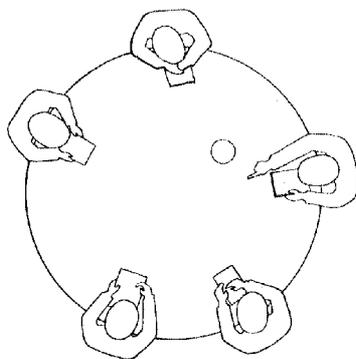


# Serie de Estudios Económicos

## Documentos de Investigación



N° 32

Ajuste con crecimiento:  
El caso chileno

Francisco Rosende R.

Banco Central de Chile

SERIE DE ESTUDIOS ECONOMICOS

No.32

AJUSTE CON CRECIMIENTO: EL CASO CHILENO \*

FRANCISCO ROSENDE R.\*\*

Diciembre, 1987

- \* Trabajo preparado para el Seminario sobre "Ajuste con Crecimiento en América Latina", realizado en Washington DC en enero de 1988, bajo el auspicio del Banco Mundial.
- \*\* Agradezco los valiosos comentarios de Juan Andrés Fontaine y de Daniel Tapia; sin embargo, cualquier error es de la exclusiva responsabilidad del autor.

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

	<u>PAG.</u>
1.- INTRODUCCION: OPCIONES FRENTE AL PROBLEMA DE LA DEUDA	1
2.- EVOLUCION RECIENTE DE LA ECONOMIA CHILENA	5
3.- EVALUACION DE LA POLITICA ECONOMICA 1982-1987: LA ESTRATEGIA FRENTE A LA CRISIS	20
El Proceso de Ajuste	20
4.- MECANISMOS DE RECONVERSION DE DEUDAS Y PRIVATIZACION	33
5.- REFLEXIONES FINALES	40

## 1.- INTRODUCCION: OPCIONES FRENTE AL PROBLEMA DE LA DEUDA

A partir de mediados de 1981, la economía chilena experimentó una aguda caída en sus niveles de actividad y empleo, como consecuencia de: el significativo aumento de las tasas de interés prevalecientes en los mercados externos, la nueva disminución de los términos de intercambio, y las dificultades que esta situación planteaba para el acceso de financiamiento externo. Frente a esta coyuntura, las autoridades económicas se encontraban en la difícil tarea de llevar a cabo acciones conducentes a aliviar los costos de la crisis e intentar revertirla, mientras que, por otra parte, la posibilidad de conseguir una rápida recuperación del nivel de actividad se enfrentaba con las restricciones existentes respecto del nivel de gasto. De este modo, mientras en el plano interno la gestión económica debía soportar importantes presiones para que se llevara adelante, a la brevedad, un programa tendiente a expandir la demanda agregada con el objeto de atenuar los efectos de la caída en el producto, al mismo tiempo, la imposibilidad de sostener los niveles de gasto prevalecientes hasta 1981 - donde el déficit de cuenta corriente de la Balanza de Pagos alcanzó a US\$ 4.733 millones (123,4% de las exportaciones) - constituía una restricción determinante sobre el manejo macroeconómico.

En este contexto - el que de una u otra forma se observó en las diferentes economías latinoamericanas - se plantearon

diversas opciones, las que se diferenciaban entre sí por la significación que otorgaban a la restricción interna y externa. Desde luego, dado que la situación de pagos internacionales no era de manera alguna un problema ajeno y, en consecuencia, separable del manejo de los problemas domésticos de la política económica, en definitiva las opciones que enfrentaban las autoridades parecían distinguirse básicamente en una diferente percepción en cuanto a la posibilidad de postergar el problema externo, a la espera de una "solución política" o "exógena" del mismo. En otras palabras, en la definición de una estrategia frente a la coyuntura planteada, un elemento inherente a ésta era, sin duda, la percepción que se tuviera en cuanto a la posibilidad de transferir a la comunidad financiera internacional o a algún organismo multilateral una parte importante de los costos de la crisis, mediante una modificación de los compromisos financieros del país con el exterior.

Un elemento adicional que debe considerarse dentro de la evaluación de las distintas opciones de política que se presentaban a las autoridades económicas, consiste en reconocer que la estrategia a adoptar para definir el componente interno del ajuste, significaba una determinada asignación de los costos de éste al interior de la economía. Así, por ejemplo, cabe recordar que una de las manifestaciones más elocuentes de la profundidad de la crisis fue el colapso del sistema financiero, situación que no sólo se observó en la economía chilena sino igualmente en otras economías de la región. Luego,

frente a este problema, la alternativa que se utilizara para rehabilitar este importante sector (financiero) de la economía, conllevaba una definición en cuanto a quién cargaría con los costos de este proceso.

Por último, es necesario hacer presente que el programa económico a implantar para enfrentar esta coyuntura, involucraba ciertos ajustes de precios relativos, o mejor dicho, un movimiento de éstos de acuerdo con la forma en que se hubiesen resuelto las interrogantes antes mencionadas. Luego, en tanto se admitiese como necesaria la implantación de un importante programa de ajuste del gasto interno, el comportamiento del tipo de cambio real debía reflejar esta decisión.

Desde luego, la definición de una cierta estrategia para enfrentar el problema expuesto no constituía una elección irreversible, sin embargo, es necesario recordar que un elemento importante en la conducta que asumieran las partes intervinientes en esta coyuntura, era la "reputación" de los agentes partícipes. De este modo, las mayores o menores dificultades que enfrentara cada "jugador" (país deudor) debían depender no sólo de la magnitud de las restricciones reales, como evolución de los términos de intercambio y/o tamaño de la deuda externa, sino también de su capacidad de influir eficazmente sobre las expectativas y en consecuencia acciones de los restantes "jugadores" (banca acreedora y organismos multilaterales).<sup>1/</sup>

En el caso específico de la economía chilena, la estrategia adoptada frente al problema de la deuda externa y recesión doméstica, bien puede caracterizarse por una en que se enfrentaban ambas a través de un programa en que se buscaba armonizar la necesidad de realizar una mayor transferencia de recursos al resto del mundo, con una recuperación de la actividad económica. En esta estrategia subyacen dos elementos de expectativas: a) por una parte, que la contribución o significación de este país al logro de una solución "exógena" o "política" al problema de la deuda externa a través de un "cartel" de deudores es escasa. De este modo, apostar a una "estrategia rupturista" tendría muy pocas posibilidades de éxito y muy altos costos para el país, el fracaso de la misma. Además, pareciera razonable también aventurar en este caso una conducta del tipo "free-rider", en términos que si se lograra una "solución exógena" al problema de la deuda, ésta debería hacerse extensiva para todos los países afectados; b) por otra parte, el mantenimiento de una política económica estable, acorde con el criterio de armonización de los objetivos antes expuestos, debería constituir en el mediano plazo un antecedente de importancia para el retorno del país a los mercados financieros internacionales. Luego, para una economía pequeña, con un escaso nivel de ahorro para sostener sus requerimientos de inversión, la existencia de un proceso de transferencia neta de recursos en términos de pago de intereses constituiría no sólo una restricción de la coyuntura, sino además una herramienta para lograr revertir esta situa-

ción un tiempo después. Esta conducta aparece aun más razonable, en tanto se estime que el cambio adverso en los parámetros externos, términos de intercambio y/o tasas de interés internacionales es de tipo transitorio. De esta manera, aun cuando la estrategia óptima de financiar esta fase del ciclo no es posible, una estrategia subóptima de invertir en reputación parecería ser la más apropiada.

En la sección 2 se examinan los principales desarrollos observados en la economía chilena a partir del inicio del fenómeno recesivo. En la sección 3, se evalúan los resultados de las decisiones de política adoptadas en este período.

## 2.- EVOLUCION RECIENTE DE LA ECONOMIA CHILENA

Hasta mediados de 1981, la economía chilena se caracterizaba por una fuerte expansión en sus niveles de actividad (véase Cuadro N° 1), situación que se venía registrando desde 1976, luego de la realización de un proceso de ordenamiento de las cuentas macroeconómicas y estabilización de precios. Así, entre 1976 y 1980 el PGB creció en 7,5% como promedio anual. Por otra parte, en este período, el sector privado había venido aumentando progresivamente sus obligaciones financieras con el exterior, como consecuencia de la mayor apertura financiera, en un marco en que las tasas de interés domésticas observaban un elevado nivel. Así, mientras la reducción de las obligaciones externas del sector público, producto del severo

ajuste realizado en éste, conjuntamente con la mantención de una política crediticia relativamente pasiva<sup>2/</sup> llevaban a una caída real en el stock de obligaciones netas del país con el exterior (Cuadro N° 2), la deuda privada se incrementaba, primero gradualmente y a partir de 1980, fuertemente. Como contrapartida de la situación descrita, la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos evolucionó desde un superávit de US\$ 148 millones en 1976, a un déficit de US\$ 1.597 millones en 1980 y US\$ 4.733 millones en 1981. Consecuentemente con esta expansión del gasto interno, el tipo de cambio real se redujo en un 36% entre mediados de 1979 (julio) y fines de 1981, siendo ésta la consecuencia lógica del mayor flujo de financiamiento disponible.

En el fuerte crecimiento del endeudamiento externo del sector privado incidieron diversos factores; sin embargo, dentro de éstos cabe recordar: la atractiva situación de liquidez prevaleciente en los mercados financieros internacionales hasta comienzos de la presente década y por otra parte, el convencimiento de las autoridades económicas que frente a eventuales problemas de solvencia de empresas y/o bancos nacionales sólo se comprometía la situación de éstos y los acreedores, sin que debiera verse afectado el país como un todo.

Sin embargo, la verificación de un nuevo deterioro en los términos de intercambio en 1981 (21%) - los que llegaron a un nivel equivalente al 39% de los prevalecientes en 1970 -

conjuntamente con la elevación experimentada por las tasas de interés en los mercados financieros externos, significaron un severo golpe sobre la economía en su conjunto. Más concretamente, la dificultad que evidenciaban las economías en desarrollo para dar cumplimiento a sus obligaciones financieras con el exterior en el contexto mencionado, promovió una abrupta caída en el financiamiento externo, lo que de por sí, independientemente de la inminencia de vencimientos de deuda externa y pagos de intereses sobre ésta, hacían necesario un ajuste del gasto interno. En esta perspectiva, la inevitable elevación del tipo de cambio real significaba un duro golpe para el sistema financiero, por cuanto casi independientemente de la forma en que se comportase el tipo de cambio nominal, la presión al alza del tipo real afectaría su capacidad de recuperar los créditos otorgados. Así, se inicia un progresivo proceso de crecimiento en la "cartera vencida" de la banca, las tasas de interés reales en pesos, que habían mostrado una tendencia decreciente hasta 1980, se elevan significativamente, reflejando una elevada prima de riesgo sobre la deuda de los bancos. (Cuadro N° 3).

La brusca caída en el gasto agregado, reflejada en la reducción experimentada por el déficit en cuenta corriente, la deteriorada situación patrimonial de la banca y la incertidumbre reinante con respecto a la forma en que se asignarían los costos de la crisis, originaron una drástica caída del PGB en

1982, la que alcanzó a 14,3%. Del mismo modo, la constatación por parte de la opinión pública de importantes dificultades en la economía en general y en el sistema financiero en particular<sup>3/</sup>, originaron una disminución en la demanda por saldos monetarios reales, estimulándose una sustitución en favor de moneda extranjera de reserva y bienes transables<sup>4/</sup>. A mediados de 1982, la ruptura de la regla de tipo de cambio nominal fijo parecía reflejar la intención de las autoridades de rescatar a la banca y los acreedores de ésta, en la medida en que esta decisión parece haber estado fuertemente influida por la necesidad de suministrar importantes recursos a la banca, lo que dado el marco macroeconómico prevaleciente era incompatible con la mantención de una regla de cambio fijo.

Como se indicó anteriormente, en esta etapa del proceso las autoridades económicas debían resolver la forma en que se asignarían los costos del ajuste, los que dado el respaldo otorgado a los acreedores domésticos de la banca y posteriormente a los externos, dejaban a la política económica en la decisión de escoger entre una alternativa de tipo inflacionaria ("licuación de deudas"), lo que en estas circunstancias podría haber significado el colapso del sistema monetario; o bien se buscaba algún tipo de negociación con la banca externa de manera de distribuir en el tiempo estos costos. Desde luego, una política de licuación de deudas - del tipo seguido en otras economías latinoamericanas -, habría creado severas dificultades al manejo macroeconómico, por cuanto en las circunstancias mencionadas, parecía claro que los mejores mecanis-

mos de defensa frente a la inflación y las dificultades financieras que se pretendía solucionar, eran los bienes transables y dinero de reserva, como se indicó antes.

En 1983, se llevaron adelante importantes progresos en la tarea de reducir el exceso de gasto interno, proceso que se insertaba dentro de un Programa "Stand By" acordado con el FMI. Así, el Déficit en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos se redujo de US\$ 2.304 millones a US\$ 1.117 millones, mientras que la Balanza Comercial registró un superávit de US\$ 1.009 millones, luego que ésta había alcanzado a US\$ 63 millones en 1982. Sin embargo, el déficit fiscal aumentó desde 2,3% del PGB en 1982 a 3,8% en 1983, explicándose este incremento básicamente por la caída registrada por el nivel de actividad y las importaciones. La transferencia neta de recursos al exterior se elevó, desde un nivel negativo en 1982, a 14% de las exportaciones de bienes. Este año el tipo de cambio real promedio creció en 21% con respecto al nivel prevaleciente en 1982.

