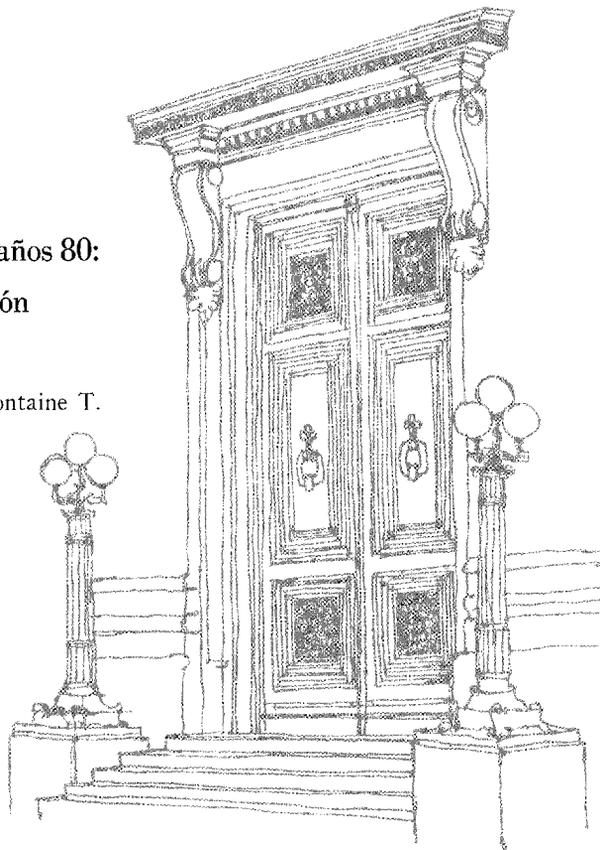


# Serie de Estudios Económicos

Nº 34

Economía chilena en los años 80:  
ajuste y recuperación

Juan Andrés Fontaine T.



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

**SERIE DE ESTUDIOS ECONOMICOS**

**Nº 34**

**ECONOMIA CHILENA EN LOS AÑOS OCHENTA:  
AJUSTE Y RECUPERACION (\*)(\*\*)**

JUAN ANDRES FONTAINE T.

Diciembre, 1987

\*/ Este trabajo resume la experiencia chilena reciente desde la perspectiva que me otorga mi posición en el Banco Central de Chile. Las opiniones expresadas en él, sin embargo, son estrictamente personales y, por lo tanto, no representan necesariamente las de esa institución. Agradezco a Mariela Iturriaga su eficiente colaboración y a mis colegas del Banco Central las innumerables discusiones respecto de estos temas. Como de costumbre, todas las inexactitudes restantes son de mi exclusiva responsabilidad.

\*\*/ Este trabajo fue presentado en la conferencia "Deuda Externa Latinoamericana: perspectivas y soluciones", organizada por la Universidad Católica de Chile y que tuvo lugar en Viña del Mar, Chile, 14-15 de diciembre de 1987. El autor agradece los valiosos comentarios de los participantes en esa conferencia.

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

## INDICE

	Página
INTRODUCCION	7
1. CHILE Y LATINOAMERICA	9
2. LA GENESIS DEL DESEQUILIBRIO	11
3. AJUSTE CON CRECIMIENTO	15
4. ESTRATEGIA DE LA DEUDA EXTERNA	21
5. CONCLUSION	27
<b>CUADROS ESTADISTICOS</b>	
1. América Latina 1980-86: Indicadores de ajuste económico	29
2. América Latina: Ajuste y financiamiento	30
3. Chile: Términos de intercambio	30
4. Chile: Principales indicadores económicos	31
5. Chile: Composición de la demanda agregada	32
6. Chile: Precios claves	33
7. Sector Público no financiero	34
8. Agregados monetarios	35
9. Chile: Balanza de pagos 1984-1987	36
10. Fuentes de financiamiento externo neto	37
11. Chile: Deuda externa total	38
12. Conversiones de deuda	38
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	39
TITULOS PUBLICADOS DE LA SERIE DE ESTUDIOS ECONOMICOS	41

## INTRODUCCION

La experiencia económica chilena durante los primeros años de la década del ochenta ha sido objeto de intensa controversia, tanto en Chile como en el extranjero. Como muchos otros países de América Latina, este país experimentó una severa recesión en el período 1982-1983. Lo que parece otorgar un particular interés al caso de Chile, es que la crisis estuvo precedida por la implementación de una serie bastante coherente de reformas económicas orientadas al establecimiento de un sistema económico de mercado y abierto al exterior<sup>1/</sup>. Es, probablemente, tan interesante como considerar la conexión entre el experimento de libre mercado y la crisis económica subsiguiente, el hecho de que Chile ha enfrentado la crisis y ha sido capaz, en gran medida, de superarla, manteniendo inalterados los elementos básicos del mencionado modelo y aplicando políticas que pueden ser descritas como ortodoxas. Este trabajo resume la estrategia de ajuste y de recuperación aplicadas desde la crisis y sus (aún incipientes) resultados.

El trabajo está organizado de la siguiente manera: La primera sección compara brevemente la actuación de la economía chilena durante 1980-86 con la de otros países de Latinoamérica que ostentan altos niveles de deuda. La segunda sección describe el origen del desequilibrio entre gastos e ingresos que produjo la crisis 1981-82. La tercera sección describe las políticas y los resultados del período de ajuste y de recuperación durante 1984-86. La cuarta sección se refiere a la estrategia adoptada respecto de la deuda externa, incluyendo nuestro "best-seller", los **swaps** deuda/capital. La sección quinta y final resume las tres lecciones principales que se pueden extraer, en mi opinión, a partir del análisis anterior.

Antes de proseguir con la exposición, debo al lector una explicación. Este trabajo intenta describir, a grandes rasgos, las características principales de la experiencia reciente de ajuste y recuperación vivida por Chile. Pero temo que, dado que mi visión del asunto está influenciada por mi propia participación en algunos de los acontecimientos relatados, pueda haber introducido inadvertidamente un sesgo en la presentación que sigue. Sólo me cabe esperar que los lectores sean capaces de contrarrestarlo.

---

1/ Para un análisis de las causas de la crisis de 1982-83, véase Edwards y Edwards (1987), así como su extensa lista de referencias. Mi punto de vista, respecto de algunos asuntos tratados por ellos, se encuentra en Fontaine (1983).

## 1. CHILE Y LATINOAMERICA

Chile, como las demás economías latinoamericanas, se vio sacudido severamente por los acontecimientos externos de la primera mitad de la década del ochenta. Estos violentos acontecimientos fueron, esencialmente, los siguientes: (a) un dramático aumento de las tasas de interés aplicables a su deuda externa y, (b) una baja inesperada de sus términos de intercambio. Estos acontecimientos impactaron a los países de la región con particular intensidad porque, a partir de 1982 en adelante, su acceso al financiamiento externo se había visto severamente limitado<sup>2/</sup>.

El Cuadro N° 1 muestra la dimensión de los acontecimientos externos y los principales indicadores del consiguiente ajuste (tanto interno como externo) para los siete países con mayor deuda externa en Latinoamérica (Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Venezuela). El impacto de las tasas de interés y el impacto de los términos de intercambio son ilustrados, respectivamente, por la proporción entre el pago neto de servicios financieros y las exportaciones de bienes (columna 1)<sup>3/</sup> y el cambio experimentado por los valores unitarios de las exportaciones respecto de las importaciones (columnas 2.1 y 2.2)<sup>4/</sup>. Los indicadores de ajuste interno son, por supuesto, la variación del PGB (columna 3), inflación (columna 4), tasa de desempleo (columnas 5.1 y 5.2) y variación de salarios reales (columna 6).

El panorama que emerge del Cuadro N° 1 es desalentador. Todos los países de la muestra han experimentado una larga e intensa crisis económica. Una comparación de nivel relativo de aflicción, sin embargo, revela significativas diferencias en cuanto a la actuación observada, en los diversos países. Para los

---

2/ Para una completa descripción de la experiencia reciente de América Latina, véase Bianchi (1987).

3/ Los servicios financieros netos constituyen una buena aproximación de los pagos de intereses de los países -como los de la muestra- con bajos niveles de reservas e inversiones extranjeras respecto de su stock de deuda externa. La ventaja de presentarlos en relación con las exportaciones es que la proporción resultante está libre de problemas de valuación derivadas de las variaciones experimentadas por la tasa de cambio.

4/ Las variaciones de los términos de intercambio se consideran aquí como shock exógeno. Por supuesto que se puede decir que se ven afectados por decisiones de política interna. También, debido a problemas de medición (incapacidad para captar cambios en calidad y prácticas de sobrefacturación / subfacturación), pueden exhibir un espurio patrón procíclico.

fines establecidos en este trabajo, resulta interesante destacar que Chile, a pesar de ser uno de los países más afectados por el violento impacto de los intereses (precedido solamente por Argentina) y por el impacto de los términos de intercambio (encabezando la lista hasta el año 1985), arroja resultados consistentemente mejores que la media en crecimiento (o, más bien, menor descenso de PGB) y en inflación durante el período 1980-1986. Asimismo, el aumento experimentado por el desempleo desde 1980 hasta 1986 y la reducción observada en salarios reales son comparables a aquéllos experimentados por otros países que no se vieron tan severamente impactados por los desafortunados acontecimientos externos. Aún más, los resultados obtenidos por Chile revelan consistencia entre los cambios del PGB per cápita y los salarios reales, lo que apunta hacia la ausencia de importantes desequilibrios macroeconómicos ocultos. Chile, tampoco muestra un progreso espectacular en términos de crecimiento, estabilización, empleo, salarios o ajuste externo. Quizá es en este enfoque gradual, en el cual reside parte de la explicación del comportamiento macroeconómico relativamente bueno demostrado por Chile durante los últimos cuatro años.

Este enfoque gradual se puede apreciar también en la última columna del Cuadro N° 1. Muestra la balanza de recursos, vale decir, el superávit comercial en bienes y servicios (que a su vez constituye la contrapartida de la transferencia **real** de recursos al exterior) como una proporción de las exportaciones de bienes, para el período de ajuste comprendido entre 1983 y 1986<sup>5/</sup>. Sólo Colombia ostenta transferencia a su favor (un déficit comercial). De los países restantes, únicamente Chile muestra un nivel de transferencias al resto del mundo cercano al 10% de sus exportaciones. De hecho, los países restantes han efectuado sustanciales transferencias al exterior que van del 16% en el caso del Perú (reducido sustancialmente después de la moratoria declarada a mediados de 1985) al 39% en el caso de México, e incluyendo a Argentina (37%), así como a Brasil (35%). Una forma alternativa de presentar la misma información está contenida en el Cuadro N° 2, que muestra la fracción de pagos de intereses netos cubiertos por el superávit comercial (de bienes y servicios). Por ejemplo, en 1983-86 Chile pagó 24% de la cuenta neta de intereses con su superávit comercial, el 76% restante fue refinanciado mediante nuevo endeudamiento neto.

La política económica de Chile durante 1983-86 fue capaz de mantener una transferencia neta al exterior dentro de límites tolerables. Esto es, contuvo la tendencia observada en otros países a reaccionar exageradamente generando excesivos superávits comerciales (Brasil y México en 1984, Perú en 1983) así como la posterior reacción hacia la adopción de políticas expansivas insostenibles. El resto de este trabajo describe la combinación de políticas de ajuste y de financiamiento que se encuentran detrás de este resultado.

