso chileno. 1982.	Mario Gutiérrez U.
15.	Política fiscal y cambiaria en economías inflacionarias: consideraciones sobre la experiencia chilena. 1982.	Sergio de la Cuadra F Francisco Rosende R.
16.	Evolución de la política arancelaria: años 1973-1981. 1982.	Cecilia Torres Rojas
17.	Medición del desarrollo financiero chileno (1975-1980). 1982	Pedro Pablo Vergara B. José Miguel Yrarrázabal E.
18.	Ahorro y crecimiento económico en Chile: una visión del proceso desde 1960 a 1981 y proyecciones de mediano plazo. 1983.	Mario Gutiérrez U.
19.	El tipo de cambio fijo en Chile: la experiencia en el período 1979-1982. 1983.	Roberto Toso C.
20.	Análisis de la economía mundial durante 1982 y perspectivas para 1983. 1983.	Daniel Fanta de la V. Raimundo Monge Z.
21.	La crisis económica de la década del 30 en Chile: lecciones de una experiencia. 1983.	Roberto Toso C. Alvaro Feller S.
22.	Fluctuaciones de corto plazo de ingresos nominal y real: Comentarios del modelo monetarista de Emil-Maria Claassen. 1983.	Eduardo García de la Sierra
23.	El modelo logístico. 1984.	Leonidas Espina Marconi
24.	Costo Real del Crédito en 1984. 1985.	Ignacio Valenzuela Cornejo
25.	Tipo de Cambio y Salarios Reales: Consideraciones sobre el caso chileno. 1985.	Francisco Rosende R.
26.	Ajuste estructural en el sector industrial chileno: una revisión del proceso en el período 1980-1985 (I Semestre). 1986.	Mario Gutiérrez U.
27.	Demanda dinámica por trabajo. 1986.	Patricio Rojas R.

N°	Título	Autor(es)
28.	Indicador mensual de actividad económica (IMACEC); metodología y serie 1982-1986. 1987.	José Venegas M.
29.	La estructura de financiamiento de las empresas chilenas, 1977-1985: Antecedentes estadísticos y algunas implicancias teóricas.	Hugo Mena K.
30.	Los términos de intercambio y la economía chilena: Un análisis de la influencia de factores externos y efectos sobre la estructura de crecimiento interno. 1988.	Mario Cutiérrez U.