Los conflictos inherentes al proceso de ajuste, y en particular a la distribución de los costos internos del problema de la deuda y la crisis financiera en general, llevaron en 1984 a un manejo más expansivo de la demanda interna - el que en el caso de la política monetaria se había iniciado a fines de 1983 - lo cual se tradujo en un crecimiento del déficit en

Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos a US\$ 2.050,9, mientras que el saldo comercial se reducía a US\$ 302,1 millones. En este resultado incidió también, en forma apreciable, la caída de los términos de intercambio ocurrida este año, la que de acuerdo a estimaciones de Cepal alcanzó a 6,3%, y el nuevo aumento experimentado por la tasa de interés internacional. A partir de mediados de año se inicia una brusca caída en el dinero real la que se prolonga hasta fines de 1985. Esta parece coincidir con el aumento en la tasa de inflación inducido por el aumento del tipo de cambio real y la elevación de la tasa general de aranceles desde 20 a 35%, ocurridas en septiembre de 1984, como respuesta de las autoridades a la brusca aceleración exhibida por el gasto interno. Otro elemento que parece haber influido en la caída del dinero real en 1984, es la percepción del público de que podrían producirse alteraciones en el rumbo de la política económica, como resultado de los cambios introducidos en el equipo económico a comienzos de 1984, y la posterior reversión del proceso de ajuste del gasto. De esta manera, la mayor turbulencia provocada por el aumento de la inflación y la expectativa de cambios en importantes aspectos de la política económica, parecen haber ejercido una influencia apreciable en la caída del dinero real, el mayor gasto y el consecuente deterioro de las cuentas macroeconómicas, adicionalmente a la mayor demanda agregada que estimuló la propia política económica. Ello, a pesar de que a fines de 1984 se anunciaron acciones tendientes

a disminuir el gasto interno a un nivel coherente al acordado con la banca acreedora y el FMI, y en consecuencia compatible con las posibilidades de financiamiento del mismo, a través de la devaluación del peso y el aumento en la tasa promedio de aranceles, antes mencionados. De este modo, las expectativas de la comunidad con respecto a la eventualidad de una política económica que enfrentase la coyuntura a través de un manejo más expansivo de la demanda interna y mayores barreras al comercio exterior, sólo parecen haber comenzado a disiparse a mediados de 1985, a juzgar por el comportamiento del dinero real.

A partir de 1985, se reanuda un proceso de ajuste del gasto interno, dentro del cual se privilegia el uso del tipo de cambio real como principal herramienta dentro del proceso. En febrero de 1985, el Ministro de Hacienda Hernán Buchi reduce la tasa arancelaria desde el 35% al cual se había elevado en octubre de 1984 por el anterior Ministro de Hacienda, hasta el 30%, para dejar ésta, pocos meses más tarde, en 20%. Estas rebajas arancelarias fueron acompañadas de elevaciones del tipo de cambio real, de modo de mantener relativamente constante el costo de las importaciones y estimular el desarrollo del sector exportador. De esta forma, el tipo de cambio real observó en 1985, un nivel promedio superior en 22% al prevaleciente en 1984. Simultáneamente se llevaron adelante acciones tendientes a reducir el déficit fiscal, el cual llegó a un 3,0% del PGB, mientras que el déficit en Cuenta Corriente de

la Balanza de Pagos se reducía casi a la mitad (US\$ 1.328,4 millones) y la Balanza Comercial observaba un significativo mejoramiento al alcanzarse un superávit de US\$ 849,6 millones.

Dentro del programa dirigido a enfrentar la coyuntura, la política financiera ocupó un lugar destacado, en la medida en que la posibilidad de conseguir un ajuste exitoso de la economía, en un marco de armónicas relaciones con la comunidad financiera internacional, atravesaba por el fortalecimiento y consolidación del sistema bancario. Luego, aun cuando en 1982 se otorgó un subsidio a los deudores en dólares y se llevó a cabo un primer proceso de reprogramación de deudas, el cual fue seguido de una segunda reprogramación en 1984, la puesta en marcha de un programa de compra de "cartera mala" (con pacto de retrocompra) por parte del Banco Central a la banca, junto con contribuir a aliviar las dificultades de ésta, creaba importantes dudas en torno al futuro de la banca privada. Más aún, siendo indudable que la coherencia y estabilidad de una economía de mercado requería configurar una sólida banca privada, no era menos cierto que la forma en que se llevó a cabo el proceso de privatización de empresas y bancos tras el Gobierno de la Unidad Popular, fue motivo de cuestionamientos<sup>5/</sup>, en términos de que la venta a crédito, de empresas que se encontraban en una débil situación patrimonial, habría gravitado en forma importante en la verificación

de altas tasas reales de interés, y un inestable mercado financiero. Además, algunos economistas han planteado que la inestabilidad exhibida por el mercado financiero durante el proceso de liberalización de la economía fue el resultado de la estructura de incentivos creados por la reforma financiera<sup>6/</sup>.

En la perspectiva de las autoridades económicas, la superación de las dificultades del sector financiero no sólo constituía una cuestión de coherencia con la orientación general de la política económica, sino que, además, era un prerrequisito básico para elevar el nivel de ahorro monetario y financiero. Por otra parte, la normalización de la banca contribuiría a reducir las tasas de interés reales, la cual parecía estar fuertemente influida por el alto riesgo en que se desenvolvía esta actividad. De esta forma, las autoridades llevaron adelante un programa de capitalización en el cual se condicionaba el otorgamiento del seguro oficial de depósitos a la consecución de determinados aumentos en el capital de los bancos.

Paralelamente a los esfuerzos conducentes a llevar adelante un ajuste del gasto interno y de fortalecimiento de la situación patrimonial de la banca, en 1985 se dio inicio a un novedoso esquema de conversión de deuda externa. A través de éste se pretendía reducir el nivel de deuda externa de la

economía, y al mismo tiempo contribuir a la capitalización de bancos y empresas por medio de la conversión en deuda interna de obligaciones del país con el exterior. Luego, la puesta en marcha de este mecanismo, al modificar la estructura de obligaciones de bancos y empresas, contribuyó, no sólo al fortalecimiento directo de éstas, sino que además indirectamente a través de la presión al alza en el precio de los activos a que este proceso daba lugar. A pesar de que los montos de deuda capitalizados a través de este mecanismo fueron relativamente pequeños en 1985 (Cuadro N° 6), éstos han crecido en los años siguientes, contribuyendo a un mejoramiento en la posición de la banca.

En 1986, la economía chilena consolidó los progresos observados durante los años anteriores, tanto en materia de recuperación de los niveles de actividad y empleo, como en lo que se refiere al ajuste en su nivel de gasto. Así, el PGB creció en un 5,7%, en tanto que la tasa de desocupación a nivel nacional se redujo al nivel más bajo desde la fase expansiva del ciclo en 1980, llegándose a 8,8% en el último trimestre del año. Por otra parte el Déficit en Cuenta Corriente alcanzó a US\$ 1.090,7 millones, en tanto que el superávit comercial se elevó a US\$ 1.099,7 millones. El déficit del sector público consolidado, medido como porcentaje del PGB se redujo a 1,9%, en tanto que se intensificaba el proceso de privatización de empresas públicas.

Aun cuando los logros de la política económica en 1986 se vieron favorecidos por el mejoramiento observado por los términos de intercambio, el que de acuerdo a estimaciones preliminares de Cepal alcanzó a aproximadamente 8%, es incuestionable que se verificaron progresos significativos en el proceso de ordenamiento de la economía. Así, en este año, la actividad económica se desarrolló en un marco de estabilidad que se manifestó no sólo en la ausencia de alteraciones discretas en la regla cambiaria y/o la tasa arancelaria, sino que además las tasas reales de interés se redujeron apreciablemente, desde niveles del 8,5% anual en 1985, a tasas de 3,5% a fines de 1986. Este fenómeno parece describir en buena medida la situación prevaleciente en el mercado del crédito, en donde el fortalecimiento en la posición patrimonial de las instituciones por un lado, y por el otro la creación de una normativa que estimula la discriminación de los bancos en función del nivel de riesgo de su cartera, han contribuido a empujar a la baja las tasas reales. En esta perspectiva, los bancos tienen los incentivos para sostener un nivel de deuda coherente con el capital mantenido, de modo que su disposición a elevar sus obligaciones con respecto al capital se encontraría supeditada a la cantidad de proyectos atractivos de ser financiados. Luego, es razonable esperar que tras un período de crisis financiera se verifique una conducta marcadamente cautelosa, tanto por parte de los bancos como también de los potenciales demandantes de crédito, todo lo cual contribuye a reducir las

tasas reales de interés. Desde luego, la actitud predominantemente conservadora que ha prevalecido en el mercado financiero - la que contrasta con la observada en la década anterior - ha facilitado el ajuste, al aliviar la carga financiera de importantes sectores.

De acuerdo a estimaciones preliminares, la tasa de crecimiento del PGB en 1987, alcanzó a 5,4%, lo que refleja la mantención de un apreciable ritmo de expansión de la actividad económica. Según estas estimaciones, la formación bruta de capital fijo registró un crecimiento del orden de 15% este año, lo que grafica apropiadamente los progresos realizados en orden de elevar la tasa de inversión, que se proyecta alcanzará a 17% del PGB. Por otra parte, el ahorro externo se redujo desde 6,5% del PGB en 1986 a 4,8%, en tanto que el ahorro nacional bruto se elevó desde 8,0% del PGB a 13,0%.

Las exportaciones no cobre, han registrado nuevamente, en 1987, un fuerte crecimiento en términos físicos, estimándose éste en aproximadamente 9%, lo que refleja la mantención de un cuadro favorable para el desarrollo del sector exportador.

El cuanto al déficit del sector público, éste se redujo a un nivel cercano al 1% del PGB, lo que refleja una importante contribución de este sector al mejoramiento de los índices de ahorro de la economía.

En materia de inflación, en 1987 se ha observado un retroceso, por cuanto ésta se elevó a 21,4%, en circunstancias que en 1986, esta tasa fue de 17,4%. Sin embargo, es necesario hacer presente que esta trayectoria de la tasa de crecimiento de los precios se ha visto fuertemente influida por factores exógenos al manejo mismo de la política económica. En efecto, mientras la disminución conseguida en esta tasa en 1986 se vio favorecida por la caída registrada por el precio internacional del petróleo, en 1987 se ha producido el fenómeno inverso, por cuanto la economía chilena ha enfrentado una mayor tasa de inflación externa, lo que de hecho ha motivado una devaluación real del peso, la que ha sido estimada por algunos analistas - dentro de éstos el FMI - del orden de 6,0%. Ello al margen de la influencia puntual, pero importante, de shocks reales adversos como consecuencia de inundaciones en la zona central ocurridas a mediados de año. Sin embargo, de la evaluación del comportamiento exhibido por las diferentes cuentas macroeconómicas no se desprende que existan desequilibrios domésticos que pudiesen estar presionando a una mayor tasa de inflación. Luego, es razonable esperar que ésta tienda a continuar disminuyendo gradualmente en los próximos meses, en tanto no se validen devaluaciones adicionales del peso.

### 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

importantes sectores, favoreciendo la adopción de fórmulas como las señaladas<sup>7/</sup>, pero éstas fueron rápidamente desechadas por el equipo económico.

Definida entonces una estrategia en la cual se manifestaba la intención de armonizar un proceso de ajuste del gasto interno, con la recuperación de un crecimiento de la actividad y el empleo - los que se vieron fuertemente afectados a partir de mediados de 1981 - las acciones seguidas por las diferentes autoridades económicas a partir del inicio de la recesión apuntaron a lograr la caída del gasto sin que ello comprometiera la estabilidad del sistema monetario ni de la balanza de pagos, de modo de minimizar el costo real inherente a este ajuste. Sin embargo, esta tarea resultaba especialmente compleja en la medida en que los mismos factores que afectaban el financiamiento del gasto y que forzaban a un incremento del tipo de cambio real y las tasas de interés domésticas, habían golpeado fuertemente a la banca nacional, situación que amenazaba el éxito de un programa de ajuste sin que se acelerara la inflación o se verificaran problemas de reservas internacionales. De este modo, aun cuando el hecho de que las autoridades económicas hubieran seguido hasta 1981 una política crediticia pasiva, permitiendo una significativa acumulación de reservas internacionales<sup>8/</sup>, ésta resultaba en definitiva insuficiente para sostener el total de obligaciones del sistema mone-

tario<sup>9/</sup>. Así, entre 1982 y 1983, la combinación de una brusca caída en el crecimiento de la actividad, y por otra parte la necesidad evidente de llevar a cabo un ajuste a la baja en el gasto interno, en un contexto en que el sistema financiero evidenciaba una débil situación patrimonial, condujeron a una pérdida de reservas internacionales de US\$ 1.752,6 millones en estos dos años, lo que representa un 46% del stock mantenido hasta fines de 1981.

En el contexto señalado, una preocupación prioritaria de las autoridades económicas fue evitar que el proceso de ajuste se tradujera en una fuerte desmonetización de la economía. Ello por cuanto es indudable que la magnitud y severidad del ajuste requerido se habría complicado significativamente en la medida en que este fenómeno hubiese tenido lugar, por ejemplo a través de un proceso de especulación hacia activos externos y/o bienes transables<sup>10/</sup>. Por cierto, en este caso los ajustes cambiarios necesarios para sostener una cierta situación de reservas hubiesen sido mayores, como también el esfuerzo requerido para rescatar a los bancos y los deudores de éstos. Luego, en el plano interno la estrategia para enfrentar la crisis requería como prerrequisito fundamental para el éxito de la misma, crear las condiciones necesarias para evitar un quiebre del sistema monetario. Esta tarea involucraba necesariamente llevar adelante un programa destinado a apoyar al debilitado sistema financiero. Desde luego, esta

medida resultaba compleja desde un punto de política económica, dado que se respaldaba a ciertos sectores en un contexto en que eran muchos los afectados por la recesión. Sin embargo, dada la ausencia de reglas explícitas de ajuste para el sector financiero, era prácticamente inevitable otorgar un respaldo oficial a la deuda de éste. Como resultado de esta estrategia - que se fue configurando gradualmente como tal, a medida que se lograba mejorar el diagnóstico relativo a la profundidad y extensión de la crisis - se llevaron adelante programas de subsidios específicos a: los endeudados en dólares ("dólar preferencial" en 1982), reprogramación de deudas en 1983 y 1984 y la compra de la "cartera mala" de los bancos comerciales con pacto de retrocompra, por parte del Banco Central (1984).