---

5/ De la contabilidad nacional sabemos que el balance de recursos (exportación de bienes y servicios menos importación de bienes y servicios) corresponde exactamente a la porción del PGB que no es consumido ni invertido en el país. De ese modo, refleja el flujo neto de transferencia de recursos del país al resto del mundo. Esta definición de transferencia es diferente de la utilizada por CEPAL. El concepto de CEPAL combina los flujos y (algunos) stocks porque suma cualquier reducción de las reservas internacionales oficiales. Un concepto aún más amplio incluiría también otras transferencias de stock. Por ejemplo, los swaps deuda/capital constituyen una forma de transferencia de stock que no está incluida en nuestro concepto de transferencia de flujo (ni en el de CEPAL).

## 2. LA GENESIS DEL DESEQUILIBRIO<sup>6/</sup>

Uno de los aspectos más impactantes (y a menudo pasado por alto)<sup>7/</sup> de la historia económica reciente de Chile está representado por el dramático deterioro experimentado por sus términos de intercambio. De un valor promedio de 100 para 1964-75, los términos de intercambio descendieron a 48 durante 1975-84 (Cuadro N° 3). La caída tuvo lugar íntegramente en 1975, consecuencia directa de la baja experimentada por el precio del cobre y el aumento del precio del petróleo. Entre 1976 y 1980, hubo una moderada recuperación de los términos de intercambio, pero el índice alcanzó un promedio de sólo 51 durante ese período. Posteriormente, en 1982-85, se produjo una nueva baja y el índice descendió a 42, el nivel más bajo desde la Gran Depresión.

El shock de términos de intercambio de 1975 fue enfrentado con un severo programa de ajuste y con la implementación de una amplia gama de reformas estructurales orientadas a establecer en Chile un mercado libre. Después de una severa recesión en 1975, la economía chilena experimentó, entre 1976 y 1979, una saludable expansión protagonizada por las exportaciones, con un PGB que aumentaba a niveles promedio de 7% al año (3% incluyendo el año 1975) y con exportaciones de productos y servicios que crecían a una tasa promedio anual de 13% en términos de volumen (Cuadro N° 4). Las tasas de inflación, que alcanzaron a 370% en 1975 descendieron, gradualmente, a 33% en 1979, a consecuencia de la disciplina fiscal y monetaria que se aplicó. La deuda externa neta descendió gradualmente en relación con las exportaciones, desde 3,1 veces en 1975 a 1,6 veces en 1979. De hecho, en 1979, hubo buenas razones para pensar que las políticas de ajuste estructural habían sido capaces de superar los efectos del descenso en los términos de intercambio. Solamente las tasas de desempleo e inversión, porfiadamente altas las primeras y bajas estas últimas, permanecieron como testigos de las dificultades inherentes a un ajuste de tales magnitudes.

Con el beneficio de observar retrospectivamente, parece claro que ambos problemas reflejaban una

---

6/ El recuento de esta sección tiene algunas semejanzas con la de Balassa (1984). Véase también Fontaine (1983).

7/ Una excepción, sin embargo, es el trabajo de Silva (1983). Véase también Gutiérrez (1987).

estructura inadecuada de precios relativos. De hecho, las tasas de interés, que estaban a un promedio de 16% y 14% durante 1978-79 en términos reales para depósitos reajustables y no reajustables, respectivamente, constituían una señal inequívoca de un desequilibrio global entre gasto e ingreso. Naturalmente, estas tasas reales de interés desalentaban el crecimiento de la inversión y el empleo. Con el propósito de ajustar el gasto interno al nivel prevaleciente de ingreso, deprimido éste por la caída de los términos de intercambio, sin tener que depender de tan altas tasas reales de interés habría sido necesario establecer un tipo de cambio real más alto<sup>8/</sup> y un nivel real de salarios más bajo. Debe destacarse que, a la sazón, los dos precios mencionados estaban directa o indirectamente controlados por políticas o regulaciones gubernamentales.

Sin embargo, el panorama internacional era, por entonces, confuso. Como se ha mencionado, los términos de intercambio mostraban una tendencia al alza. Por su parte, las tasas de interés en los mercados de capital mundiales eran negativas en términos reales. Parecía entonces lógico que Chile cediera a las ofertas de bancos extranjeros, agresivamente generosos en ese tiempo, y buscara aliviar, a través del endeudamiento, los severos efectos del ajuste de gastos sobre inversión y empleo.

Entre 1979 y 1981, quizá inadvertidamente, las políticas macroeconómicas se tomaron expansivas. Mientras las restricciones al influjo de créditos externos a mediano plazo eran reducidas, el tipo de cambio fue mantenido fijo al dólar, estableciendo, de hecho, un poderoso incentivo para que el sector privado contrajera deudas externas<sup>9/</sup>. Esto produjo una aguda apreciación real del peso (Cuadro N° 6). Una considerable expansión de la cantidad de dinero y de crédito también fue permitida, tanto a través de la "monetización" del influjo de créditos externos como por una sustancial reducción de los requisitos de encaje<sup>10/</sup> (Cuadro N° 8). La expansión monetaria se vio acompañada, como sucede por lo general, de una rápida apreciación de los precios de activos, proceso que llegó a un abrupto fin en 1982, con la consecuente explosión de una crisis financiera de grandes proporciones. Finalmente, se estableció un mecanismo obligatorio de reajuste del ciento por ciento del alza del costo de la vida para los salarios sujetos a negociación colectiva y se decretaron significativos incrementos reales en el salario mínimo y en los salarios del sector público, dándole un giro expansivo a una política fiscal hasta ese momento reconocidamente conservadora.

Sobrepasaría los límites de este trabajo detallar las causas y las consecuencias de estos cambios de política. El asunto ha sido objeto de intensa controversia. Según algunos autores, la raíz del problema radica en la apertura al mercado de capital, muy apresurada o intensa<sup>11/</sup>. Otros sostienen que la causa del desequilibrio se encuentra en la (falta de) regulación existente en el sector bancario y que pudo haber estimulado una excesiva expansión del crédito. Y aún hay otro grupo que cree (entre los cuales me incluyo) que el desequilibrio tuvo su origen primordialmente en una mezcla inadecuada de políticas cambiaria, fiscal y monetaria.

---

8/ En este trabajo, como es habitual en Chile, los tipos de cambio están definidos por el precio del peso en dólares. Así un alto tipo de cambio significa, de hecho, un bajo valor para el peso.

9/ Irónicamente, la política de tipo de cambio fijo fue (inicialmente) propuesta y (luego) criticada por ser una herramienta anti-inflacionaria. En mi opinión, sirvió para lo contrario. Esencialmente, para hacer que el sector privado interno financiara con crédito externo las políticas expansionistas internas.

10/ Entre diciembre de 1979 y diciembre de 1980, se redujeron los requisitos de encaje para los depósitos a la vista de 42% a 10% y para depósitos a plazo, de 8% a 4%. Además, algunos depósitos del sector público (Cuenta Unica Fiscal) también vieron reducirse sus requerimientos en cuanto a reserva.

11/ Algunos de los recuentos del período dan la impresión que la cuenta de capital se vio dramáticamente liberalizada durante 1980-81. De hecho se levantaron muchas restricciones (Véase Edwards y Edwards, 1987), pero se mantuvieron importantes restricciones de flujo hacia el país hasta 1982 y el flujo hacia el exterior se mantuvo siempre restringido excepto por un breve intervalo en 1982. Una importante y a menudo ignorada restricción está representada por la obligación de convertir a pesos las divisas provenientes de los préstamos externos a la tasa de cambio oficial, obteniendo simultáneamente del Banco Central el derecho para comprar en el futuro la moneda extranjera necesaria para servir los préstamos. En mi opinión, esta restricción inevitablemente implicó al Banco Central en las renegociaciones de la deuda externa cuando sus reservas de divisas fueron insuficientes para cubrir el servicio de la deuda externa del sector privado.

Cualquiera que haya sido el origen del problema, la verdad del asunto es que hacia 1980-81 se había producido un importante exceso de gastos sobre ingreso. En 1979, la balanza comercial de bienes y servicios -medida a precios corrientes- arrojaba un déficit de 3% del PGB, una transferencia neta desde el exterior de dimensiones razonables para un país importador de capital. Dos años más tarde, el déficit comercial había alcanzado al 10% del PGB, reflejando una transferencia de un tamaño a todas luces insostenible (Cuadro N° 5). Detrás del empeoramiento de la balanza comercial, se hallaba una dramática pérdida de competitividad de las exportaciones -su aumento fue de solamente 2% anual en volumen durante 1980-81- y un pronunciado aumento de las importaciones, que crecieron, en cuanto a volumen, a una tasa de 17% al año (Cuadro N° 4).

En Chile, a diferencia de otras experiencias latinoamericanas, no hubo aumento excesivo de consumo. De hecho, el ahorro interno (la parte del PGB que no se destina al consumo) se mantuvo relativamente estable o aumentó, según se mida en precios corrientes o constantes, respectivamente (Cuadro N° 5)<sup>12</sup>. El crecimiento del gasto de 1980-81 estuvo concentrado en la inversión. La inversión interna bruta aumentó de 18% del PGB en 1979 a 23% en 1981, medida en precios corrientes, o de 20% a 28%, si se mide en precios constantes. Dado que la tasa de inversión pública no experimentó variaciones significativas durante el período en cuestión, el exceso de gasto se debió, específicamente, a un aumento en la inversión privada

Es importante destacar este hecho. Por una parte, la naturaleza privada de las inversiones que se realizaron durante el período sugiere una evaluación racional de ellas y, por lo tanto, una mayor capacidad productiva a futuro. No se puede desconocer que estas cifras incluyen la acumulación de inventarios de bienes importados y algunos proyectos de construcción que solamente pueden ser explicados en el contexto de los inadecuados precios relativos existentes en ese momento. Pero, tampoco puede negarse que una importante contribución a la formación de capital productivo parece haberse efectuado durante este período. De otro modo, el aumento sustancial observado en las exportaciones y el empleo durante los años que siguieron, no se habría logrado.

Por otra parte, el carácter de inversión privada que tuvo el exceso de gasto de 1980-81 hizo, de algún modo, que el consiguiente ajuste fuera más complejo y doloroso. Dado que suelen involucrar menor endeudamiento interno, los ajustes de los excesos de consumo pueden ser más simples, una vez que las autoridades se proponen definitivamente ponerlos en práctica. El aplicar un freno a la inversión privada, aparte de necesitar de esa voluntad política, implica desarticular la compleja red financiera en la que generalmente se apoyan los proyectos de inversión privada. Esa constituye una de las razones por las cuales el ajuste de 1982-83 en Chile detonó una severa crisis financiera que probablemente intensificó los efectos reales del ajuste.