Como una forma de contener la sustitución de portfolio de los agentes económicos, desde títulos domésticos a moneda extranjera - dado el cuadro de dificultades externas e internas antes discutido - el Banco Central asumió progresivamente un rol protagónico en el proceso de intermediación financiera. Así, durante los años 1982 a 1985, se produjo una fuerte expansión de la deuda no monetaria del Banco Central, la que por una parte capturaba la caída en la demanda de dinero y por otro, originaba alguna sustitución desde cuasidinero bancario. Como se puede apreciar en el Cuadro N°5, el total de Papeles Públicos y del Banco Central en manos del público, como porcen-

taje de M1 se incrementó desde aproximadamente un 10%, a comienzos de 1982, hasta cerca de un 170% a fines de 1985. Ello sin considerar el aumento experimentado por las obligaciones del Banco Central como consecuencia de los procesos de reprogramación de deuda, compra de cartera y de "dólar preferencial".

Las acciones realizadas en el ámbito financiero interno permitieron controlar la posibilidad de un eventual colapso en el sistema monetario, y al mismo tiempo la gestión realizada por el Banco Central a través del manejo de su deuda interna parece haber contribuído significativamente a contener una mayor presión sobre el mercado de activos y bienes transables. En el proceso de rehabilitación del sector financiero, ciertamente la trayectoria que siguiera la tasa de interés real jugaría un rol determinante, por cuanto las presiones que enfrentaba el sistema financiero, en términos de cartera no-recuperada y pagos de intereses, se encontraría fuertemente condicionada por comportamiento de esta variable. Luego, la relación que se verificase entre la trayectoria efectiva del tipo de cambio real y la esperada por la comunidad, jugaría un rol preponderante en este resultado.

En una perspectiva menos inmediata, la solución de los problemas del sector financiero parecía ir de la mano con la suerte que siguiera la economía como un todo, siendo teóricamente

razonable argumentar la existencia de un proceso de retroalimentación entre ambas variables. Así, mientras el deprimido nivel de actividad, la fuerte caída experimentada por el precio de los activos y la debilitada situación patrimonial de la banca configuraban un cuadro de estrechas condiciones de crédito, la posibilidad de lograr incrementos sostenidos en la actividad también dependía de la capacidad de crear las condiciones para un reestablecimiento en el suministro de crédito. En consecuencia, paralelamente a las acciones que adoptaran con el objeto de enfrentar la crisis financiera, las autoridades económicas debían crear las condiciones necesarias para una recuperación en los niveles de actividad, mientras se estimulaba una reducción en el exceso de gasto interno.

Dentro del programa macroeconómico, el uso del tipo de cambio real ocupó un lugar preponderante como herramienta para elevar el nivel de actividad. En efecto, en la caída del producto y empleo a partir de mediados de 1981, parecen haber tenido una influencia importante las rigideces del movimiento de los precios relativos que había configurado la misma política económica al restringir el movimiento de los salarios y tipo de cambio<sup>11/</sup>. Por otro lado, la aparición de un cuadro de turbulencia interna, en términos de que el drástico cambio en el escenario económico en pocos meses - desde una situación de "boom" a una de aguda recesión - parecen haber inducido a una atomización de los mercados vinculados a la asignación inter-

temporal de recursos y a una cautelosa actitud general de la comunidad frente a los anuncios de política, a la espera de definiciones que aparecieran como sostenibles y en consecuencia creíbles, para enfrentar la crisis.

Frente a las dificultades que planteaba la recuperación de los niveles de empleo, en presencia de una normativa que validaba restricciones a la baja en los salarios reales ("ley del piso"), la devaluación real del peso unida a la posterior eliminación de restricción mencionada, parecen haber jugado un papel importante en facilitar el movimiento de los salarios reales a las nuevas condiciones de gasto que enfrentaba la economía. Por otra parte, el incremento del tipo de cambio real debía favorecer la recuperación en los niveles de actividad de los sectores productores de bienes transables y con ello contribuir al ajuste del gasto.

Desde el punto de vista del manejo de las expectativas, a la política cambiaria también le correspondía un importante papel, en la medida en que la evolución del tipo de cambio real definiría en buena medida la voluntad de las autoridades de enfrentar la restricción externa dentro del marco económico prevaleciente, o bien cabía esperar ajustes en éste. En otras palabras, resulta razonable esperar que los agentes económicos conjeturarán la necesidad de ciertos cambios en el nivel y composición del gasto interno, de manera que en la medida en que el tipo de cambio no llevara el peso en esta tarea, se

alimentarían expectativas de ajustes arancelarios y/o mayores devaluaciones en el tipo de cambio más adelante. La percepción de que podrían producirse alteraciones de fondo en la política arancelaria se vio alimentada por la elevación en la tasa media de aranceles a 20% en 1983 y a 35% en 1984. Desde luego, la adopción de mayores niveles arancelarios fue intensamente apoyada por aquellos sectores que producían bienes que sustituían importaciones. Sin embargo, mas allá de la trascendencia de largo plazo de modificaciones en el grado de apertura, es importante hacer presente que estos cambios contenían un elemento informacional de enorme importancia en cuanto a la estrategia que seguiría la política económica para enfrentar la coyuntura, y muy especialmente, para distribuir los costos del ajuste. Resulta interesante mencionar que las tasas de interés reales - las que habían exhibido una tendencia declinante desde mediados de 1982, conjuntamente con la elevación del tipo de cambio real - revirtieron su tendencia en el segundo semestre de 1984, simultáneamente con la acentuación de una campaña entre sectores vinculados al Gobierno en favor a mayores aranceles y/o incrementos en las tasas de impuestos a ciertos bienes<sup>12/</sup>. Como se indicó en la sección anterior, en este año se produjo un retroceso en cuanto al programa de ajuste de elevarse el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos con respecto al nivel alcanzado en 1983, similarmente se incrementó el déficit del sector público conso-

lidad desde 3,0% del PGB a 4,4%, aun cuando se verificó un fuerte, aunque insostenible, incremento en la actividad.

No obstante el hecho de que las pautas de acción para enfrentar las dificultades externas e internas que planteaba la coyuntura parecían mantenerse inalterables, los acontecimientos observados en 1984 constituían de hecho un elemento de duda en cuanto a la posibilidad de continuar esta estrategia, en la medida en que se mantuviera un curso de la economía como el observado este año. De aquí que el nuevo Ministro de Hacienda (Hernán Büchi), designado en febrero de 1985 asignó de inmediato un lugar importante dentro de sus actividades, a la entrega de información al público en torno al rumbo de la política a seguir. De hecho, a pocas semanas de estar en el cargo, Hernán Büchi procedió a rebajar la tasa arancelaria a 30%, realizando paralelamente una devaluación por una magnitud tal que se mantuviera relativamente constante el costo de importar.

Durante 1985, la gestión de la política económica se abocó al mejoramiento de las cuentas externas, particularmente a través de una reducción del déficit del sector público. Así, el déficit en Cuenta Corriente cayó a US\$ 1.328,4 millones en 1985, en tanto que el déficit del sector público consolidado como porcentaje del PGB se redujo a 2,6%. En los primeros

meses de este año la tasa de inflación observó un crecimiento mayor al registrado en similar período de 1984, pero esto se explicaba básicamente por el ajuste de precios relativos inducidos por la política cambiaria y los cambios en la política arancelaria. De hecho, el tipo de cambio creció en promedio 21,6% con respecto a 1984.

Mirado el proceso de ajuste en la perspectiva del financiamiento del Programa Macroeconómico, parecía imprescindible reanudar el esfuerzo iniciado en 1983 para conseguir los recursos necesarios en el proceso de reestructuración de la deuda externa que correspondía iniciar este año. Desde luego, resultaba una situación compleja para la banca acreedora y los organismos multilaterales partícipes en este proceso (FMI y Banco Mundial), el hecho de que Chile apareciera pidiendo un mayor volumen de recursos frescos ("new money") que en 1983, mientras que su transferencia neta de recursos (Balanza de Bienes y Servicios) evidenciaba un saldo negativo en 1984, en circunstancias que para el total de países latinoamericanos éste era de un 36% de las exportaciones de bienes, alcanzando a 40% en el caso de Argentina, 42% de Brasil y 25% de Perú.

La reanudación del proceso de ajuste en 1985, se manifestó en una caída de 1% de las importaciones de bienes, de 4,5% de los salarios reales en promedio, aun cuando el PGB logró un crecimiento de 2,4% y el empleo, de 4,5% aproximadamente. Por otra parte, si bien el crecimiento del empleo y las exporta-

ciones parecía insinuar una mayor dosis de confianza por parte del público en la continuidad de la política económica, no se percibía igual actitud en el comportamiento del dinero real. De hecho, a pesar de que las tasas reales de interés exhibieron una trayectoria declinante en 1985, la tasa de inflación efectiva fue mayor, especialmente durante los primeros nueve meses del año<sup>13/</sup> (2,1% promedio mensual en 1985 vs. 1,2% en 1984).

La progresiva disminución en la tasa de interés real observada en 1985, la que continuó en 1986, conjuntamente con la caída en la tasa de inflación, apoyada ésta por la reducción del precio internacional del petróleo en 1986 y, la verificación de un rápido crecimiento del producto a partir de fines de 1985, llevaron a un fuerte crecimiento del dinero real (M1A), con respecto a los deprimidos niveles observados en 1985. Así M1A creció en 26% real en 1986, en tanto que el ahorro financiero total (M7) lo hizo en 14,2% en igual período.

Durante 1987, la tasa de interés real observó un moderado crecimiento con relación a los niveles prevaecientes en 1986 (Cuadro N° 3-A). Este fenómeno se explica, por una parte, por la mayor normalidad que se ha observado en la actividad financiera, tanto debido al fortalecimiento de la situación patrimonial de bancos y empresas, como al traspaso a manos privadas de aquellas entidades financieras que habían sido intervenidas luego de la crisis. De este modo, la combinación

de un aumento del capital de bancos y empresas, conjuntamente con la mayor valorización de éste producida por las mejores perspectivas de la economía, han motivado una "reapertura" del mercado del crédito para sectores que se vieron alejados del mismo luego de la crisis. Luego, si la muy baja tasa de interés real que se observaba a fines de 1986 era en buena medida el resultado de una actitud cautelosa, tanto de los oferentes como demandantes de crédito, lo que se traducía en el financiamiento de inversiones consideradas como altamente seguras y predecibles, la gradual normalización de sectores que se vieron alejados del acceso al crédito en la recesión, parece haber contribuido a un aumento en la actividad financiera y las tasas reales de interés. Por otra parte, es necesario mencionar la desaceleración en el ritmo de crecimiento del dinero ocurrida durante gran parte del año, la cual fue inducida por las autoridades económicas con el objeto de mantener el crecimiento del gasto interno, en niveles compatibles con las posibilidades de financiamiento del mismo en el mediano plazo. Adicionalmente, es necesario señalar que el alza experimentada por las tasas de interés domésticas durante 1987, también se explica por aumento en las tasas internacionales registrado en este año, el que fue particularmente notorio a partir del segundo trimestre.

Sin embargo, es necesario hacer presente que el nivel que ha registrado la tasa de interés real durante el presente año aún resulta extraordinariamente bajo comparado con el prevale-

ciente en la década pasada y comienzos de ésta. Como se indicó antes, los cambios producidos en la institucionalidad financiera, al explicitar la existencia de un elemento de riesgo para los ahorrantes en títulos financieros, lo que en definitiva ha hecho es configurar un nivel más bajo de "la tasa real de interés natural", el que debe favorecer una mayor inversión en capital de riesgo en la economía. Desde luego, la reciente experiencia de crisis financiera, constituye un valioso antecedente en la conducta de los agentes económicos, en la medida en que tiende a promover una conducta cautelosa de los mismos, en lo que a su política de crédito y endeudamiento se refiere.

La combinación de un aumento en la tasa de inflación, y una mayor tasa de interés real, ha motivado durante 1987 un cambio en la composición del ahorro financiero, tendiendo a reducirse la tenencia de ahorro monetario (disminución de 3% de M1A real entre diciembre de 1986 e igual mes de 1987) en beneficio del ahorro financiero no monetario (14% de crecimiento real en igual período). Así, M2A creció en un 18,1% en el período considerado, en tanto que el ahorro financiero total (M7) lo hizo en un 11,2%.

Al examinar esta etapa del proceso de ajuste, sin duda que la evolución exhibida por la tasa de interés real aparece como un fenómeno sobresaliente. De hecho, mientras en el período de expansión de la economía se recibían importantes influjos

de capitales y la tasa de interés se mostraba resistente a caer<sup>14/</sup>, en el período de ajuste se apreciaba un fenómeno inverso, por cuanto el país realizaba una transferencia neta, las posibilidades de acceder al financiamiento voluntario se encontraban severamente restringidas a los flujos comerciales y algunos recursos de corto plazo, la tasa real de interés exhibía una trayectoria a la baja, para situarse en 1987 en niveles sustancialmente por debajo de los prevalecientes hasta 1984. Desde luego, elaborar una interpretación del comportamiento de la tasa de interés real en el ciclo está más allá del objetivo de este estudio; sin embargo, como ya se señaló, parece razonable pensar que los cambios producidos en la institucionalidad financiera tuvieron una incidencia importante sobre este resultado<sup>15/</sup>. En efecto, durante el período de expansión de la economía (1976-1981), el mercado financiero se desarrolló bajo el supuesto de un seguro estatal implícito sobre la deuda de los bancos y sociedades financieras, de modo que en este contexto la competencia se situaba sólo en las condiciones de rentabilidad que ofrecían las diferentes instituciones, quedando de lado en el problema de optimización la variable riesgo. En esta perspectiva, para el ahorrante en una institución financiera no parece haber tenido demasiada trascendencia la eventual vinculación entre bancos y grupos económicos, o en general, la existencia de un apreciable nivel de concentración en la cartera de inversiones de los bancos. Desde el punto de vista de la regulación financiera, las instituciones se encontraban dentro de los márgenes preestable-

cidos, lo que a pesar de las limitaciones técnicas de este método de supervigilancia, parecía reflejar una situación de normalidad y progresivo ajuste de este sector.