El destino de cualquier situación de exceso de gasto es más o menos el mismo: una crisis de balanza de pagos seguida de una recesión. El ajuste en 1981 se vio precipitado y gravemente afectado por una caída de los términos de intercambio y un alza de la tasa de interés internacional. Enfrentado a la inminencia de un ajuste macroeconómico de gran envergadura, el influjo de préstamos rápidamente disminuyó durante la segunda mitad de ese año y el capital privado interno probablemente empezó a fluir hacia el extranjero. A fines de 1982, después del estallido de la crisis de la deuda externa latinoamericana, el flujo de capital internacional se hizo negativo. Tanto residentes como no residentes empezaron a buscar, apresuradamente, formas para reducir su grado de exposición en pesos. La actividad económica interna experimentó

---

12/ Dado el tamaño de las variaciones de los términos de comercio durante el período, se requiere extremo cuidado para efectuar comparaciones válidas entre agregados de cuentas nacionales de diferentes años. El Cuadro N° 5 usa solución ecléctica y exhibe coeficientes de cifras a precios corrientes y a precios constantes (usando 1977, el año base de las cuentas nacionales, como base para los precios relativos). Véase Cerón y Staplefield (1987) para un riguroso análisis de este asunto.

una severa contracción a partir del cuarto trimestre de 1981 que terminó un año y medio más tarde. El desempleo se elevó por sobre el 20% de la fuerza laboral en 1982 (Cuadro N° 4). Los salarios reales -que continuaron aumentando hasta mediados de 1982- cayeron abruptamente durante la segunda mitad de ese año, en medio de sucesivas devaluaciones y un rápido resurgimiento de la inflación. Entre tanto, el ajuste dio paso a una severa crisis financiera cuyo punto culminante fue la intervención, por parte del gobierno, de las instituciones financieras privadas más importantes a principios de 1983. Esto dio lugar a la renegociación formal de la deuda externa chilena con los bancos internacionales. En 1983, el PGB estaba 15% más bajo que en 1981 y la deuda externa neta alcanzaba a 4,0 veces el valor de las exportaciones de bienes y servicios (Cuadro N° 4).

### 3. AJUSTE CON CRECIMIENTO

Desde 1984 hasta la fecha, la economía chilena ha vivido una combinación de ajuste con crecimiento. El objetivo central del programa macroeconómico ha sido establecer las bases para una sostenida recuperación de la actividad económica y para lograr una progresiva reducción de los requerimientos de endeudamiento externo<sup>13/</sup>. Este programa ha formado parte de una estrategia global de reforma estructural que -siguiendo esencialmente la línea de reformas económicas implementadas durante la década anterior- busca favorecer las exportaciones y el ahorro interno. Desde 1983, el programa macroeconómico ha recibido el apoyo del Fondo Monetario Internacional (a través de un programa "stand-by" inicialmente y, luego, uno de "facilidad ampliada") y, desde 1985, por el Banco Mundial (a través de tres programas de "ajuste estructural", SAL).

En 1984-86, el crecimiento del PGB se mantuvo a un promedio de 4,8% al año (Cuadro N° 4). En 1987, con un aumento estimado de 5,4%, el PGB estará 3,6% por sobre la marca anterior más alta. El crecimiento ha sido encabezado por los sectores de bienes transables -agricultura, pesca, minería e industria- que representaron un 39% del PGB en 1986, superando por cerca de tres puntos la participación de estos sectores en 1981.

La composición de la demanda agregada también experimentó variación, con las exportaciones y la inversión bruta creciendo a tasas promedio anuales de 8% y 10%, respectivamente, en términos de volumen. La creciente diversificación de las exportaciones está demostrada por el aumento de las exportaciones de bienes no cupreros que alcanza una tasa anual equivalente a 13% anual en términos de volumen. Igualmente importante de mencionar es la recuperación experimentada por la inversión privada bruta, que promedia 11% al año durante 1985-86<sup>14/</sup>. Esta vez parece que la inversión se ha concentrado definitivamente en los sectores transables. Durante 1987, se estima que, en términos de volumen, las exportaciones

---

13/ Véase Büchi (1985, 1986) para una presentación oficial del programa y sus resultados.

14/ No se ha desarrollado ningún desglose consistente para las cifras de inversión pública y privada para el período. La cifra estimada en el texto proviene de restar la inversión del sector público no financiero (Cuadro N° 7) de la cifra de inversión total (Cuadro N° 5).

no cupreras y la inversión privada aumentaron en 12% y 28%, respectivamente.

El crecimiento del PGB ha estado acompañado por una considerable reducción de las tasas de desempleo. Entre 1982 y 1986, las tasas de desempleo descendieron de 19,6% a 8,8%, a pesar del hecho de que los programas fiscales especialmente destinados a combatir el desempleo (PEM y POJH) disminuyeron a 4,5% de la fuerza laboral partiendo de 9,5% durante el mismo período. El crecimiento del empleo promedió el 5,9% anual, revelando una respuesta inesperadamente rápida de la demanda de trabajo al aumento de producción en sectores transables y a la reducción de gastos laborales. La flexibilidad exhibida por el mercado laboral en los años recientes parece ser consecuencia de las profundas reformas de la legislación laboral implementada en 1979-81.

Los salarios reales no aumentaron durante el período 1984-86. Como se aprecia en el Cuadro N° 4, los salarios reales aumentaron ostensiblemente entre 1980 y 1982, para luego caer dramáticamente en 1983. Hacia 1986, los salarios se mantuvieron a un promedio de 5,1% por debajo del nivel observado en 1980. La sostenida reducción de los salarios reales ha constituido, ciertamente, una causa de significativas privaciones para los grupos de ingresos más bajos. Es interesante destacar, sin embargo, que el rápido crecimiento experimentado por el empleo desde 1983 en adelante ha hecho que el ingreso laboral total aumente aproximadamente al mismo ritmo que el PGB.

El ajuste puede ser claramente percibido en la evolución de la balanza comercial. Entre 1981 y 1983, la balanza comercial de bienes y servicios osciló entre un déficit del 13% del PGB hasta un superávit del 4%, medido a precios constantes (Cuadro N° 5). A partir de entonces, la balanza comercial ha seguido aumentando, alcanzando un 7% del PGB en 1986. La variación total del período 1981-86, equivalente a veinte puntos del PGB, fue el resultado del aumento de ocho puntos en exportaciones y una baja de doce puntos en importaciones. Si se mide a precios corrientes, los resultados son menos impresionantes debido al deterioro experimentado por los términos de intercambio. Las cifras a precios constantes reflejan los **esfuerzos** de ajuste realizados. Las cifras a precios actuales indican los **resultados** obtenidos de tales esfuerzos<sup>15/</sup>. No obstante, la balanza comercial pasó de un déficit del 10% del PGB en el año 1981 a un superávit de un 4% en 1983 y, a partir de ese año, se ha mantenido levemente por debajo de ese nivel.

La contrapartida de los ajustes de las cuentas de la balanza de pagos es, por supuesto, el ajuste de los patrones de gastos. Utilizando nuevamente precios constantes, la inversión bruta, después de descender desde 28% del PGB a 9% entre 1981 y 1983 como resultado de la crisis, llegó a promediar 15% durante 1984-86 y se estima que alcanzará a cerca del 17% en 1987 (Cuadro N° 5). En cuanto al otro componente del gasto, el consumo, después de caer dramáticamente durante 1982-83, ha seguido un patrón extraordinariamente moderado, permitiendo así que el ahorro interno (la porción del PGB que no es destinado al consumo) aumente de 13% del PGB en 1983 a 22% en 1986.

La combinación observada de ajuste y crecimiento ha sido el resultado de la aplicación de una serie de políticas macroeconómicas relativamente ortodoxas. A pesar de que la imagen de ortodoxia respecto de la política económica de Chile puede haber sido levemente sobrevendida, no hay duda alguna que sus

---

15/ Las medidas a precios constantes utilizan precios relativos de 1977 (véase nota 12). Estas representan el esfuerzo de ajuste en términos de volumen de exportaciones e importaciones, consumo e inversión. En la medida que las funciones de utilidad dependen de cantidades físicas, se puede decir que las cifras de precios constantes constituyen una correcta medida de los esfuerzos de ajuste. Estoy consciente que se puede sostener lo contrario: los precios relativos deberían equivaler a las utilidades marginales relativas y, de ese modo, hacer que las medidas a precios corrientes constituyan una adecuada aproximación de los esfuerzos marginales de ajuste. El hecho de que, intuitivamente, las medidas a precios constantes resulten más adecuadas como aproximación de los esfuerzos de ajuste, sugiere, en mi opinión, que éstos de ninguna manera han sido marginales.

elementos básicos obedecen, en forma bastante predecible, a las enseñanzas impartidas por la teoría macroeconómica convencional. En mi opinión, la experiencia chilena sugiere que, después de todo, la teoría macroeconómica convencional constituye una herramienta de gran utilidad para la política económica.

Si uno tuviera que elegir, entre las políticas implementadas, solamente una que merezca el mérito por la obtención de los resultados mencionados anteriormente, esa indudablemente sería la política cambiaria. A partir de fines de 1982, el Banco Central ha aplicado una política de minidevaluación diaria del peso orientada a preservar un cierto nivel real del tipo de cambio<sup>16</sup>. Este nivel ha sido alterado de vez en cuando con el fin de determinar un tipo de cambio real considerado congruente con las perspectivas de mediano plazo de los términos de intercambio, las tasas de interés y la disponibilidad de financiamiento externo. Esta política ha resultado en un aumento de 89% en el tipo de cambio real efectivo entre 1981 y 1986 (Cuadro N° 6).

El ajuste de precios relativos inducido por la devaluación del peso ha obrado maravillas en la promoción de exportaciones y la sustitución de importaciones. La transformación estructural de ciertos sectores, como el agrícola, el forestal y la pesca, es evidente<sup>17</sup>. Obedece, en gran medida, a la utilización -estimulada por la devaluación- de inversiones que tuvieron lugar durante la década de los setenta y principios de los años ochenta, un proceso que se ve ahora reforzado por sustanciales inversiones en estos sectores. Además de estos efectos sobre la oferta, la devaluación ha ayudado a frenar el gasto interno manteniendo los salarios reales a niveles significativamente más bajos que aquellos existentes antes de la crisis. Los salarios reales bajos han estimulado el empleo y el ahorro de las empresas<sup>18</sup>.

Pero, en mi opinión, los efectos de la devaluación no se han remitido solamente a la cuenta corriente de la balanza de pagos. Un efecto, a menudo pasado por alto, de un correcto tipo de cambio es su impacto en el flujo de capitales. A pesar de la existencia de la llamada "crisis de la deuda", el flujo de capitales privados parece haber continuado movilizándose desde o hacia los países afectados, respondiendo a tasas de interés ajustadas al riesgo y a diferenciales en precios de activos. Los tipos de cambio (esperados), influyen notoriamente en estos diferenciales. En Chile, como se explica en la siguiente sección, la devaluación masiva del peso que tuvo lugar entre 1981 y 1985 parece haber ayudado a revertir la salida de capitales que había sido previamente el detonador de la crisis.

Los méritos de la política cambiaria no deben desmerecer los efectos que tuvieron otras medidas complementarias en las áreas de promoción de las exportaciones y sustitución de importaciones. Así, es justo destacar el papel desempeñado por una serie de iniciativas tributarias aplicables a las exportaciones<sup>19</sup>, el aumento del 10% al 20% de la tasa tarifaria básica para importaciones y la aplicación de un sistema de "bandas de precios" (aranceles ajustables) a tres productos agrícolas de importancia<sup>20</sup>.

La devaluación real del peso no podría haber sido sostenida si no hubiera sido acompañada por una

---

16/ Más específicamente, el Banco Central establece un tipo de cambio de referencia peso/dólar que es devaluado diariamente de acuerdo a la diferencia entre la inflación interna del mes anterior y la inflación estimada por los principales socios comerciales de Chile. El Banco Central compra (vende) la cantidad ofrecida (requerida) por los bancos para efectuar transacciones autorizadas a un precio 2% inferior (superior) al precio de referencia. El tipo de cambio (para transacciones autorizadas) flota libremente entre estas bandas. Un mercado extra-oficial (paralelo) se encarga de las transacciones no autorizadas.

17/ Véase Cerón (1987), Staplefield (1987) y Velis (1987).

18/ Para un análisis de los efectos de la devaluación del peso en el empleo véase Rosende (1987).

19/ Varias medidas han sido tomadas para expandir y expeditar las devoluciones de impuestos indirectos y aranceles a exportadores directos e indirectos. Asimismo, al pequeño exportador se le concede una devolución pareja equivalente al 10% del valor de las exportaciones en lugar de estos mecanismos.

20/ El objetivo de este sistema es aislar los precios internos de trigo, remolachas y aceite vegetal de las fluctuaciones de corto plazo experimentadas en el mercado internacional a corto plazo.

combinación apropiada de políticas fiscal y monetaria.

La política fiscal aplicada ha logrado notables resultados. Estos resultados proceden esencialmente del severo ajuste fiscal (el shock fiscal) de 1975, que fue capaz de eliminar los déficits fiscales crónicos. Sin duda, una diferencia entre este país y algunos de sus vecinos es que Chile había efectuado diez años antes las correcciones necesarias en el gasto público y el sistema impositivo. Comparativamente, el problema fiscal enfrentado últimamente ha sido mucho más leve. Sin embargo, es digno de destacar que durante 1984-86 la política fiscal ha sido capaz de mantener la inversión pública a un respetable nivel de 7,0% del PGB y al mismo tiempo reducir el déficit del sector público de 4,4% en 1984 a 1,9% en 1986. Esto fue consecuencia de un contundente aumento del ahorro público que alcanzó al 4,8% del PGB en 1986 a partir de 0,5% en 1984 (Cuadro N° 7). El aumento experimentado por el ahorro público ha sido consistente, también, con una reducción de 46% a 10% en la tasa de impuesto a la renta aplicable a las corporaciones, favoreciendo, de este modo, el ahorro y la inversión de las empresas<sup>21/</sup>. La reforma tributaria fue llevada a cabo a pesar del impacto negativo ocasionado en las arcas fiscales por la baja en los precios del cobre. El ajuste fiscal ha continuado esencialmente por la línea de disminuir gastos corrientes -tanto en salarios reales como en otros desembolsos- y aumentar el superávit operativo de las empresas públicas (la mayoría de ellas se vio favorecida por la devaluación del tipo de cambio real).

En la evolución de la política fiscal durante el período, es necesario tener en mente dos consideraciones adicionales. Una es que la reforma efectuada al sistema de seguridad social en 1981 dio lugar a un efecto contable negativo en el presupuesto del sector público<sup>22/</sup>. Esto dificulta el efectuar comparaciones válidas entre cuentas fiscales antes y después de la reforma. Una manera de obviar el problema es consolidar el déficit fiscal con el "superávit" registrado por el nuevo sistema privado. Esta consolidación arroja un aumento de más de siete puntos porcentuales del PGB en el ahorro público así ajustado entre 1982 y 1986 (Cuadro N° 7).

La otra consideración que es necesario tener presente es el aumento de un tipo de deuda pública que no aparece en el déficit del sector público no financiero. Como resultado de la renegociación de la deuda externa chilena con los bancos, el Gobierno tuvo que garantizar la deuda externa del sistema financiero privado. Además, cuando la crisis financiera de 1982-83 amenazaba la estabilidad del sistema financiero, el Banco Central se vio obligado a establecer una serie de programas de préstamos subsidiados y esquemas de seguro cambiario para el sector bancario y sus deudores<sup>23/</sup>. El financiamiento para tales programas procedió, en su mayoría, de préstamos extranjeros (los llamados "new monies") contraídos por el

---

21/ Los dividendos distribuidos se suman a los ingresos obtenidos para computar la base impositiva del individuo para el pago del impuesto global complementario. De ese modo, la reforma impositiva constituye un poderoso incentivo para reinvertir utilidades de la empresa. La reforma impositiva parece haber ayudado a aumentar el ahorro y la inversión de las empresas así como al mejoramiento de sus coeficientes deuda/capital.

22/ La reforma de la seguridad social efectuada en 1981 como una alternativa al antiguo sistema de reparto ofrece un sistema de pensiones totalmente financiado y administrado privadamente (Véase Baeza, 1986).

El impacto fiscal a que se refiere en el texto proviene del hecho de que durante una (larga) fase de transición, el antiguo sistema tiene que continuar cumpliendo con sus compromisos (pagando pensiones) sin contar con el flujo de aportes de aquellas (la mayoría) que escogieron el nuevo sistema. Por supuesto que este flujo se acumula en nuevos fondos de pensiones (AFPs) y muestran un masivo aumento del ahorro financiero. Desde 1982 hasta 1986, el ahorro financiero (M7 en el lenguaje del Banco Central) aumentó a una tasa promedio de 6,3% al año en términos reales.

23/ Los programas más importantes fueron: (a) dos rondas de reprogramación de deuda interna a tasas reales subsidiadas (pero positivas) refinanciadas con el Banco Central para pequeños y medianos deudores; (b) el establecimiento de un dólar preferencial para el servicio de la deuda en moneda extranjera (ya terminada); (c) el otorgamiento de seguro de cambio (inicialmente subsidiado) para la deuda externa reprogramada de los bancos nacionales; (d) la compra por parte del Banco Central de la cartera de dudosa recuperación de los bancos nacionales sujeta a un pacto de recompra por parte de éstos a una tasa de interés de un 5% real, pagadera con las utilidades de los bancos; (e) otorgamiento de préstamos subsidiados a compradores de acciones de bancos privatizados ("capitalismo popular") y, (f) la asunción por parte del Banco Central de la pérdida representada por las instituciones financieras liquidadas durante la crisis.

Banco Central con los mismos bancos extranjeros que eran acreedores de bancos nacionales. Así, al garantizar viejas deudas externas y contraer nuevas deudas, el sector público global (esto es incluyendo al Banco Central) ha llegado a acumular un volumen apreciable de pasivos contingentes (Cuadro N°11).

A partir de 1985, no se han establecido nuevos programas subsidiados y aquellos que estaban vigentes se han ido extinguiendo cuando ha sido contractualmente posible hacerlo. Mientras tanto, la mejoría generalizada de la salud financiera, de empresas y bancos y los mecanismos de conversión de la deuda, a los que nos referiremos más adelante, están reduciendo el valor de esta deuda pública contingente.

La administración de la política monetaria constituye una experiencia relativamente nueva en Chile. Hasta 1975, la política monetaria estaba subordinada, generalmente, a los requerimientos impuestos por el financiamiento fiscal. Después de un corto intervalo, se fue haciendo dependiente de la política cambiaria, particularmente después que el tipo de cambio nominal fue fijado al dólar en 1979. Posteriormente, cuando se inició la crisis financiera, la política monetaria fue subordinada a las urgentes necesidades del sistema financiero que estaba al borde de la quiebra. Es solamente a partir de 1985 que fue posible desarrollar una política monetaria autónoma, dentro del contexto de un mercado de capitales libre y competitivo, en el que tanto el sector público como el privado buscan el financiamiento que necesitan.

La política monetaria, desde principios de 1985, ha apuntado hacia las tasas reales de interés, orientando a las tasas de mercado hacia niveles que se estiman compatibles con el tipo de cambio y los ajustes fiscales descritos anteriormente (Cuadro N° 6). El uso de las tasas de interés como objetivo monetario está algo en desuso hoy y hacerlo respecto de las tasas de interés real suena claramente heterodoxo. Pero en Chile, dado el uso generalizado de instrumentos financieros reajustables, las tasas reales del mercado son fácilmente identificables<sup>24</sup>. En mi opinión, la orientación de las tasas de interés ha jugado un rol crucial en la regulación del nivel de demanda agregada, estimulando la inversión, procurando que los ahorros internos no fluyan fuera del país y promoviendo -mediante la reducción en los costos financieros- una mejora gradual de la salud financiera de los deudores nacionales. La política monetaria ha sido llevada a cabo mediante operaciones de "mercado abierto" y a través de colocaciones o captaciones realizadas a tasas preestablecidas por el Banco Central. Estas operaciones de crédito interno han sido efectuadas dentro de los límites establecidos para los activos domésticos netos del Banco Central en el programa con el Fondo Monetario Internacional. Afortunadamente estos límites no han sido demasiado restrictivos a partir de 1985, debido al empleo de estimaciones apropiadas de la demanda de dinero y a haberse cumplido sobradamente con los límites establecidos para las reservas internacionales netas<sup>25</sup>. Como se puede apreciar en el Cuadro N° 8, los agregados monetarios (en su definición más restringida), luego de declinar durante 1984-85, aumentaron sustancialmente durante 1986, tanto si se le mide en términos reales como en dólares.

Por supuesto que la clave del éxito de la política monetaria implementada ha sido la coherencia de la meta establecida para la tasa de interés real con otras metas macroeconómicas. Durante todo el año 1985, por ejemplo, fue posible provocar una importante reducción en las tasas reales de interés porque se estaba llevando a cabo al mismo tiempo un intenso programa de ajuste fiscal (Cuadro N° 6). Del mismo modo, en

24/ De hecho, la mayoría de los depósitos con vencimientos sobre 90 días, bonos hipotecarios e instrumentos de deuda pública están denominados en una unidad de cuenta llamada **Unidad de Fomento** (UF). La UF es reajustada diariamente según la tasa de inflación del mes anterior. Esto crea un mecanismo casi instantáneo de reajuste. Las tasas de mercado de depósitos y valores efectuados en UF constituyen indicadores de la tasa "real" de interés, algo que típicamente no está disponible en los mercados de capitales.

25/ En el establecimiento de los objetivos con el FMI, una ecuación de demanda de dinero (M1A) bastante convencional que encaja bien con la evidencia para el período ha desempeñado un rol de importancia. Esta misma ecuación de demanda se usa en el monitoreo efectuado mes a mes para detectar variaciones en M1A. Véase Matte y Rojas (1986) para una explicación del modelo de demanda de dinero.

1986, una nueva reducción en las tasas de interés fue posible debido al incremento de la confianza en el peso que, de otro modo, hubiera resultado en una apreciación del tipo de cambio. Por último, a principios del presente año, en vista del vigoroso incremento experimentado por la demanda agregada, el Banco Central tuvo que alentar un moderado aumento en las tasas de interés. En cada una de estas instancias, el Banco Central ha intentado mantener tasas de interés real positivas y competitivas internacionalmente, de modo de mantener el ahorro interno dentro del país.

En resumen, la política macroeconómica ha desempeñado un rol de crucial importancia en el proceso de ajuste. De ningún modo ha permanecido en una actitud pasiva. Por el contrario, se ha debido realizar una labor de "afinamiento" (fine tuning) de las tasas de cambio y de interés reales. A pesar de todo lo que se ha escrito respecto de las fallas de las políticas macroeconómicas activistas, el caso de Chile sugiere que, en ciertas circunstancias, ellas funcionan. A mí me parece que, en la situación actual, la influencia de las políticas macroeconómicas se encuentra en la capacidad de hacer llegar al sector privado, en una forma convincente, las percepciones que tienen las autoridades respecto de la disponibilidad de financiamiento externo en orden a mantener una tasa de crecimiento económico dada. Pero este mensaje es tomado en forma seria si la autoridad tiene credibilidad, algo que emana solamente de políticas realistas. Las políticas macroeconómicas activistas son eficientes en la medida que se ciñan estrictamente a la realidad.