Durante los últimos años, la situación ha sido la opuesta, en términos que los bancos han debido llevar adelante un proceso de recapitalización de modo de acceder al seguro estatal sobre los depósitos. De este modo, se crean los incentivos para contratar deuda en función del costo marginal de ésta versus de costo marginal de incrementar el capital, y la cantidad y calidad de proyectos de inversión disponibles. Como es razonable esperar, en un período de turbulencia financiera y en el período que sigue a la crisis, ha prevalecido una cautelosa actitud de la banca y también de los demandantes de crédito, lo que ha favorecido una disminución en las tasas reales.

En la evaluación del comportamiento de las tasas de interés reales durante el período de ajuste, es importante considerar que la trayectoria de esta variable se ha visto fuertemente influida por la elección de la política cambiaria como principal herramienta dentro de este proceso. Así, es razonable esperar que si se hubiera optado por mantener el tipo de cambio nominal fijo, la menor velocidad de movimiento del tipo real a las condiciones de gasto prevalecientes, habría otorgado un importante papel a las tasas de interés en la política

de ajuste. Sin embargo, las dificultades evidenciadas por el mercado financiero, y por otra parte la percepción de que el ajuste automático podría ser muy lento y costoso en términos reales, llevaron al uso de una estrategia en la que le cupo a la política cambiaria un papel preponderante.

#### 4.- MECANISMOS DE RECONVERSION DE DEUDAS Y PRIVATIZACION

A pesar de los progresos conseguidos por la política económica a partir de mediados de 1983, en cuanto a detener el proceso de caída en la actividad y más tarde iniciar una recuperación de ésta, la compleja situación patrimonial de importantes empresas y bancos planteaba serias dudas en torno a la continuidad de un mejoramiento en la economía. De hecho, no obstante los esfuerzos desarrollados por las autoridades económicas con el propósito de fortalecer a la banca, subsistía la necesidad de llevar a cabo una labor similar en aquellas empresas que habían contratado importantes volúmenes de deuda interna y externa durante el ciclo expansivo. Más aún, se observaba que algunas empresas disponían de interesantes proyectos de inversión; sin embargo, no era posible llevarlos a cabo dado el voluminoso nivel de deuda de éstas con respecto al capital. Por otra parte, la mantención de una supervigilancia estatal sobre estas empresas, ya sea en la forma de "comisiones liquidadoras" de los grupos económicos afectados por la crisis, o bien a través de los bancos

intervenidos, también planteaba dudas en cuanto al curso futuro de la economía privada. En el caso específico de la banca, mal podría hablarse de una economía de mercado si el Estado controlaba una fracción sustantiva del proceso de intermediación financiera<sup>16/</sup>.

De este modo, en la búsqueda de una solución para los problemas planteados, la idea de elevar los aportes de capital a las diferentes empresas afectadas por la crisis era indudablemente el tema de fondo. Así, considerando la existencia de un mercado secundario de deuda externa chilena - al igual que las demás economías latinoamericanas - se diseñó un sistema mediante el cual se autorizaba la capitalización de ésta mediante la conversión de estos títulos de deuda externa por obligaciones domésticas<sup>17/</sup>. Luego, para los potenciales inversionistas se ofrecía el estímulo de la diferencial en la cotización del título de deuda externa (inicialmente 70% en el mercado externo vs 90% en el mercado doméstico), conjuntamente con la existencia de una normativa bien articulada, y un mercado financiero que a pesar de sus problemas, se observaba lo suficientemente eficaz en intermediar estos documentos y otorgar las señales adecuadas a los inversionistas.

Desde el punto de vista del sector productivo, la capitalización de las empresas que disponían de los proyectos, pero no podían acceder al financiamiento de éstos, modificaba dicha restricción haciendo posible entonces llevar adelante los mis-

mos. Por otra parte, la recuperación de la actividad económica, conjuntamente con la mayor demanda por activos originada por la introducción de estos mecanismos de reconversión de deudas, inducía a un mejoramiento en los indicadores financieros y patrimoniales de las empresas, en la medida en que la relación entre deuda y capital se reducía. Desde el punto de vista de la economía como un todo, es razonable esperar que el mejoramiento de estos indicadores financieros, como consecuencia del mayor valor en el precio de los activos, induzca a un aumento en la tasa de interés, en tanto que el mayor valor de estos activos o garantías constituiría un mejor antecedente para acceder al crédito y emprender proyectos que se encontraban postergados por las dificultades y secuelas de la crisis financiera. Aun cuando, los volúmenes de deuda capitalizada durante los casi dos años de existencia de estos mecanismos de conversión han sido importantes, lo que se ha traducido en una disminución del stock de deuda externa total del orden de 15% hacia fines de 1987 (Cuadro N° 6), aún no parecen ser lo suficientemente altos como para provocar transformaciones significativas en la economía. Sin embargo, no resulta absurdo suponer que algún grado de responsabilidad le cabe a este sistema - tanto a través de sus efectos directos como indirectos - en la moderada alza que han registrado las tasas de interés reales de mediano plazo durante el segundo semestre de 1986 y los primeros meses de 1987.

También es necesario destacar que la reducción en el stock de deuda externa que induce el uso de estos mecanismos, constituye sin dudas, un elemento importante dentro del proceso de normalización de la economía, como también al contribuir a la creación de condiciones más favorables para el retorno de Chile al mercado voluntario de fondos internacionales. Aun cuando este efecto ha sido destacado profusamente, es probable que su mayor incidencia sólo se aprecie en el mediano plazo, en tanto la comunidad financiera redefine su conducta frente al país, a la luz de los indicadores de resultado del mismo. En el corto plazo, resulta relevante la incidencia de la caída de la deuda sobre el pago de interés, a través del ahorro que se obtiene por este concepto<sup>18/</sup>.

Más allá de las implicancias de mediano y largo plazo de estos mecanismos, las que escapan al objetivo de este estudio, es indudable que en una perspectiva de corto plazo éstos han jugado un papel importante dentro del proceso de solución de los problemas patrimoniales de las empresas. Por otro lado, en la evaluación del potencial uso de este esquema, las autoridades económicas han procurado invertir en reputación, de manera de mejorar la cotización global de las obligaciones de Chile en los mercados externos, descartándose el uso de una alternativa que originara disminuciones en el valor de mercado de estas deudas que permitieran una mayor recompra de éstas, como de hecho ha ocurrido en otras economías de la región. En este sentido, ha dominado la idea de que los potenciales

beneficios de una ganancia de capital, inducidos por una mayor recompra de deuda, serían sólo temporales y escasos con respecto a los beneficios que involucraría el crear las condiciones para una mayor afluencia de recursos a la economía en un futuro próximo. Planteado en otros términos, la mantención de una política económica más estable tendría no sólo beneficios en términos del logro de un razonable grado de equilibrio en las cuentas macroeconómicas, sino que además en términos de crear condiciones más favorables para la economía en el mediano plazo, de manera que el nivel de deuda externa no conlleve en sí una restricción para el acceso del país al financiamiento, sino que la capacidad de administrar el mismo.

Frente al mismo objetivo de crear condiciones favorables para una mayor inversión en la economía, en el sector público se planteaba la dificultad de que importantes empresas de este sector se encontraban con limitaciones al acceso de financiamiento. Ello, debido a la existencia de límites al endeudamiento del sector público en los programas acordados con el FMI, o bien, porque su realización en manos públicas involucraría una estructura de propiedad de capital de la economía incompatible con el proyecto de una economía de mercado. De este modo, durante los últimos años (1985-1987) se ha llevado a cabo un importante proceso de venta de acciones de empresas públicas, al igual que se utilizó este esquema para la devolución al sector privado de los Bancos de Chile y de Santiago<sup>19/</sup>. La puesta en marcha de un programa de privatiza-

ción de empresas públicas, como también la venta de acciones de los bancos intervenidos a través de un crédito otorgado por la Corfo, ha sido objeto de cuestionamientos<sup>20/</sup>, tanto desde un punto de vista ideológico - en los que se destaca la necesidad de una fuerte presencia estatal en ciertas áreas de actividad como la energía y telecomunicaciones - como también por los mecanismos usados para llevar adelante este proceso. Sin pretender desarrollar aquí una discusión con respecto a la forma en que se ha realizado este proceso de privatización, es necesario considerar la incidencia del mismo sobre el manejo económico de corto y mediano plazo. Por un lado, en el caso de los bancos intervenidos, la puesta en marcha de un programa en la que se crean nuevos propietarios de estos bancos y se los devuelve al sector privado, tiene no sólo una incidencia importante sobre las expectativas de la comunidad - en la medida en que se logra ir definiendo de alguna forma la propiedad de estas empresas, de un modo coherente con la orientación general de la política económica - sino que además contiene un elemento de incentivos sobre la gestión de estos bancos. En efecto, mientras la exigencia de destinar las utilidades correspondientes a los antiguos accionistas de los bancos a la recompra de la cartera vendida al Banco Central creaba ciertos incentivos sobre el manejo de estas instituciones, la necesidad de reportar utilidades a los nuevos accionistas crea los incentivos necesarios para la progresiva normalización de este sector.

Con respecto a la privatización de empresas públicas, las autoridades enfrentaban el dilema de mantener una fuente importante de ingresos públicos, como era el caso de la mayoría de las empresas, o bien se aprovechaba el proceso de transformaciones y ordenamiento de la economía para conseguir una mayor participación privada en importantes áreas que se encontraban prácticamente bajo el monopolio del sector público. Por otra parte, se observaba que era precisamente en estos sectores - energía, telecomunicaciones, entre otros - donde se ofrecían interesantes alternativas de inversión en el corto y mediano plazo, luego su privatización resultaba plenamente coherente con una mayor actividad privada en este sentido.

Cabe señalar que en las decisiones adoptadas con respecto a la privatización de empresas públicas, ha tenido una ponderación importante el deseo de las autoridades económicas de aprovechar el proceso de ajuste de la economía para producir esta reasignación de recursos hacia el sector privado. Desde luego, no resultaba razonable esperar un desarrollo importante de la iniciativa privada si una fracción significativa de sectores con una alta rentabilidad se encontraban restringidos al monopolio de empresas del Estado. Similarmente, los inversionistas extranjeros sólo se encontrarían dispuestos a comprometer recursos en el país en tanto dispusieran de proyectos suficientemente atractivos. Luego, restringir las posibilidades de inversión a determinadas áreas y dejar el privilegio de hacerlo en otras para el Estado, ciertamente no constituía una solución consistente con una economía de mercado.

## 5.- REFLEXIONES FINALES

Durante los últimos años, la economía chilena ha experimentado importantes transformaciones como resultado de las diferentes reformas introducidas por la política económica con el objeto de enfrentar la crisis de comienzos de la década (1981-II Trimestre, - 1983 - I Trimestre). De esta manera, la necesidad de profundizar y perfeccionar las transformaciones iniciadas en la década anterior, las que apuntaron básicamente a hacer más competitiva y eficiente la economía, debió ser armonizada y complementada con las acciones de política necesarias para enfrentar los significativos cambios experimentados por el escenario económico externo. Consecuentemente con los objetivos planteados, un elemento sobresaliente dentro del programa económico ha sido el estímulo al desarrollo del sector exportador no tradicional, verificándose de hecho una importante respuesta del mismo a las convenientes condiciones de rentabilidad que les ha configurado la política económica (Cuadro N°7). Dentro de este objetivo, la mantención de una política de estabilización del tipo de cambio real a un nivel coherente con las restricciones y perspectivas de mediano plazo de la economía chilena, ha tenido un rol preponderante. De este modo, similarmente a lo observado con los volúmenes físicos exportados, durante los últimos años se verifica un significativo crecimiento en los diversos indicadores de actividad del sector productor de bienes transables. Así, entre septiembre de 1982 - período que marca el nivel más bajo de ocupación en

el ciclo, de acuerdo con las estadísticas que elabora al respecto la U.de Chile - e igual mes de 1987, la ocupación en este sector<sup>21/</sup> ha crecido a una tasa anual de 7,5%, en tanto que en igual período la ocupación en el sector no transable<sup>22/</sup> ha aumentado en un 5,0%. Similarmente, entre el primer semestre de 1982 e igual período de 1987, el PGB del sector transable<sup>23/</sup> ha crecido a una tasa promedio anual de 4,9%, mientras que el sector no transable<sup>24/</sup> lo ha hecho en un 4,5%.

Por otra parte, la verificación de un progresivo mejoramiento en las cuentas externas ha llevado a un incremento en la transferencia neta de recursos al exterior, no obstante que ésta se ha mantenido hasta 1987 en un nivel inferior al del resto de las economías latinoamericanas. (Cuadro N°8)

Finalmente, se ha llevado adelante un complejo proceso de saneamiento financiero de bancos y empresas, lo que ha involucrado realizar, a través de diversos mecanismos, un programa de capitalización de éstos. Además, la ausencia de reglas predeterminadas que hicieran posible resolver en forma eficiente la asignación de los derechos y obligaciones de las diversas partes involucradas en la crisis financiera, ha hecho necesario ir resolviendo gradualmente estas dificultades, las que han resultado particularmente engorrosas debido a las complejas conexiones existentes entre bancos y sociedades de empresas. Sin embargo, durante los últimos años se han logrado avances sustantivos en esta materia, los que se mani-

fiestan en la reprivatización de los bancos intervenidos y empresas vinculadas a éstos, al igual que la recuperación exhibida por la actividad financiera.