#### 4. ESTRATEGIA DE LA DEUDA EXTERNA

Como se dijo en la sección 1, entre los países de América Latina que ostentan mayor deuda, Chile destaca por haber mantenido una transferencia neta al exterior dentro de una dimensión tolerable. El Cuadro N° 2 ilustra claramente este hecho. Muestra que durante 1983-1986, Chile, no solamente ha sido capaz de reprogramar o refinanciar el ciento por ciento de los pagos de amortización, sino que ha refinanciado, además, el 76% (100 menos 24) de los pagos netos (nominales) de intereses sobre sus obligaciones externas netas. El restante 24% de los intereses constituye esencialmente la transferencia neta efectuada por Chile a favor de todos sus acreedores. Nótese que esta transferencia constituye solamente un 2% del total de su deuda externa, lo que significa que Chile, en realidad, ha pagado en efectivo una tasa de interés de ese tamaño, capitalizando indirectamente el resto del servicio de su deuda externa contractual<sup>26/</sup>.

Entre las soluciones típicamente planteadas para el problema de la deuda se encuentra el poner un tope al pago de intereses. Pero nuestra cuenta anterior nos lleva a una impresionante conclusión: el aplicar un tope de, digamos, 2% al pago de interés, sobre el total de la deuda externa chilena no habría, en primera instancia producido cambio alguno en lo que se refiere a la transferencia neta real realizada por Chile en favor de sus acreedores durante 1983-86. Uno no puede evitar llegar a la conclusión que a la economía chilena no le hubiera ido mejor durante el período 1983-1986 si se hubiera aplicado un "alivio de deuda" de esas dimensiones que lo que le fue con la estrategia aplicada. Existen algunos efectos importantes de segundo orden, sin embargo, entre las dos estrategias. Por una parte, aun si las transferencias totales sumaran lo mismo, podría haber importantes diferencias entre aquellas realizadas por los diversos tipos de deudores y recibidas por los diversos tipos de acreedores en cada una de las estrategias. Por otra parte, como resulta obvio, la capitalización (indirecta) de los intereses da lugar a un incremento (nominal, al menos) de las obligaciones futuras. Veremos más de esto, más adelante.

---

26/ En estricto rigor, los servicios financieros netos incluyen remesas de dividendos de inversión extranjera e intereses obtenidos por reservas internacionales. Su mayor componente, sin embargo, está representado por el pago de intereses sobre la deuda externa. De modo que la proporción de los servicios financieros netos a deuda externa total subestima levemente la tasa de interés pagada en realidad.

Permitaseme, primero, disipar una aparente paradoja. Si la economía chilena ha sido capaz de atraer financiamiento externo de tales dimensiones, ¿a qué se debieron entonces sus esfuerzos de ajuste? La respuesta consta de dos partes. Por una parte, el principal problema enfrentado por la economía chilena, no solamente desde el año 1982 sino que desde 1975, corresponde a la depresión experimentada por sus términos de intercambio. El rol que desempeña la crisis de la deuda externa ha sido el de exacerbar (seriamente) los efectos de este fenómeno en cuanto a que ha impedido que Chile incurra en aún más deuda con el fin de suavizar o de posponer la restricción en el gasto y los ajustes estructurales, los cuales son a la larga insoslayables ante un deterioro permanente de los términos de intercambio.

El impacto del deterioro de los términos de intercambio se hace evidente cuando se compara la transferencia neta real de Chile al exterior medida a precios corrientes y a precios constantes. El primero mide la transferencia efectivamente recibida por los acreedores del país y que, como fue explicado, promedió un 2% del PGB durante 1983-1986. El segundo representa el **esfuerzo** realizado para ajustar el gasto y fue de un promedio de 5% del PGB<sup>27</sup> (Cuadro N° 5). La diferencia se explica por el deterioro experimentado por los términos de intercambio, una transferencia involuntariamente efectuada por Chile en favor de los compradores de sus exportaciones y de los productores de sus importaciones. Es esta última transferencia la que, si no fuera por la crisis de la deuda, uno habría esperado que el mercado de capitales suavizara.

Pero existe aún otro factor que debe considerarse además, respecto de la relación existente entre el ajuste y el financiamiento. Como se dijo en la sección anterior, aun en una situación de crisis de deuda externa, el capital internacional responde de manera predecible. Las buenas políticas macroeconómicas lo atraen tanto como lo repelen aquellas que no lo son. Los análisis del problema de la deuda típicamente suponen que la cuenta de capital de la balanza de pagos es exógena a la política macroeconómica, porque es determinada, esencialmente, en el curso de las negociaciones oficiales de la deuda bancaria. La experiencia chilena, sin embargo, es que los flujos netos controlados en tales negociaciones representan solamente cerca de la mitad de los requerimientos netos de financiamiento externo (Cuadro N°10). La porción restante aún responde, hasta cierto punto, a incentivos convencionales. En mi opinión, las políticas de ajuste han sido útiles para atraer esta parte del financiamiento externo que se necesita.

Durante las negociaciones de su deuda externa bancaria, Chile ha seguido un esquema conocido: reprogramación de las amortizaciones (primero, bianual, luego, multianualmente), obtención de "new monies", sucesivos "repricings"<sup>28</sup>. A través de estos mecanismos, Chile pudo refinanciar cerca de la mitad de los pagos de los intereses sobre su deuda con bancos internacionales, además de reprogramar todas las amortizaciones, dado que un 67% de la deuda con bancos internacionales correspondía a deuda privada. Sin embargo, hubo que enfrentar ciertas complejidades adicionales. Como se mencionó anteriormente, el Gobierno extendió una garantía para la deuda reprogramada del sistema financiero interno<sup>29</sup>. La deuda del sistema corporativo privado, sin embargo, no fue objeto de tal garantía y -en caso que no hubiese sido reprogramada directamente por los acreedores- fue asumida por el Banco Central una vez pagada en pesos por el deudor original. En cuanto al pago de intereses, como vimos anteriormente, el país los refinanció parcialmente gracias a préstamos "new money" y otros fondos que fueron canalizados primordialmente al Banco Central. Los deudores internos, entre tanto, han pagado, en general, el total de los intereses adeudados al exterior. El Banco Central, a través de una serie de programas de préstamos, ha reciclado los

27/ Véase nota 15.

28/ Una interesante innovación estuvo constituida por la adopción del "retiming" en el pago de los intereses correspondientes al paquete 1987-88. Esto modificó el período de pago de los intereses de cada 6 meses a cada 12 meses y permitió un ahorro, por una vez y que tendrá lugar durante la segunda mitad de 1988, estimado actualmente en US\$ 470 millones. Una versión más reducida había sido puesta ya en práctica en 1985, oportunidad en que el período de interés fue aumentado de 3 a 6 meses. En el caso de esta nueva versión se produce un interesante efecto lateral de fijar las tasas de interés un año antes de la fecha de pago, un asunto que no es nada despreciable cuando (como parece ser el caso) las tasas de interés están en alza.

29/ Se cobró una pequeña comisión por el uso de la garantía, desde 1986 en adelante.

créditos externos, ayudando a los deudores nacionales a pagar sus intereses. Por lo tanto, aun cuando el total de la transferencia real neta de recursos desde Chile hacia sus acreedores haya sido relativamente pequeña, ha creado una compleja red de transferencias internas entre el Banco Central y los deudores nacionales originales, la mayoría de ellos, privados. El hecho que el problema de la transferencia interna haya sido manejado sin crear las presiones inflacionarias observadas en otras economías latinoamericanas, habla bien de la eficiencia del mercado de capitales chileno después de 1983. Una de las reformas cruciales de los años setenta fue la creación de un mercado formal de capitales en Chile<sup>30</sup>. Después del grave revés experimentado en 1982-83, los esfuerzos han rendido sus frutos.

Esa mitad del financiamiento externo no provisto por los bancos internacionales, comprende (a) créditos de entidades oficiales y multilaterales; (b) créditos de proveedores y financiamiento de proyectos y (c) flujos relacionados con el comercio y variaciones en activos internacionales que reflejan esencialmente los movimientos de capitales efectuados por residentes. Las fuentes (b) y (c) constituyen claramente lo que se denomina financiamiento "voluntario".

Como se puede apreciar en el Cuadro N° 10, los créditos provenientes de entidades multilaterales aportaron una gran porción (cerca de un 23%, en promedio) del financiamiento neto<sup>31</sup>. Las fuentes (b) y (c) se pueden apreciar en el Cuadro N° 10 bajo el encabezado "fuentes privadas". Como se ve, el financiamiento voluntario neto privado aumentó de 28% del superávit de la cuenta de capital en 1984 a 41% estimado para 1987. El financiamiento privado para proyectos se vio afectado negativamente al principio por la reducción experimentada por la inversión interna. Ha ido recuperándose últimamente, sin embargo, y se estima que ha constituido una importante fuente de financiamiento durante 1987. Esto se debe parcialmente al hecho que Chile, deliberadamente, excluyó de la reestructuración a aquellos préstamos que estaban asociados a proyectos de inversión extranjera. El esfuerzo realizado para cumplir con estas obligaciones está ahora empezando a dar fruto.

Los movimientos de capital realizados por residentes han sido favorables desde 1984 en adelante. A pesar de la falta de información adecuada respecto de estos flujos, las cifras de la balanza de pagos sugieren claramente que tuvieron signo positivo. Los principales mecanismos para atraer estos recursos durante 1984-85 fueron los depósitos en dólares en bancos nacionales y operaciones *swap* de monedas realizadas con el Banco Central. Durante 1986 y 1987, algunos de los mecanismos de conversión de la deuda representaron canales extremadamente eficientes para la repatriación de una sorprendente cantidad de capital. Como se indicó en la sección anterior, estos movimientos de capital han demostrado responder en forma altamente predecible a los diferenciales en las tasas de interés y las expectativas cambiarias. La experiencia chilena sugiere que una combinación apropiada de tasas de interés y de cambio permite, no solamente detener la fuga de capitales, sino que revertir su signo también.

Como se explicó, durante 1983-86, Chile ha sido capaz de refinanciar no solamente las amortizaciones, sino que también una parte importante de los pagos de intereses. Naturalmente, la consecuencia de esto ha sido un incremento del **stock** nominal de deuda externa (Cuadro N° 11). Una solución obvia al proble-

30/ Las reformas claves fueron: (a) desregulación de las tasas de interés; (b) creación de la Unidad de Fomento como unidad de cuenta totalmente indexada (al IPC) en la que están denominadas la mayoría de los instrumentos financieros con vencimientos a más de 90 días; (c) creación de grandes inversionistas institucionales, tales como las AFP (Véase nota 22), y (d) algún grado de desregulación de las compañías de seguros y bancos comerciales.

31/ Los dos prestatarios más activos han sido el Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Mundial. La porción de deuda externa chilena de mediano y de largo plazo con organizaciones multilaterales aumentó de 3,2% en 1982 a 10,8% en 1986. Este aumento se debe a: (a) el relativamente escaso uso de estos préstamos hasta 1982; (b) los préstamos SAL otorgados por el Banco Mundial como parte del paquete de renegociación de 1985-87 y, (c) una política deliberada por parte del gobierno chileno de presentar proyectos rentables a estas instituciones y de establecer condiciones realistas para el desembolso de estos fondos. Esta actitud es equivalente, esencialmente, a la que se requiere para negociar con éxito ante fuentes de financiamiento privado.

ma sería albergar la esperanza que, el crecimiento del PGB y de las exportaciones será suficientemente alto como para generar una reducción gradual de la carga relativa de la deuda. El problema con este enfoque radica en que parece exigir una dosis de paciencia demasiado grande, especialmente cuando se le aplica a una economía como la chilena que sostenía, a fines de 1984, una deuda externa equivalente al 120% de su PGB y 4,6 veces el tamaño de sus exportaciones<sup>32</sup>.