Como se indicó anteriormente, la política económica implementada durante los últimos años se ha construido sobre la base del reconocimiento de las restricciones existentes sobre un nivel de gasto, como consecuencia de las dificultades de acceso al financiamiento externo; y en el objetivo de configurar una economía de mercado, abierta al comercio exterior. Dentro de esta estrategia, la inversión en reputación es un elemento importante, en la medida en que una conducta caracterizada por el propósito de mantener relaciones armónicas con la comunidad financiera internacional, es sostenible, y también imitable por otras economías, en tanto no se produzcan conductas de tipo "adverse selection" por parte de ésta, sino que se estimule la adopción de esta estrategia. En otros términos, para una economía pequeña, a la que los cambios en la situación económica internacional la han afectado fuertemente, llevando a importantes caídas en el consumo y salarios reales, la posibilidad de mantener un acceso estable al financiamiento externo constituye un aspecto fundamental dentro de su estrategia de mediano plazo. En este sentido, la capacidad que demuestre la economía chilena durante los próximos años de compatibilizar un crecimiento razonable en sus índices de actividad, con un cumplimiento de sus obligaciones externas,

debería constituir un antecedente importante dentro de la estrategia para enfrentar el problema de la deuda, en tanto reflejaría que más que el nivel exhibido por ésta, lo relevante en la evaluación de las economías, debe ser la capacidad de éstas de obtener un buen desempeño, que les permita administrar eficientemente sus flujos externos .

Al igual que en el caso de las restantes economías latinoamericanas, el comportamiento de la economía chilena durante los próximos años debe verse significativamente influido por la evolución que observen las economías industrializadas. De esta manera, es incuestionable que la posibilidad de que las economías endeudadas resuelvan adecuadamente sus dificultades de pagos externos, dependerá críticamente de la forma en que las economías desarrolladas enfrenten sus propios problemas de desajuste de gasto. Así, la eventual agudización de tendencias proteccionistas que actualmente se observan en estas economías, no sólo afectarían negativamente a las economías endeudadas, a través del impacto de estas políticas sobre el nivel de los términos de intercambio, sino que además se estimularía la adopción de una "estrategia rupturista" frente a la comunidad financiera internacional, con los consecuentes costos de bienestar que involucra la reducción del comercio de bienes y activos.

Desde el punto de vista de las dificultades que deberá resolver la economía chilena en el mediano plazo, un elemento determinante es la mantención de una política de austeridad, que estimule el ahorro y la inversión. Ciertamente, una mayor intervención del Gobierno en las negociaciones de salarios - las que actualmente se encuentran descentralizadas y se sitúan a nivel de las empresas como unidad productiva - no sólo afectará negativamente el nivel de ocupación, sino que además las posibilidades de sostener el programa macroeconómico en los términos en que se encuentra éste definido actualmente. Para la política económica se plantea la difícil situación de conseguir un mejoramiento progresivo en los niveles de remuneraciones reales, sin que ello involucre comprometer las metas de ahorro y empleo, pero que tampoco se llegue a una situación como la observada en otras economías latinoamericanas en las que la realización de una voluminosa transferencia de recursos al exterior indujo a una violenta caída en la participación global del trabajo en el PGB, lo que llevó a una fuerte presión para que se realizaran cambios drásticos en la política económica, los que finalmente ocurrieron, con graves costos para el normal funcionamiento de la economía y sus perspectivas de mediano plazo.

Como se indicó anteriormente, a la política cambiaria le ha correspondido un importante papel dentro del proceso de nor-

malización de la actividad económica tras la crisis, y en el mejoramiento de la posición de las cuentas externas. Por otra parte, el hecho de que se haya implementado una política de tipo de cambio real ha permitido minimizar las variaciones en el nivel de esta variable ante cambios en la tasa de inflación, lo que a su vez contribuye a reducir los movimientos especulativos que se originan cada vez que se percibe que el tipo de cambio real se encuentra desalineado con respecto a lo que se estima constituye un nivel de equilibrio. Frente a los beneficios que tendría la adopción de la señalada regla cambiaria, es necesario oponer el hecho de que a través de ésta la autoridad económica está intentando sostener un precio relativo a través de adivinar su trayectoria de mediano plazo. Así, el beneficio de una mayor predictibilidad en esta variable, se enfrenta con el hecho de que desviaciones en torno al equilibrio producirán desajustes en otros sectores de la economía. En consecuencia, es importante destacar que si bien el éxito de la política de ajuste ha radicado en buena medida en la acertada conducción de la política cambiaria, su manejo futuro será un elemento determinante de que estos buenos resultados puedan mantenerse.

Al examinar la organización de la economía chilena, resalta el alto grado de indexación de los diferentes contratos que en ésta se realizan. Para una economía que frecuentemente es afectada por shocks reales<sup>25/</sup> - ya sea de términos de intercam-

bio, tasas de interés externas, o simplemente problemas climáticos - esta rigidez en el movimiento de los precios relativos a que induce la indexación salarial, constituye un elemento nocivo en el propósito de lograr una mayor estabilidad de la actividad económica. De aquí que a pesar del antecedente adverso que representa casi un siglo de historia inflacionaria, es importante para el buen éxito de la política económica de mediano plazo, la creación de un cuadro macroeconómico que permita reducir la tasa inflación, de modo de ir eliminando las señaladas rigideces<sup>26/</sup>. Lo anterior no sólo implica comprometer a la autoridad monetaria en la implementación de un manejo de la cantidad de dinero coherente con este resultado - por cuanto son conocidos los incentivos que existen para apartarse de estas reglas una vez que adquieren algún grado de credibilidad- <sup>27/</sup> sino que además de la configuración de un contexto institucional en el que verdaderamente el Banco Central se encuentre en condiciones de llevar adelante reglas estables y predecibles de política monetaria.

Con relación al punto anterior, un aspecto de gran importancia radica en la efectiva puesta en marcha de un sistema financiero en el cual exista algún grado no despreciable de ajuste vía precios<sup>28/</sup>. Ello por cuanto, no sólo se reduce fuertemente la presión sobre el manejo monetario ante eventuales problemas financieros, sino que además, porque se reducen los incentivos perversos de un sistema en el que existe, en forma implícita o explícita, un seguro oficial sobre los depósitos.

Durante los últimos años, la economía chilena ha consolidado importantes progresos en su programa de ajuste y reordenamiento interno. Un aspecto sobresaliente dentro de esta política ha sido la adhesión que se ha mantenido a la filosofía central de la estrategia de desarrollo iniciada a mediados de la década anterior.

En los próximos años, la posibilidad de que la economía chilena continúe exhibiendo un desempeño satisfactorio dependerá, en buena medida, de la capacidad de ésta en elevar sus niveles de ahorro e inversión; y también de la trayectoria que registre la economía mundial. Tanto para el logro de mayores tasas de ahorro e inversión, como para reducir la vulnerabilidad de la economía frente a perturbaciones de origen externo, se requiere de progresos sostenidos en la estructuración de una institucionalidad económica estable y eficiente, definida ésta como el contexto en el cual tienen lugar las relaciones contractuales en la economía.

## N O T A S

- 1/ Desde luego, este tipo de conducta se sustenta en la hipótesis en que la contraparte - en este caso la banca acreedora y los organismos multilaterales - discrimina apropiadamente entre los deudores, dependiendo del tipo de estrategia que éstos sigan para resolver sus dificultades. En la medida en que esto no ocurra, ciertamente se crearán incentivos para la búsqueda de fórmulas de colusión entre los deudores, de modo que para los acreedores resulta de importancia hacer efectiva y perceptible esta discriminación.
- 2/ Luego de la implementación de un enérgico programa de estabilización de precios, el establecimiento de una regla de tipo de cambio fijo llevó a que la política crediticia se subordinara a la mantención de esta regla. De este modo, el masivo ingreso de capitales que tuvo lugar a comienzos de la presente década, dio origen a una importante acumulación de reservas internacionales.
- 3/ Un primer síntoma fue la tendencia a la baja experimentada por la rentabilidad de los Fondos Mutuos y la Bolsa de Comercio, casi simultáneamente con el inicio del ciclo recesivo, a mediados de 1981.
- 4/ Ciertamente la combinación de problemas financieros domésticos, con dificultades en balanza de pagos, llevaban a pensar en este tipo de alternativas para mantener riqueza, frente al aumento en el costo de mantener dinero, tal como sugeriría un esquema del tipo desarrollado por Calvo y Rodríguez. (1977)
- 5/ Por ejemplo, véase Harberger (1984)
- 6/ Al respecto véase Rosende y Vergara (1986)

- 7/ Desde luego los defensores de la adopción de políticas expansivas de demanda agregada no postulaban como una consecuencia de éstas un incremento en la tasa de inflación, sino que argumentaba que éste llevaría a un incremento en la actividad dados los márgenes de "capacidad ociosa" existentes.
- 8/ Las reservas internacionales a fines de 1981 alcanzaban a US\$ 3.775,0 lo que equivalía aproximadamente a siete meses de importaciones.
- 9/ Dada la existencia de un tipo de cambio fijo y unitario entre las obligaciones de la banca y la unidad de cuenta, la regla cambiaria prevaleciente para la moneda extranjera sólo hubiera podido sostenerse, en la medida en que el total de las reservas internacionales fuera igual o superior al total de la deuda convertible del sistema monetario.
- 10/ Desde luego, la sola ruptura de la regla de tipo de cambio fijo prevaleciente hasta junio de 1982, exacerbó un proceso de sustitución de monedas que se había venido verificando desde el inicio del ciclo recesivo. Sin embargo, la mantención de un crecimiento relativamente moderado de los precios (en 1982 la inflación alcanzó a 20,7%, en 1983 a 23,1%), conjuntamente con el respaldo otorgado a la banca, evitaron que tuviera lugar una especulación de mayor envergadura.
- 11/ En este contexto, el problema se planteaba básicamente por la sobredeterminación del sistema que involucraba una restricción al movimiento de los salarios nominales conjuntamente con la regla de cambio fijo. De hecho, en este caso se fijaba el tipo de cambio real, promovándose un ajuste vía cantidades frente a alteraciones a la baja en el gasto, o inflación en el caso que éstas fueran al alza. Al respecto véase Rosende (1985)

- 12/ Previo a la elevación de la tasa media de aranceles en 1984, las autoridades económicas plantearon la necesidad de incrementar la tasa de impuesto sobre el consumo de ciertos bienes calificados como "suntuarios". Este proyecto fue desechado por lo que se optó finalmente por elevar la tasa arancelaria para reducir el crecimiento del déficit fiscal y el déficit en la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos.
- 13/ Como se indicó antes, esta mayor inflación se explicaba fundamentalmente a que a fines de septiembre de 1984 se devaluó el peso en un 23,7%, y se elevaron los aranceles de 20 a 35%.
- 14/ Interpretación de este fenómeno se encuentran en Harberger (1984), Rosende y Toso (1985), Barandiarán (1985), Zahler (1985) y Arellano (1985), Rosende y Vergara (1986), entre otros.
- 15/ Esta interpretación se desarrolla en Rosende y Vergara op. cit.
- 16/ Ello, a través de la administración de los principales bancos nacionales del país.
- 17/ Una explicación y análisis de estos mecanismos se encuentra en F.Garcés (1987)
- 18/ De acuerdo a estimaciones preliminares la reducción en el stock de obligaciones externas ha permitido ahorrar más de US\$ 150 millones en pago de intereses, durante los años 1986 y 1987.
- 19/ Sobre este punto véase Rosende y Reinstein (1986)
- 20/ Al respecto véase Piñera (1986) y Marfán (1986)
- 21/ Incluye sectores: Agrícola, Industrial y Minero.

- 22/ Incluye sectores: Construcción; Comercio; Servicios de Gobierno y Financieros; Servicios Personales y de los Hogares; Servicios Comunales y Sociales; y Transporte.
- 23/ Incluye: Agricultura; Pesca; Minería e Industria.
- 24/ Incluye: Construcción; Comercio; Transporte; Electricidad; Gas y Agua; y otros servicios.
- 25/ Un análisis histórico de los diferentes ciclos por los que ha atravesado la economía chilena se encuentra en De la Cuadra y Cortés (1985)
- 26/ Desde luego la existencia de beneficios no explotados del intercambio en presencia de cambios en las condiciones sobre las cuales se construyeron los contratos, induce a una revisión de los mismos. Sin embargo, en la medida en que sea posible reducir los costos inherentes a este proceso de ajuste, se habrá avanzado hacia un mayor grado de estabilidad en la economía.
- 27/ Sobre este tema véase Kyndland y Prescott (1977) y Barro y Gordon (1983)
- 28/ Mecanismo que de hecho se encuentra contenido en la reforma a la legislación bancaria reciente implementada, de manera que la labor de la autoridad económica en esta materia es transmitir al mercado su disposición a hacer efectivo este mecanismo de ajuste en las circunstancias en que la situación financiera de uno o más bancos lo requiera.

R E F E R E N C I A S

- J.P.ARELLANO "De la Liberalización a la Inter-  
vención: El Mercado de Capitales  
en Chile 1974-83" en Colección de  
Estudios Cieplan 11, Dic.1983.
- E.BARANDIARAN "Nuestra Crisis Financiera", Estu-  
dios Públicos N° 12, Primavera 1983
- R.BARRO Y D.GORDON "A Positive Theory of Monetary  
Policy in a Natural Rate Model"  
J.P.E. August 1983.
- H.BUCHI "Hacia una Economía Exportadora"  
Boletín Mensual Banco Central de  
Chile, Mayo 1987.
- \_\_\_\_\_ "Exposición sobre el Estado de la  
Hacienda Pública" Ministerio de  
Hacienda, Dic. 1985
- \_\_\_\_\_ "Exposición sobre el Estado de la  
Hacienda Pública" Boletín Mensual,  
Banco Central de Chile, Dic.1986
- G.CALVO Y C.RODRIGUEZ "A Model of Exchange Rate Determi-  
nation Under Currency Substitution  
and Rational Expectations" J.P.E  
June 1977.
- S.DE LA CUADRA Y H.CORTES "Recesiones Económicas, Crisis Cam-  
biarias y Ciclos Inflacionarios:  
Chile 1926-1982" Dcto.Investigacio-  
nes UC, 1984

- J.A.FONTAINE "Situación Macroeconómica y sus Perspectivas" Boletín Mensual, Banco Central de Chile, Abril 1987.
- F.GARCES "Comentarios sobre Conversiones de Deuda Externa en Chile" Boletín Mensual Banco Central de Chile, Abril 1987.
- A.C.HARBERGER "La Crisis Cambiaria en Chile en 1982" Cuadernos de Economía, Agosto 1984.
- F.KYNDLAND Y E.PRESCOTT "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans" J.P.E. 1977, N° 3.
- M.MARFAN "Venta de Empresas Públicas: Impactos a Futuro" Revista de Cieplan Dic.1986.
- P.PIÑERA "Opciones al Capitalismo Popular" Revistas de Cieplan, Julio 1986.
- F.ROSENDE "Tipo de Cambio y Salarios Reales: Consideraciones sobre el Caso Chileno" Cuadernos de Economía, Dic.-1985.
- F.ROSENDE Y R.VERGARA "Opciones de Política para el Sector Financiero" Cuadernos de Economía, Dic.1986.
- F.ROSENDE Y R.TOSO "Una Explicación para la Tasa de Interés Real en Chile" en Cuadernos de Economía, Abril 1984.
- F.ROSENDE Y A.REINSTEIN "Estado de Avance del Programa de Reprivatización en Chile" Estudios Públicos N° 23, Invierno 1986.

R.ZAHLER

"Las tasas de interés en Chile:  
1975-1982" en El Desarrollo Financiero de América Latina y el Caribe, Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Caracas, 1985.

CUADRO N°1

Producto Geográfico Bruto Sectorial Desestacionalizado  
(MMS 1977)

Período	Agricultura	Pesca	Minería	Industria	Total Sector			Elec., Gas y Agua	Otros	Total Sector	
					Trasmable	Construcción	Comercio			Transporte	No Trasmable
1981-I	7.038	519	7.293	20.606	35.456	5.830	17.855	2.022	30.600	61.518	96.974
	7.297	633	6.456	20.878	34.964	17.970	5.077	1.953	30.281	96.199	96.199
	7.798	743	7.153	20.550	36.244	5.941	16.039	1.974	31.009	92.305	98.549
	6.801	569	7.186	18.712	33.268	5.794	16.544	1.981	30.134	59.467	92.735
1982-I	6.928	723	7.208	16.766	31.625	5.098	16.802	1.980	27.895	56.431	88.056
	7.077	704	7.822	15.672	31.275	4.597	14.887	1.899	26.188	52.348	83.623
	7.003	686	7.648	15.674	31.011	4.271	13.544	1.980	24.906	49.111	80.122
	7.223	584	7.020	15.516	30.343	4.044	12.859	1.983	24.849	48.130	78.473
1983-I	6.725	764	7.293	15.951	30.733	3.916	13.831	2.023	26.579	49.829	80.562
	6.559	818	6.987	16.523	30.887	4.408	13.689	2.063	25.785	50.554	81.441
	7.041	632	7.299	16.294	31.266	4.445	13.706	2.089	25.934	50.621	81.887
	7.121	749	7.531	16.703	32.104	4.236	14.401	2.096	26.328	51.543	83.647
1984-I	7.249	753	7.869	17.644	33.505	4.227	13.814	2.173	26.899	51.912	85.417
	7.343	933	7.766	18.060	34.104	4.377	14.574	2.295	27.488	53.539	87.643
	7.352	775	7.364	18.026	33.487	4.424	13.860	2.204	27.589	54.087	87.574
	7.211	837	7.448	18.145	33.641	4.890	14.543	2.231	27.281	53.719	87.360
1985-I	7.633	1.012	7.550	18.083	34.278	4.849	14.749	2.245	27.275	54.072	88.350
	7.802	751	7.496	17.808	33.857	4.876	14.788	2.223	27.139	53.960	87.817
	7.578	818	8.013	18.007	34.416	5.258	14.905	2.312	27.259	54.688	89.114
	7.658	923	7.999	18.807	35.387	5.503	15.121	2.375	27.587	55.809	91.196
1986-I	8.534	827	7.882	18.463	35.706	5.315	15.368	2.386	26.066	56.290	91.996
	8.231	1.147	8.291	19.239	37.008	5.061	15.908	2.414	26.550	57.142	93.150
	8.215	764	7.821	19.582	36.412	5.000	15.591	2.451	26.857	57.379	93.751
	8.225	1.189	7.559	21.026	37.959	5.464	16.104	2.496	26.004	58.688	96.657
1987-I*	8.924	1.059	7.896	20.454	38.333	5.588	17.077	2.504	30.452	61.288	99.621
	8.485	926	7.823	19.774	37.118	5.636	16.739	2.515	30.276	60.594	98.112
	8.582	590	7.719	20.719	37.590	5.961	16.583	2.540	26.968	60.868	98.459

\* Provisional Data

## CUADRO Nº 2

DEUDA EXTERNA DE CHILE DE MEDIANO Y LARGO PLAZO  
SERIES NOMINALES Y SERIES EN DOLARES DE 1976  
(Millones de US\$ y porcentajes)

AÑO	I		II		III		IV		V	
	DEUDA EXTERNA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO (US\$ de cada año)	RESERVAS (US\$ de cada año)	DEUDA EXTERNA DESCONTADAS LAS RESERVAS (US\$ de cada año)	DEUDA EXTERNA DESCONTADAS LAS RESERVAS (US\$ DE 1976)	DEUDA EXTERNA DESCONTADAS LAS RESERVAS (1960=100)					
1970	2.767	394	2.373	3.996	369,7	367,0	369,7	367,0	369,7	367,0
1971	2.746	163	2.583	4.184	411,7	411,7	411,7	411,7	411,7	411,7
1972	3.002	76	2.926	4.450	386,4	386,4	386,4	386,4	386,4	386,4
1973	3.261	167	3.094	4.285	425,3	425,3	425,3	425,3	425,3	425,3
1974	4.056	94	3.932	4.598	370,1	370,1	370,1	370,1	370,1	370,1
1975	4.267	-129	4.396	4.566	360,4	360,4	360,4	360,4	360,4	360,4
1976	4.274	108	4.166	4.865	328,6	328,6	328,6	328,6	328,6	328,6
1977	4.510	273	4.237	5.339	512,1	512,1	512,1	512,1	512,1	512,1
1978	5.923	1.058	4.865	5.778	645,2	645,2	645,2	645,2	645,2	645,2
1979	7.507	2.314	5.193	6.976	722,5	722,5	722,5	722,5	722,5	722,5
1980	9.413	4.074	5.339	8.976	830,3	830,3	830,3	830,3	830,3	830,3
1981	12.553	3.775	8.778	9.495	929,1	929,1	929,1	929,1	929,1	929,1
1982	13.815	2.578	11.237	10.043	852,8	852,8	852,8	852,8	852,8	852,8
1983	14.882	2.023	12.859	11.237						
1984	16.963	2.056	14.907	12.859						
1985	17.650	1.867	15.783	14.907						
1986	17.814	1.778	16.036	15.783						
1987	17.181	1.778	15.403	16.036						

COLUMNA I: Deuda Externa de Mediano y Largo Plazo: Se refiere a la deuda pública y privada al 31 de diciembre de cada año. La deuda pública comprende los créditos externos desembolsados y pendientes de pago del sector público y sector privado con garantía pública. La deuda privada está formada por los créditos desembolsados y pendientes de pago del sector privado sin garantía pública. Se excluye la deuda con el FMI y la deuda externa pagable en moneda nacional.

COLUMNA II: Reservas: Activos del Banco Central menos el pasivo con el FMI. El oro está valorado a precios de mercado y los convenios de créditos recíprocos se consideran en su valor "neto".

COLUMNA III: Deuda Externa Descontada las Reservas: Columna I menos Columna II.

COLUMNA IV: Deuda Externa Descontada las Reservas en dólares de 1976: Corresponde a la Columna III deflactada por el Índice de Precios al por Mayor de EE.UU. con base diciembre 1976.

COLUMNA V: Índice Deuda Externa Descontada las Reservas en dólares de 1976: Se refiere al índice de variación de la serie presentada en la Columna IV, con base 1960=100.

CUADRO 3-A

TASAS DE INTERES EFECTIVAS PAGADAS POR BANCOS

EN OPERACIONES DE 90 A 365 DIAS

		OPERACIONES REAJUSTABLES											
MES		1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987		
I	BANCOS	19,50	18,10	12,64	6,00	13,45	12,52	6,94	10,76	5,92	3,57		
	ENE.	19,50	19,77	13,10	9,67	15,78	9,57	8,26	7,82	5,37	3,51		
	FEB.	19,25	16,61	13,06	12,43	14,68	8,34	7,49	7,81	5,11	3,76		
	MAR.	15,87	18,09	9,35	16,13	15,98	8,58	5,37	9,07	4,60	3,94		
	ABR.	17,00	17,40	7,27	10,27	20,68	8,19	7,01	10,16	4,44	4,04		
	MAY.	16,80	17,93	6,98	18,14	15,62	8,29	7,86	8,70	3,91	4,57		
	JUN.	16,80	15,07	6,94	14,94	14,98	8,72	7,96	7,58	3,61	4,28		
	JUL.	16,80	10,75	6,22	17,85	9,97	6,82	8,07	7,87	3,60	4,29		
	AGO.	17,00	10,10	6,84	18,21	7,27	5,14	11,04	7,67	3,28	4,76		
	SEP.	17,00	9,22	6,28	14,10	5,67	5,31	9,08	7,38	3,14	5,12		
	OCT.	17,50	8,89	5,94	12,83	5,52	5,19	7,49	6,86	3,28	4,84		
	NOV.	17,50	11,68	6,33	7,36	5,90	6,06	14,63	6,20	3,47			
	DIC.												
	Tasa prom. anual acum.	17,54	14,47	8,42	13,16	12,13	7,73	8,44	8,16	4,13			

Tasa prom. anual acum.

		II SOC. FINANCIERAS											
II	SOC. FINANCIERAS	19,25	21,00	13,52	8,80	16,35	12,17	8,02	10,98	6,14	3,52		
	ENE.	19,25	20,25	12,60	9,90	15,93	14,81	8,12	8,13	5,59	3,54		
	FEB.	19,25	19,91	13,81	12,75	20,78	11,31	7,41	8,23	5,37	3,77		
	MAR.	17,00	17,58	11,30	17,64	18,00	10,71	5,91	8,95	5,00	3,99		
	ABR.	18,00	18,54	9,23	12,04	17,43	8,43	6,37	10,00	4,86	4,08		
	MAY.	18,00	19,38	9,01	17,51	19,18	9,03	7,86	9,21	4,11	4,37		
	JUN.	18,00	16,55	8,67	21,26	17,80	9,85	7,91	7,82	3,66	4,30		
	JUL.	18,00	10,97	9,13	15,04	12,21	8,73	8,32	8,15	3,49	4,30		
	AGO.	19,25	10,19	8,62	13,42	8,28	6,14	10,64	7,72	3,42	4,72		
	SEP.	20,40	9,46	8,11	17,21	5,63	6,20	9,13	7,64	3,47	5,15		
	OCT.	20,40	10,40	6,87	14,00	7,19	6,09	8,53	7,13	3,54	5,12		
	NOV.	20,40	14,21	10,12	10,54	13,68	7,12	13,74	6,58				
	DIC.												
	Tasa prom. anual acum.	18,93	15,70	10,08	14,18	14,57	9,22	8,50	8,38	4,36			

Tasa prom. anual acum.