Al reducir la transferencia a sus acreedores, la estrategia chilena corrió claramente el riesgo de agravar el problema de exceso de stock de deuda. Desde mi punto de vista, este problema tiene dos dimensiones. Una que, dado el tamaño del stock de deuda relativo al PGB o a las exportaciones, implica una varianza demasiado grande en los flujos de consumo de los residentes del país. Esto resulta inconveniente, no sólo para ellos, sino que para los acreedores también. La otra dimensión del problema es que la deuda está demasiado concentrada en un tipo específico de acreedores. Ambos aspectos del problema de la deuda requieren de un cambio en la estructura de la misma, un proceso de reestructuración financiera. El objeto de tal reestructuración financiera sería pasar de una situación en la cual la deuda es mantenida por una clase casi única de acreedores (los bancos comerciales) y a través de un tipo específico de contrato (la "deuda soberana", afecta a tasas flotantes) a otra situación en la que una variedad de acreedores están involucrados y en la que se utilizan diversas disposiciones contractuales para compartir los riesgos. La idea es reducir los riesgos asociados a una alta proporción deuda/PGB mediante la diversificación del riesgo.

Sobrepasa los objetivos de este trabajo el desarrollar un análisis completo de este punto de vista. Para los fines de esta exposición, bastará un ejemplo de su aplicación<sup>33</sup>: los mecanismos de conversión de la deuda constituyen precisamente un medio para la reestructuración de los pasivos de un país. En Chile, estos mecanismos fueron establecidos esencialmente en respuesta a los requerimientos del mercado. La intervención del Banco Central fue necesaria para autorizar (sujeto a algunas restricciones) estas operaciones dentro del marco de las (estrictas) normas de cambios internacionales predominantes en Chile y porque ellos requerían de ciertas modificaciones a los acuerdos de reprogramación efectuados con bancos internacionales<sup>34</sup>. Desde 1985 hasta la fecha, estos mecanismos han reducido US\$ 2,9 mil millones de la deuda externa chilena (Cuadro N° 12), alrededor de un 20% de la deuda de mediano y de largo plazo con bancos internacionales, en 1985<sup>35</sup>. Estos mecanismos han contrarrestado los incrementos de la deuda externa provenientes de los déficit de cuenta corriente y la depreciación del dólar (15% de la deuda chilena está denominada en monedas no-dólar), manteniendo de ese modo el stock nominal de la deuda más o menos constante.

Los dos mecanismos más populares son (a) el Capítulo XVIII de Normas de Cambios Internacionales, que permite a residentes en Chile comprar deuda chilena en el exterior y cobrar su valor en pesos de los deudores originales y, (b) el Capítulo XIX de las mismas normas que permite a inversionistas extranjeros

---

32/ Este enfoque -también llamado "muddling through"- ha sido expuesto lucidamente por Feldstein (1987), por ejemplo. También se encuentra típicamente oculto detrás de las "proyecciones de mediano plazo" formuladas por los países deudores con el fin de obtener préstamos adicionales de parte de sus acreedores. Queda por comprobar, sin embargo, si las transferencias reales efectuadas por los países deudores a los países acreedores, típicamente del orden de un 2 a 3% del PGB, pueden ser prolongadas en el extenso tiempo que se necesita para hacer de estas proyecciones una realidad. Algunas de las dificultades fueron claramente expuestas por Selowsky y Van der Tak (1986).

33/ Otros ejemplos son: (a) el aumento de la proporción de la deuda en manos de acreedores no bancarios (también visto en Chile, como se mencionó); (b) "securitization" de parte de la deuda; (c) financiamiento de proyectos garantizados por las utilidades de los mismos y, (d) el uso de sistemas de cobertura de intereses.

34/ Véase Garcós (1987) y Larraín (1986) para una descripción de los mecanismos de conversión de la deuda en Chile.

35/ Nótese que se utiliza la palabra "medido" en el texto. Se refiere al hecho que estos mecanismos no alteran en realidad los pasivos netos de ninguna manera económicamente significativa (excepto por el descuento), porque están financiados con reservas extraoficiales pertenecientes a chilenos residentes en el exterior o con inversiones extranjeras, que constituyen otra forma de pasivo exterior. Las conversiones de deuda, sin embargo, efectivamente reducen la deuda medida en forma convencional. Esta reducción indica, no obstante, un importante cambio económico: un cambio en cuanto a la naturaleza de las disposiciones contractuales respecto de compartir los riesgos que se asocian a estos activos y pasivos externos.

someter los pesos obtenidos mediante una operación similar a la anterior, a tratamiento de inversión extranjera. Esencialmente, el primer mecanismo permite el uso de activos no oficiales del país mantenidos en el exterior para prepagar, con descuento, deudas externas oficiales. La segunda, permite la conversión de deudas externas adeudadas públicamente o garantizadas públicamente en capital propio en poder de inversionistas extranjeros, vale decir derechos sobre activos internos reales. A los inversionistas extranjeros se les otorgan derechos a remesa sobre los dividendos y el valor del capital de estas inversiones después de 4 y 10 años, respectivamente.

Naturalmente, un esquema como éste implica tanto beneficios como costos. Su beneficio más obvio, el descuento, es relevante solamente en la medida que hay una diferencia positiva entre el valor que el deudor le asigna a su obligación y el valor al cual ésta es prepagada a través de conversiones de deuda. En Chile, los deudores (la mayoría de ellos bancos privados) negocian libremente el precio al cual se establece la conversión o el prepagado de las deudas. De ese modo, a menos que haya externalidades involucradas, la presunción es que la transacción es beneficiosa para el país entero. De hecho, se puede argumentar que dados: (a) los términos de la deuda que se convierte (que goza de garantía estatal y riesgos de cambio protegidos con el Banco Central); (b) el precio que se paga al Banco Central por los cupos (que se explicarán más adelante) del Capítulo XVIII; (c) la alta tasa de impuestos aplicada a remesas de utilidades por inversión extranjera (una tasa pareja del 40%) y, (d) las restricciones impuestas a las remesas de utilidades y de capital, las conversiones de deuda en Chile son menos voluminosas de lo que hubieran sido en una situación no sometida a regulación.

En todo caso, existe un beneficio más sutil asociado a los mecanismos de conversión de la deuda, cual es el de facilitar la reestructuración de los pasivos internacionales netos en la forma explicada anteriormente. Aun si los descuentos no son tan favorables para el país deudor, puede ser beneficioso el permitir que se lleven a cabo conversiones de la deuda si redundan en una reducción en la categoría de riesgo de los flujos de consumo a que tienen acceso sus habitantes. Un país con una deuda externa cuyo monto se aproxima al tamaño de su PGB enfrenta altísimos riesgos y que, a través de la utilización de los activos extraoficiales mantenidos en el exterior (Capítulo XVIII) y de operaciones de swaps deuda/capital (Capítulo XIX), puede reducir significativamente su nivel de riesgo. En efecto, ambas constituyen formas de reducir la deuda externa pública. En el primer caso, mediante la reducción de un activo que está vagamente atado al país y, en el segundo, reemplazando la deuda por capital, una forma de pasivo con pagos residuales que no gozan de garantías comerciales ni cambiarias. Las dos formas alternativas de lograr el mismo propósito, vale decir, reducir la proporción de la deuda alcanzando superávit comerciales más altos (un nivel superior de transferencia real de recursos en términos de flujo) o procurando "perdonazos" de la deuda resultan demasiado onerosas. Reducen el nivel de riesgos a costa de reducir también la tasa esperada de crecimiento económico<sup>36</sup>.

Los costos de los mecanismos de conversión de la deuda están generalmente asociados a los usos alternativos de las divisas destinadas a la compra de las deudas<sup>37</sup> y a los efectos desestabilizadores que -se dice- pueden ocasionar a los mercados cambiarios y a las políticas fiscales o monetarias. La experiencia en Chile demuestra que existen formas de mitigar los efectos secundarios negativos de conversión de la deuda. Las operaciones del Capítulo XVIII están racionadas por un sistema de remate a través del cual los bancos presentan propuestas para adquirir el derecho a usar porciones de una cuota (el "cupo") establecido dos veces al mes por el Banco Central. El cupo (y su precio de escasez) se ocupa de los efectos que estas

---

36/ Respecto de este tema, me he beneficiado de las discusiones sostenidas con Lester Siegal, del Banco Mundial.

37/ Alternativamente esto se presenta a veces como el problema de la "no adicionalidad". El supuesto detrás de esto es que solamente se debería usar divisas "adicionales" para prepagar deuda externa. Por supuesto que utilizar recursos no adicionales para rescatar deuda externa sujeta a descuento bien puede resultar ser una inversión rentable desde el punto de vista del país. A las tasas actuales, para alguien que espera pagar la totalidad de los intereses, el rendimiento implícito de rescatar la deuda a un 50% de descuento, lo coloca alrededor de 800 puntos base sobre LIBOR.

operaciones pudieran tener en el mercado (paralelo) de cambios. Las operaciones del Capítulo XIX son aprobadas mediante estudios realizados caso por caso, asegurándose que no causen salidas de divisas. Aunque esto es imposible de lograr con certeza, las cifras de la balanza de pagos de Chile no dan indicios de un aumento inexplicable de los flujos hacia el exterior. Además, la entrada de inversión extranjera en efectivo ha aumentado, no disminuido. El impacto fiscal de la conversión de la deuda ha sido manejado permitiendo que las entidades públicas se comporten como entidades privadas: realicen una conversión solamente si les genera utilidades, vale decir, si el descuento que obtienen sobrepasa el valor presente del diferencial de interés entre los préstamos internos (utilizados para financiar el prepago) y los créditos extranjeros que serán prepagados. Por último, los efectos monetarios han sido controlados mediante una fórmula tan simple como la anterior: esterilizando la emisión en el único caso que ello se produciría, vale decir, cuando la deuda convertida es adeudada por el Banco Central. Dada la profundidad y la sofisticación del mercado de capitales interno de Chile, esto no ha resultado difícil. Es irónico que se acuse a las conversiones de la deuda de crear todo tipo de efectos macroeconómicos detestables, después de haber sido aplicados durante dos años en el país más conocido en Latinoamérica, por su devoción a la estabilidad macroeconómica.

## 5. CONCLUSION

En mi opinión, el caso de Chile demuestra que se puede encontrar una "solución" gradual al problema de la deuda externa combinando el ajuste estructural con el crecimiento económico. Esto hace necesario, sin embargo, superar grandes dificultades y desafíos. Permítaseme resumir lo que creo constituyen las tres grandes lecciones que se pueden extraer de esta experiencia.

La primera es que el ajuste estructural toma tiempo. Bastante más que el calculado en el horizonte de planificación de las decisiones de política económica. En Chile, los esfuerzos para lograr un ajuste estructural comenzaron a mediados de la década del setenta y sus frutos están, ahora último (y lentamente) empezando a emerger. El crecimiento actual de las exportaciones, por ejemplo, no hubiera tenido lugar sin la inversión privada realizada en el pasado, parte de la cual fue financiada con los tan criticados préstamos externos de fines de los años setenta y principios de los ochenta. Esto se puede probar con "certidumbre biológica": la fruta y la madera que están siendo exportadas en el presente provienen de árboles que fueron plantados años atrás. Otros ejemplos de reformas estructurales que, habiendo sido implementadas hace bastante tiempo, están recién brindando beneficios, están representadas por: (a) el ajuste fiscal; (b) la creación de un mercado de capitales privado formal y (c) la reforma efectuada a la legislación laboral.