## CUADRO 3-B

## TASAS DE INTERES EFECTIVAS COBRADAS POR LOS BANCOS

## EN OPERACIONES DE 90 A 365 DIAS

		OPERACIONES REAJUSTABLES											
MES		1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987			
I BANCOS	Ene.	24,97	19,20	12,17	19,72	10,04	8,40	9,91	9,01	6,88			
	Feb.	22,40	18,15	11,92	16,14	12,21	9,03	9,32	8,63	6,87			
	Mar.	26,10	18,56	12,97	16,21	11,40	7,90	9,20	8,46	6,77			
	Abr.	25,90	16,82	14,18	19,30	9,50	8,31	9,36	8,31	6,58			
	Maj.	26,18	16,62	14,80	20,98	9,16	7,59	9,67	7,94	7,13			
	Jun.	26,97	14,60	14,75	20,52	10,46	8,27	9,20	7,58	6,95			
	Jul.	24,65	14,43	14,35	23,17	9,27	8,71	9,74	7,56	7,21			
	Ago.	17,06	13,66	13,29	18,98	9,68	9,07	9,98	7,24	7,44			
	Sep.	22,39	12,79	13,69	14,63	9,26	10,08	9,61	6,86	7,52			
	Oct.	20,93	13,15	17,19	13,27	9,01	10,17	9,30	6,84	7,95			
	Nov.	20,01	12,93	18,67	10,76	9,73	9,61	8,97	6,96	7,87			
	Dic.	18,08	13,28	15,95	10,36	8,20	10,43	8,87	6,63				
Tasa prom. anual acum.		22,97	15,35	14,49	17,00	9,83	8,96	9,43	7,67				
II SOC. FINANCIERAS	Ene.	20,82	20,70	15,60	17,47	17,22	9,36	12,60	9,83	9,08			
	Feb.	19,04	19,29	14,93	17,64	16,30	11,80	12,53	10,59	9,46			
	Mar.	19,87	18,03	15,32	16,07	17,37	11,13	12,08	11,40	9,33			
	Abr.	17,48	18,46	18,17	18,20	14,36	11,35	8,11	10,44	9,07			
	Maj.	17,88	16,58	18,50	15,09	16,26	11,65	6,84	11,14	9,80			
	Jun.	19,62	16,47	16,79	14,70	14,78	11,18	11,83	9,46	9,95			
	Jul.	20,06	15,88	14,83	13,91	13,56	12,44	11,61	9,49	5,35			
	Ago.	19,02	15,23	17,24	13,29	13,02	12,58	12,19	10,22	9,39			
	Sep.	15,34	12,80	14,47	18,61	11,67	12,77	11,85	10,32	8,78			
	Oct.	17,13	14,26	14,82	17,10	10,99	12,73	11,89	9,20	9,22			
	Nov.	17,38	13,78	15,27	17,45	10,05	13,04	10,51	9,76	9,84			
	Dic.	18,21	14,26	15,45	18,54	11,31	12,86	9,98	2,36				
Tasa prom. anual acum.		18,50	16,31	15,78	16,51	13,91	11,91	10,92	9,55				

CUADRO N° 4

BALANZA DE PAGOS  
(Millones de US\$)

ESPECIFICACION	1980	1981	1982	1983 1/	1984 1/	1985 1/	1986 1/	1987 2/
I. CUENTA CORRIENTE	-1.971	-4.733	-2.304	-1.117	-2.060	-1.729	-1.091	-892
1. Balanza Comercial	-764	-2.677	63	986	293	849	1.100	1.079
Exportaciones	4.705	3.836	3.706	3.831	3.650	3.804	4.199	5.045
-Cobros	2.125	1.738	1.685	1.875	1.604	1.789	1.757	2.145
-Otras	2.580	2.098	2.021	1.956	2.046	2.015	2.442	2.901
Importaciones	-5.469	-6.513	-3.643	-2.845	-3.357	-2.955	-3.099	-3.967
2. Servicios No Financieros	-390	-701	-555	-452	-434	-338	-388	-673
3. Servicios Financieros	-930	-1.463	-1.921	-1.748	-2.018	-1.901	-1.887	-1.801
4. Transferencias	113	108	109	97	99	61	84	103
II. CUENTA DE CAPITALES 3/	3.215	4.800	1.139	576	2.077	1.230	864	932
1. Inversión Extranjera 6/	170	362	384	132	67	112	319	609
2. Amortizaciones 4/	-1.438	-1.819	-1.259	-895	-488	-625	-719	-792
3. Desamortizos Créditos de Mediano y Largo Plazo	3.541	5.090	2.609	1.934	1.620	1.471	1.219	1.028
-Crédito Banca Exter. 5/	(-)	(-)	(-)	(1.300)	(780)	(714)	(370)	(0)
-Otros	(3.541)	(5.090)	(2.609)	(634)	(840)	(757)	(849)	(1.028)
4. Otros 7/	942	1.167	-795	-695	698	427	370	-133
III. BALANZA DE PAGOS (I + II)	1.244	67	--1.165	-541	17	-99	-227	-45

1/ Cifras provisionales.

2/ Proyección

3/ Incluye variación de corto plazo del Banco Central e incluye partida "errores" y "omisiones".

4/ Amortizaciones totales, netas de refinanciamientos. Incluye amortizaciones extraordinarias por capitalización de créditos y por Cap. XVIII sólo en 1985.

5/ "Dinero Nuevo" de la banca extranjera. En 1986, incluye cofinanciamiento BIRF.

6/ Incluye capitalizaciones de créditos, y, partir de 1985, inversión con pagarés de deuda externa (Capítulo XIX).

7/ Incluye operaciones del Capítulo XVIII sólo en 1985.

CUADRO 5-A

INDICADORES MONETARIOS

		<u>M1A REAL</u>
		(millones \$ '77)
1980	I	22.646
	II	24.445
	III	24.515
	IV	25.832
1981	I	28.130
	II	28.163
	III	26.079
	IV	27.453
1982	I	26.982
	II	26.359
	III	23.356
	IV	20.722
1983	I	24.858
	II	22.478
	III	21.026
	IV	20.694
1984	I	23.026
	II	23.840
	III	22.349
	IV	19.277
1985	I	21.294
	II	20.420
	III	19.867
	IV	20.052
1985	I	22.443
	II	23.341
	III	24.134
	IV	25.030
1987	I	26.846
	II	25.909
	III	24.733

CUADRO 5-B

CARTERA VENCIDA\*

	<u>CARTERA VENCIDA</u>	<u>CARTERA VENCIDA+CARTERA VENDIDA</u>
	(% de Colocaciones)	<u>AL BANCO CENTRAL</u>
		(% sobre Colocaciones+Cartera Vendida)
1980	1,2	1,2
1981	2,3	2,3
1982	4,1	7,8
1983	8,4	16,8
1984	8,9	18,1
1985	3,5	22,4
1986	3,2	19,6

\* Balance a diciembre

FUENTE: Boletín Superintendencia de Bancos

PAPELES PUBLICOS\* (% de M1)

1981	Q1	11,5
	Q2	11,3
	Q3	11,4
	Q4	10,6
1982	Q1	9,5
	Q2	9,4
	Q3	15,8
	Q4	29,7
1983	Q1	52,0
	Q2	87,4
	Q3	109,7
	Q4	112,4
1984	Q1	102,3
	Q2	94,8
	Q3	105,5
	Q4	132,1
1985	Q1	124,6
	Q2	137,8
	Q3	155,7
	Q4	171,3
1986	Q1	166,49
	Q2	187,04
	Q3	179,39
	Q4	181,11
1987	Q1	182,11
	Q2	203,49
	Q3	229,67

\* Incluye Documentos del Banco Central y Pagars de Tesorería.

FUENTE: Informe Económico y Financiero, Banco Central de Chile.

## Cuadro N°6

Reducción de la Deuda Externa de Chile  
por Concepto de Operaciones Cap. XVIII, Cap. XIX y otras (1)  
(millones de dólares)

Concepto	Año 1985	Año 1986	Año 1987			Total Al 30.11.87
			I Trim.	II Trim.	III Trim.	
1) Capitalizaciones D.L. 600 y Otras	53.0 (4)	56.3	2.4	42.4	-	189.1
2) Capítulo XVIII y XVIII Anexo 4 (2)	115.2	410.6	133.5	94.6	160.0	1.119.2
3) Capítulo XIX (2)	25.8	203.4	225.6	49.9	71.5	634.5
4) Canje Cartera	41.0	27.2	-	-	-	68.2
5) Otras	88.3	275.9	65.1	64.5	95.4	691.4
TOTAL	323.3	973.4	426.6	251.4	326.9	2.902.4

(1) Se refiere a operaciones materializadas.

(2) Compendio de Normas de Cambios Internacionales.

(3) Octubre y Noviembre.

(4) Incluye US\$ 10.8 millones capitalizados antes de 1985.

CUADRO N° 7

INDICES DE CUANTUM DE EXPORTACIONES DE BIENES (FOD)  
(base 1977=100)

<u>Año</u>	<u>Agropecuarias (1)</u>	<u>Miñeras</u>	<u>Industriales</u>	<u>Total</u>
1960	36	54	7	39
61	40	58	9	43
62	34	58	14	44
63	40	61	12	46
64	39	61	30	50
65	38	59	30	49
66	32	63	29	51
67	36	67	23	52
68	42	66	33	54
69	41	66	33	55
1970	43	65	39	56
71	45	67	36	57
72	20	60	25	47
73	21	65	22	50
74	38	93	39	74
75	56	79	60	72
76	76	94	91	92
77	100	100	100	100
78	127	103	112	107
79	157	99	155	119
1980	157	111	159	128
81	161	111	127	119
82 (2)	189	123	153	136
83 (2)	209	126	147	137
84 (2)	237	129	160	145
85 (2)	297	140	180	162
86 (2)				171

(1) Incluye exportación de algas

(2) Provisorio

Fuente: En base a información del Depto. Cuentas Nacionales.

## CUADRO N° B

Transferencia Real<sup>1/</sup>

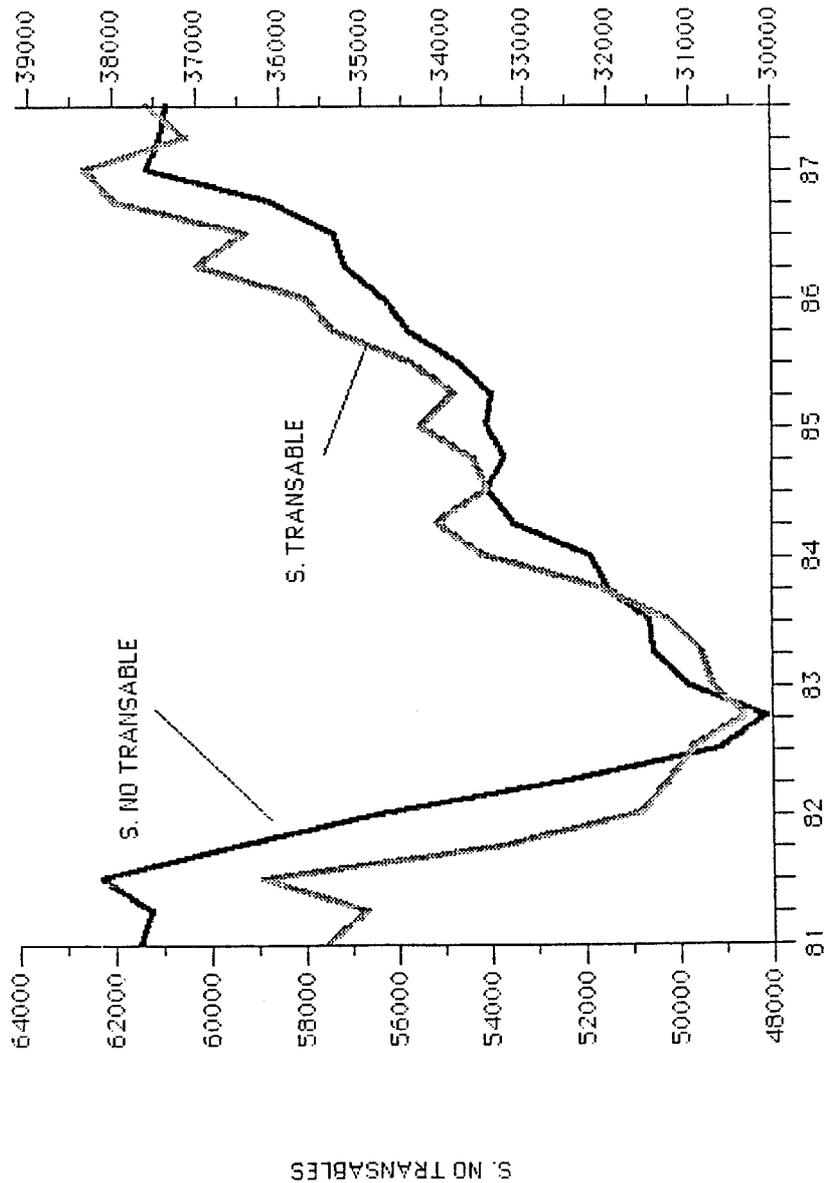
	(en millones de dólares)					(como % del total de deuda ext.desembolsada)				
	<u>1984</u>	<u>1985</u>	<u>1986</u>	<u>1987</u>		<u>1984</u>	<u>1985</u>	<u>1986</u>	<u>1987</u>	
<u>América Latina</u>	35.005	30.054	14.356	19.640		9,5	8,0	3,7	4,8	
<u>Países Export.de Petróleo</u>	22.448	16.167	5.335	10.745		14,5	10,3	3,3	6,4	
<u>Países No Export.de Petróleo</u>	12.557	13.887	9.021	8.895		5,9	6,3	3,9	3,6	
<u>Países Seleccionados</u>										
Argentina	3.213	4.350	1.593	700		6,8	9,0	3,1	1,33	
Brasil	11.343	10.763	6.216	8.600		11,1	10,2	5,6	7,4	
Chile	-141	512	712	615		-1,7	2,5	3,4	3,0	
México	13.988	8.944	5.791	11.000		14,5	9,1	5,7	10,4	
Perú	787	950	-320	-640		5,9	6,9	-2,2	-4,1	
Venezuela	6.907	5.405	-74	1.225		19,8	16,0	0,0	3,8	

<sup>1/</sup> Definida como el saldo de la balanza de bienes y servicios.

FUENTE: Elaborado a base de datos de CEPAL "Balance Preliminar de la Economía Latinoamericana 1987".