La segunda es que los precios relativos son eficaces. Como se dijo en secciones anteriores, la evidencia chilena sugiere que la adecuada combinación de precios claves -tipo de cambio, tasa de interés, nivel de salarios- opera en forma eficiente para producir los ajustes necesarios del lado de la demanda (consumo e inversión) y, también, del lado de la oferta (exportaciones, sustitución de importaciones, empleo). Asimismo, los precios relativos son útiles para obtener la cantidad de financiamiento exterior necesario para crecer. La experiencia reciente chilena, definitivamente, no sustenta ninguna teoría de "pesimismo de las elasticidades". Sin embargo, también se requiere de tiempo para apreciar el impacto real producido por los cambios en los precios relativos.

Por último, una cantidad sustancial de financiamiento externo se requiere para lograr el crecimiento económico. Esto no proviene solamente del hecho que se producen rezagos en los efectos de los ajustes.

Sino que de la observación obvia que los países en desarrollo son típicamente importadores de capital. Una vez que se acepta esta proposición, es innegable que las transferencias reales netas de los países deudores a sus acreedores deben ser pequeñas y/o realizarse por períodos de tiempo cortos. Por supuesto que esto significa que el actual énfasis en los déficit de la cuenta corriente y los coeficientes de deuda (enfoque compartido por demasiados economistas y banqueros, tanto de países deudores como acreedores) como metas de los programas macroeconómicos deberían ser sustituidos por una visión más balanceada. Esta visión, como se explicó anteriormente, no debería buscar una reducción en el **stock** de los pasivos externos netos sino reducir los riesgos asociados a un nivel de deuda externa determinado.

1987 fue el cuarto año consecutivo de ajuste y de crecimiento en la economía chilena. Se espera que el año próximo sea, en general, parecido a 1987 en cuanto a crecimiento económico, inflación y resultados en la balanza de pagos, a menos que una severa recesión mundial o algún otro factor socave seriamente el actual clima de estabilidad. Pocos países de la región cuentan con siquiera un año de tranquilidad macroeconómica por venir. A partir de 1989, la perspectiva de financiamiento extranjero parece menos clara pero, de nuevo, descartando una severa recesión mundial, los desafíos parecen ser considerablemente más fáciles de superar que aquellos de años anteriores. También parece que los dioses últimamente han decidido premiar el buen comportamiento: los términos de intercambio finalmente han empezado a mejorar, encabezados por los precios alcanzados por el cobre, a pesar de que nadie sabe cuánto va a durar esta recuperación. Ciertamente, el mantener el esfuerzo por lograr un ajuste estructural puede resultar más difícil una vez que ya no exista la emergencia de los términos de intercambio deprimidos. La verdadera prueba para el ajuste estructural puede estar en su capacidad para sobrevivir a un período de bonanza de los términos de intercambio.

AMERICA LATINA 1980 - 86: INDICADORES DE AJUSTE ECONOMICO

PAIS	SHOCKS EXTERNOS			AJUSTE INTERNO				AJUSTE EXTERNO Saldo Bza. Com. Bs. y Ss. sobre exportac. de bienes 1983-86 (7)	
	Pago de Serv. Financ. Netos sobre Export. de Bienes (Promedio 1983-86) (1)	Términos de Intercambio (% de variación) (Acumul. 1980-85) (2.1)	(Acumul. 1980-86) (2.2)	PGB per cápita (% de variación) (Acumul. 1980-86) (3)	Inflación % (promedio anual 1983-86) (4)	Tasa de Desempleo Urbano % 1980 (5.1)	1986 (5.2)		Salarios Reales (var. %) (Acumul. 1980-86) (6)
Argentina	0,668	-13,0	-25,0	-14,5	397,3	2,3	4,6	7,4	0,37
Brasil	0,452	-17,0	2,0	2,5	168,9	6,3	3,6	17,0	0,35
Colombia	0,337	-3,0	14,0	2,5	19,5	9,7	13,8	18,1	-0,16
Chile	0,494	-28,0	-21,0	-6,2	22,6	11,8	13,4	-5,1	0,11
México	0,440	-16,0	-38,0	-9,7	77,4	4,5	5,2	-36,2	0,39
Perú	0,351	-11,0	-23,0	-9,6	114,5	10,9	10,6	-36,0	0,16
Venezuela	0,148	14,0	-38,0	-21,6	11,8	6,6	11,8	9,7 1/	0,32

1/ Variación de salarios urbanos mínimos.

Fuente: CEPAL, "Balance Preliminar de la Economía Latinoamericana, 1986".

CUADRO N° 2

**AMERICA LATINA: AJUSTE Y FINANCIAMIENTO**  
(Saldo comercial de bienes y servicios sobre pago de servicios financieros netos durante 1983-86)

PAIS	RAZON
Argentina	0,56
Brasil	0,79
Colombia	-0,48
Chile	0,24
México	1,19
Perú	0,45
Venezuela	2,65

Fuente: Cuadro N° 1. columna 7 sobre columna 1.

CUADRO N° 3

**CHILE: TERMINOS DE INTERCAMBIO**

AÑO	Indice (prom. 1965-74=100)
1965	80,0
1966	107,5
1967	95,9
1968	98,7
1969	118,6
1970	105,7
1971	99,6
1972	97,8
1973	107,1
1974	89,1
1975	47,9
1976	52,3
1977	48,2
1978	47,7
1979	53,1
1980	52,3
1981	49,4
1982	39,5
1983	45,9
1984	42,6
1985	41,1
1986	44,8
Promedio 1965-1974	100,0
1975-1984	47,9
1976-1980	50,7
1982-1985	42,3

Fuente: Banco Central de Chile.

CUADRO N° 4

CHILE: PRINCIPALES INDICADORES ECONOMICOS

AÑO	P.G.B. (% VAR. REAL)	TASA DE DESEMPEÑO (1) (%)	SALARIOS REALES (2) (% VAR. REAL)	INDICE PRECIOS CONSUMIDOR (4) (% VAR.)	EXPORTACIONES (Bs. y Ss.) (% VAR. REAL)	IMPORTACIONES (Bs. y Ss.) (% VAR. REAL)	DEUDA EXTERNA NETA SOBRE EXPORTACIONES DE BIENES
1975	-12,9	14,9	-2,7	374,7	2,4	-38,7	3,13
1976	3,5	12,7	10,8	211,9	24,4	4,3	2,17
1977	9,9	11,8	21,5	92,0	11,9	35,5	2,25
1978	8,2	14,2	14,3	40,1	11,2	17,6	2,27
1979	8,3	13,6	10,9	33,4	14,1	22,7	1,60
1980	7,8	10,4	8,6	35,1	14,3	18,7	1,48
1981	5,5	11,3	9,0	19,7	-9,0	15,7	3,06
1982	-14,1	19,6	0,3	9,9	4,7	-36,3	3,93
1983	-0,7	14,6	-10,9	27,3	0,6	-15,1	4,02
1984	6,3	14,0	0,2	19,9	6,8	16,5	4,60
1985	2,4	11,9	-4,5	30,7	6,9	-11,0	4,58
1986	5,7	8,8	2,0	19,5	10,6	9,2	4,18
1987*	5,4	-	-	21,1	6,9	16,2	3,45
Promedio 1965-74	2,67	4,50 (3)	1,86	72,97	3,96	5,22	2,48
Promedio 1975-79	3,03	13,44	10,67	121,33	12,58	4,56	2,28
Promedio 1980-83	-0,76	13,98	1,41	22,65	2,31	-7,17	3,12
Promedio 1984-86	4,78	11,57	-0,80	23,26	8,08	4,23	4,45
Promedio 1984-87*	4,94	-	-	22,72	7,79	7,10	4,20

\* Cifras provisionales.

(1) En todo el país, promedio de octubre a diciembre de cada año. Instituto Nacional de Estadísticas.

(2) Promedio Anual de salarios nominales deflactados por el IPC. Instituto Nacional de Estadísticas.

(3) 1965-1972

(4) Doce meses terminados en diciembre.

Fuente: Banco Central de Chile.

## CHILE: COMPOSICION DE LA DEMANDA AGREGADA

ESPECIFICACION	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987*	PROMEDIOS			
														1965-74	1975-79	1980-83	1984-87
<b>A. A precios constantes de 1977</b>																	
Consumo / PGB	0,87	0,84	0,87	0,87	0,86	0,83	0,85	0,89	0,87	0,83	0,80	0,78	0,77	0,917	0,858	0,847	0,795
Inversión Bruta / PGB	0,14	0,14	0,14	0,16	0,20	0,24	0,28	0,11	0,09	0,15	0,14	0,15	0,18	0,203	0,165	0,162	0,155
Exportaciones / PGB	0,17	0,20	0,21	0,21	0,22	0,24	0,20	0,25	0,25	0,25	0,26	0,28	0,28	0,113	0,220	0,228	0,268
Importaciones / PGB	-0,18	-0,18	-0,22	-0,24	-0,28	-0,30	-0,33	-0,25	-0,21	-0,23	-0,20	-0,21	-0,23	-0,234	-0,242	-0,236	-0,218
Saldo Comercial / PGB	-0,01	0,02	-0,02	-0,03	-0,05	-0,07	-0,13	0,002	0,04	0,02	0,06	0,07	0,05	-0,120	-0,023	0,008	0,050
Ahorro Interno / PGB	0,13	0,16	0,13	0,13	0,14	0,17	0,15	0,11	0,13	0,17	0,20	0,22	0,23	0,083	0,142	1,153	0,205
<b>B. A precios de cada año</b>																	
Consumo / PGB	0,89	0,83	0,87	0,86	0,85	0,83	0,88	0,91	0,87	0,87	0,84	0,82	0,80	0,849	0,866	0,860	0,833
Inversión Bruta / PGB	0,13	0,13	0,14	0,18	0,18	0,21	0,23	0,11	0,10	0,14	0,14	0,15	0,17	0,149	0,155	0,153	0,150
Exportaciones / PGB	0,25	0,25	0,21	0,21	0,23	0,23	0,16	0,19	0,24	0,24	0,29	0,31	0,33	0,145	0,221	0,234	0,293
Importaciones / PGB	-0,27	-0,21	-0,22	-0,24	-0,26	-0,27	-0,27	-0,21	-0,21	-0,25	-0,26	-0,27	-0,30	-0,145	-0,241	-0,245	-0,270
Saldo Comercial / PGB	-0,02	-0,04	-0,02	-0,03	-0,03	-0,04	-0,10	-0,02	0,03	-0,01	0,03	0,04	0,03	0,001	-0,028	-0,018	0,023
Ahorro Interno / PGB	0,11	0,17	0,13	0,14	0,15	0,17	0,12	0,09	0,13	0,13	0,16	0,18	0,20	0,151	0,134	0,140	0,167

(\*) Cifras provisionales.  
Fuente: Banco Central de Chile.