GRAFICO N° 1-

PGB DESESTACIONALIZADO S. TRANSABLE Y S. NO TRANSABLE  
millones de pesos de 1977



S. NO TRANSABLES

S. TRANSABLES

GRAFICO 1-B

EVOLUCION PGB SECTOR NO TRANSABLE  
millones de \$ de 1977

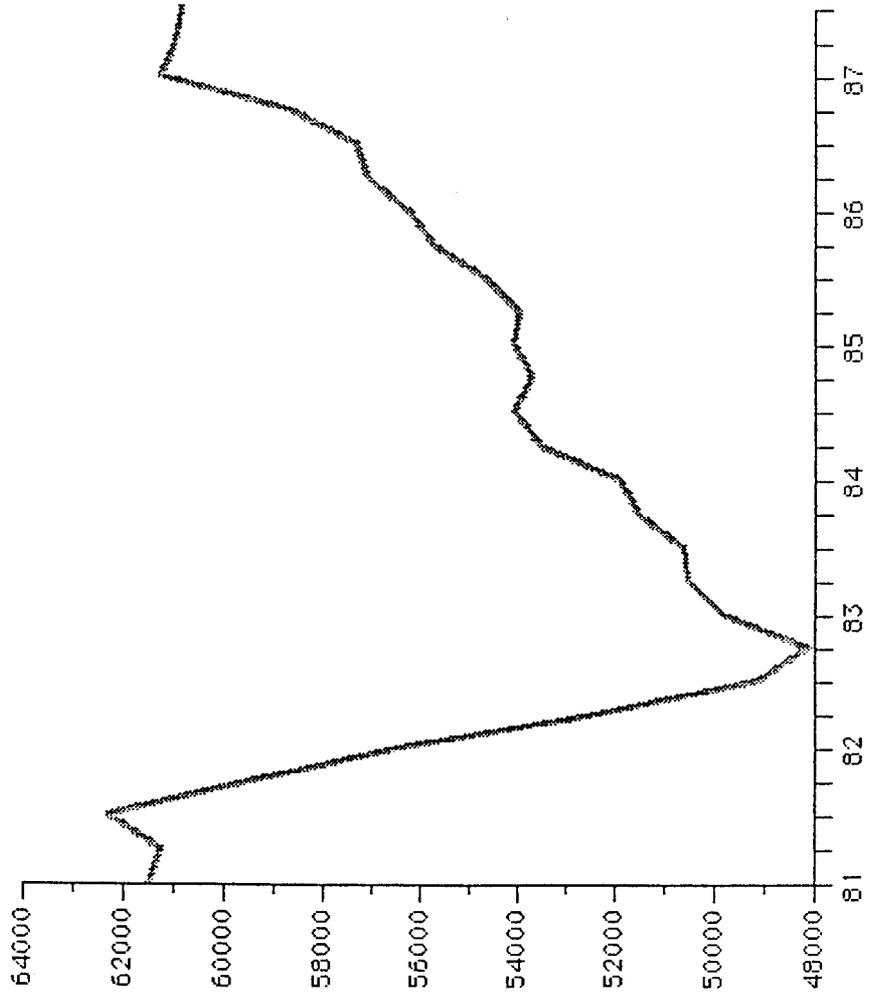


GRAFICO N°1-C

EVOLUCION PGB SECTOR TRANSABLE  
millones de \$ de 1977

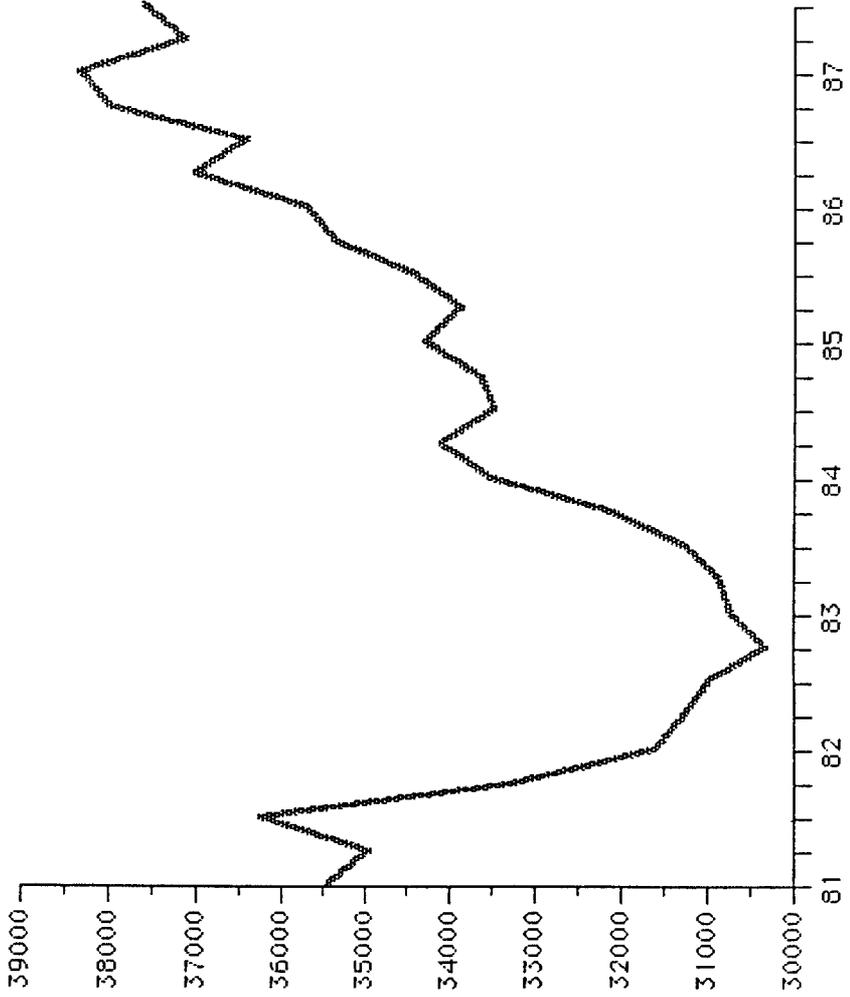


GRAFICO N° 1-D

TENDENCIA CICLICA  
INDICE DE VENTAS v/s INDICE DE PRODUCCION  
SOFOFA Base 1960=100

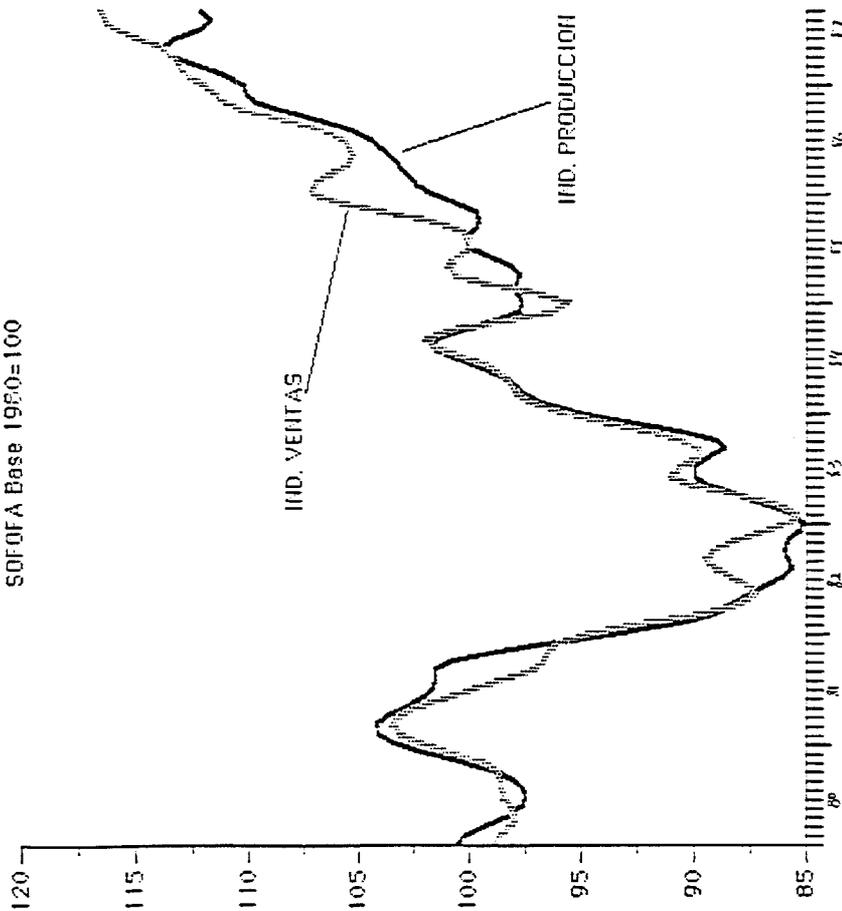
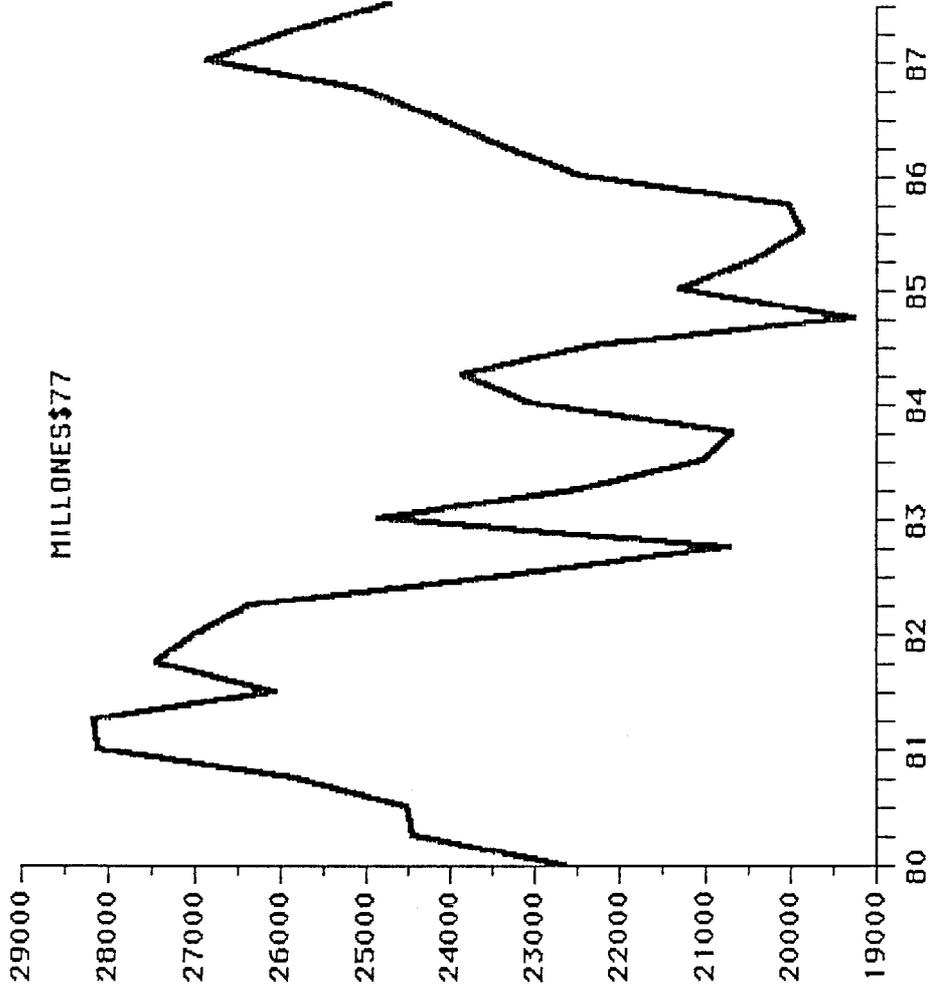


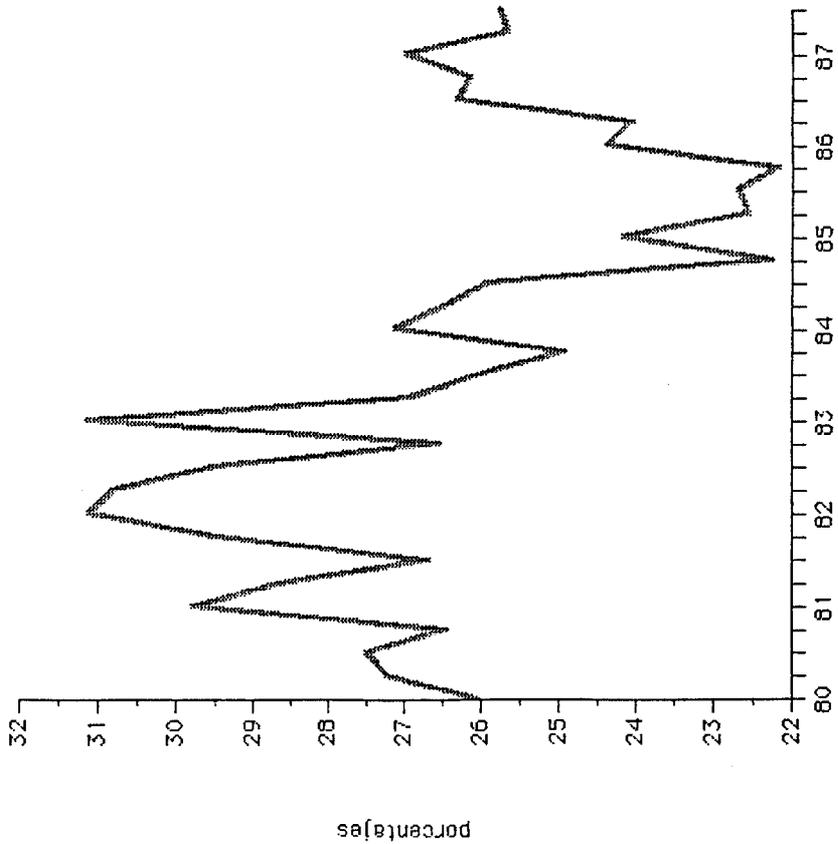
GRAFICO 2-A

MIA-REAL

MILLONES\$77



MIA REAL/FGB REAL



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 Gutiérrez U.
31.	Evolución del endeudamiento externo en Chile : 1982-1987. 1988.	Cristián Salinas C.