CUADRO N° 6

CHILE: PRECIOS CLAVES 1979 - 1987

ESPECIFICACION	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Tasa de Intercambio Real (1) (Índice 1980=100)	115,27	100,00	87,24	97,23	116,2	121,54	149,65	164,70	170,42 (Sep)
Tasa de Interés Real (%) (2)	11,7	6,3	7,4	5,9	6,1	14,7	6,2	3,5	4,8 (Nov)
Índice de Salarios Real (3) (Índice 1980=100)	92,01	100,0	108,88	108,64	97,07	97,16	93,00	94,93	94,56 (Sep)

- (1) Tipo de cambio promedio real efectivo para cada año, computado como el promedio ponderado (ponderación de importaciones) de los índices de Precios al por Mayor correspondientes a los doce socios comerciales de Chile más importantes, convertido a pesos al tipo de cambio oficial y deflactado por el IPC chileno. (Fuente: Banco Central de Chile).
- (2) Tasa promedio anualizada pagada por los bancos por depósitos de 3 - 12 meses reajustables de acuerdo a la UJF (reajustada según IPC), en diciembre de cada año. (Fuente: Banco Central de Chile).
- (3) Índice nominal de sueldos y salarios deflactado por el IPC del Instituto Nacional de Estadísticas, promedio para cada año.

**SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (1)**  
(En porcentaje del PGB)

ESPECIFICACION	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987*
1. Ingresos Corrientes del Gobierno General	32,5	32,9	31,7	30,2	27,5	28,7	28,6	28,2	26,8
2. Superávit operacional de las Empresas Públicas	9,8	9,9	5,6	8,3	11,1	10,3	12,8	11,3	11,3
3. Transferencias Netas de las Empresas Públicas	-8,5	-7,8	-5,5	-7,1	-8,2	-7,8	-8,0	-7,5	-7,9
4. Gastos Corrientes del Gobierno General	24,8	24,5	26,3	32,2	30,2	30,7	29,5	27,2	25,5
5. Superávit de Cta. Corriente del Sector Público (1+2+3+4) (3)	9,0	10,6	5,5	-0,8	0,2	0,5	3,9	4,8	4,7
6. Ingresos Netos de Capital	1,0	0,4	0,4	2,1	1,7	1,5	0,6	1,0	1,1
7. Formación Bruta de Capital	5,2	5,4	5,1	4,7	4,7	6,4	7,0	7,5	7,4
8. Superávit o Déficit Total (5+6+7)	4,8	5,5	0,8	-3,4	-2,8	-4,4	-2,6	-1,9	-1,6
<b>ITEMS DE MEMORANDUM</b>									
9. PGB (Miles de mill. de \$ chilenos)	772,2	1.075,3	1.273,1	1.239,1	1.557,7	1.893,4	2.576,6	3.250,3	4.110,5
10. Superávit del sistema priv. de pensiones (2) (En porcentaje del PGB)	-	-	0,9	2,7	3,5	3,3	4,7	4,7	4,3
11. Cuenta Corriente Ajustada (5+10)	9,0	10,6	6,4	1,9	3,7	3,8	8,6	9,5	9,0

(\*) Proyecciones hasta mayo de 1987.

(1) Sector Público No Financiero Consolidado, definiciones del Fondo Monetario Internacional.

(2) Desde 1981 hasta 1986, esta cifra refleja el cambio nominal de los fondos de pensiones. La cifra para 1987 es una estimación provisional.

(3) En el texto, la cuenta corriente del presupuesto del sector público se utiliza como equivalente del ahorro del sector público.

Fuente: FMI, "Chile: Recent Economic Development", varios números.

CUADRO N° 8

AGREGADOS MONETARIOS (1)

PERIODO	M <sub>1</sub> real (corregido estacionalmente) (Índice 1979=100)	Variación porcentual (2)	M <sub>1</sub> A en dólares (Índice 1979=100)	Variación porcentual (2)
1980 I	104,59	9,2	125,07	35,5
II	112,09	14,8	145,08	47,9
III	119,96	18,7	154,80	57,5
IV	127,07	20,5	175,75	58,0
1981 I	129,48	23,8	199,40	59,4
II	129,22	15,3	205,21	41,4
III	127,56	6,3	194,35	25,5
IV	135,59	6,7	207,94	4,3
1982 I	123,74	-4,4	205,83	3,2
II	121,25	-6,2	194,04	-5,4
III	114,07	-10,6	133,58	-31,3
IV	102,52	-24,4	105,16	-49,4
1983 I	113,78	-8,0	121,68	-40,9
II	103,64	-14,5	115,92	-40,3
III	102,34	-10,3	108,72	-18,6
IV	102,65	0,1	106,13	0,9
1984 I	105,20	-7,5	116,23	-4,5
II	110,33	6,5	122,58	5,7
III	108,44	6,0	112,55	3,5
IV	95,62	-6,8	85,48	-19,5
1985 I	97,35	-7,5	89,90	-22,7
II	94,82	-14,1	82,67	-32,6
III	96,08	-11,4	73,66	-34,6
IV	99,24	3,8	75,04	-12,2
1986 I	102,72	5,5	85,47	-4,9
II	108,70	14,6	91,29	10,4
III	116,55	21,3	94,44	28,2
IV	123,51	24,5	98,40	31,1
1987 I	123,06	19,8	106,68	27,2
II	120,82	11,1	106,41	16,6
III	119,30	2,4	100,94	6,9

(1) M<sub>1</sub>A se refiere a circulante más depósitos a la vista y otros pasivos bancarios a menos de 30 días. Se utilizó el IPC como deflactor.

(2) Relativo al mismo trimestre del año anterior.

Fuente: Boletín Mensual del Banco Central de Chile, varios números.

CUADRO N° 9

CHILE: BALANZA DE PAGOS 1984-1987 (1)  
(Millones de US\$)

ESPECIFICACION	1984	1985	1986	1987
<b>CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-2.060,0</b>	<b>-1.328,5</b>	<b>-1.090,7</b>	<b>-892,2</b>
1. Balanza Comercial	293,0	849,6	1.099,7	1.078,5
Exportaciones	3.650,3	3.804,1	4.198,9	5.045,8
- Cobre	1.603,8	1.788,7	1.757,1	2.145,3
- Otros	2.046,5	2.015,4	2.441,7	2.900,5
Importaciones	-3.357,3	-2.954,5	-3.099,1	-3.967,3
2. Servicios No Financieros	-434,0	-337,8	-387,6	-473,1
3. Servicios Financieros	-2.017,7	-1.901,0	-1.877,3	-1.600,6
4. Transferencias	98,7	60,7	84,5	103,0
<b>CUENTA DE CAPITAL</b>	<b>1.978,7</b>	<b>1.348,1</b>	<b>912,6</b>	<b>1.161,6</b>
1. Inversión Extranjera (2)	67,0	62,4	57,4	105,8
2. Pagos de Amortizaciones (3)	-487,5	-419,5	-431,3	-289,3
3. Desembolsos Mediano y Largo Plazo	1.620,2	1.470,6	1.218,7	1.028,1
Bancos Comerciales	780,0	714,0	370,3	0,0
Entidades Oficiales	90,4	61,0	24,2	17,4
Organismos Multilaterales (4)	358,4	488,4	483,0	502,1
Proveed. y Financ. de Proyectos	391,4	207,2	341,2	508,6
4. Uso neto líneas comerciales corto plazo	292,3	-29,3	241,9	103,0
5. Otros flujos comerciales de corto plazo	-6,4	48,7	119,9	73,5
6. Variación neta Activos Internacionales	313,1	370,2	31,0	-84,4
7. Créds. netos corto plazo Bco. Central	180,0	-155,0	-325,0	225,0
<b>ERRORES Y OMISIONES</b>	<b>98,6</b>	<b>-118,2</b>	<b>-49,4</b>	<b>-223,9</b>
<b>BALANZA DE PAGOS</b>				
<b>SUPERAVIT (+) DEFICIT (-)</b>	<b>17,3</b>	<b>-98,5</b>	<b>-227,5</b>	<b>45,5</b>

(1) 1984-1986: Cifras provisionales. 1987: proyecciones.

(2) Excluyendo inversiones a través de swaps deuda/capital.

(3) Excluyendo repago de préstamos originados de swaps deuda/capital y otros mecanismos de conversión de deuda.

(4) Incluyendo SAL del Banco Mundial.

CUADRO N° 10

FUENTES DE FINANCIAMIENTO EXTERNO NETO

(Millones de US\$)

ESPECIFICACION	1984	1985	1986	1987(*)
<b>SUPERAVIT CUENTA DE CAPITAL (1)</b>	<b>1.798,7</b>	<b>1.673,1</b>	<b>1.237,6</b>	<b>1.161,6</b>
Bancos Comerciales (2)	1.041,3	828,3	584,6	328,0 (5)
(Como % de la Cuenta de Capital)	57,9	49,5	47,2	28,2
Fuentes Oficiales (3)	244,4	379,4	265,2	352,5
(Como % de la Cuenta de Capital)	13,6	22,7	21,4	30,3
Fuentes Privadas (4)	513,0	465,3	387,8	481,1
(Como % de la Cuenta de Capital)	28,5	27,8	31,3	41,4

(\*) Proyección.

(1) Difiere del Cuadro N° 9 en que se excluyen los créditos a corto plazo al Banco Central, excepto para 1987 (Véase nota 5 más abajo) y los efectos del **retiming** de 1985 (US\$ 170 millones) se suman.

(2) Incluye flujos netos a mediano y largo plazo más la variación neta de las líneas de crédito a corto plazo y los efectos del **retiming** de 1985. Los **repricing** de los intereses **no** están incluidos como fuente de financiamiento.

(3) Incluye créditos netos del BID, Banco Mundial (incluyendo SAL) y entidades de Gobierno. Las amortizaciones incluyen créditos bancarios con garantía estatal. Excluye créditos del FMI.

(4) Incluye inversión extranjera neta, financiamiento de proyectos por parte de bancos y proveedores, créditos intercompañías, flujos relacionados con el comercio y cambios identificados de activos extranjeros.

(5) Incluye los desembolsos de US\$ 225 millones en créditos a corto plazo para cubrir la brecha de 1987. Estos serán pagados en 1988 por parte de los créditos del **retiming** del pago de los intereses negociados con los acreedores bancarios como parte del paquete financiero 1987-88. Ya que ellos implican un aumento de la deuda de corto plazo del Banco Central, estrictamente hablando ellos **no deberían** ser incluidos en las reservas internacionales netas. Sin embargo, no hemos seguido ese procedimiento en esta oportunidad para facilitar la comparación con años anteriores.

CUADRO N° 11

CHILE: DEUDA EXTERNA TOTAL (1)  
(Millones de US\$)

ESPECIFICACION	1982	1983	1984	1985	1986	1987 (2)
1. Mediano y Largo plazo	13.815	14.832	16.963	17.650	17.768	17.352
1.1 Sector Público	5.157	6.689	10.601	12.161	12.942	14.725
(de la cual: deuda privada con garantía estatal)	62	61	1.781	1.647	1.540	3.044
1.2 Sector Privado	8.658	8.143	6.362	5.479	4.826	2.627
2. Corto Plazo	3.338	2.599	1.914	1.668	1.574	1.955
2.1 Sector Público	1.503	1.705	1.742	1.564	1.384	1.576
2.2 Sector Privado	1.835	894	172	104	190	379
3. Total (1+2)	17.153	17.431	18.877	19.318	19.342	19.307
3.1 Pública	6.660	8.394	12.343	13.725	14.326	16.301
3.2 Privada	10.493	9.037	6.534	5.593	5.016	3.006

(1) Excluye deudas con el FMI (la cual, por convención, se deduce de las reservas internacionales **brutas**).

(2) Hasta el 30.09.87

CUADRO N° 12

CONVERSIONES DE DEUDA  
(Millones de US\$)

ESPECIFICACION	1985	1986	1987				Total
			T.1	T.2	T.3	T.4 (1)	
1. Capitalizaciones (2)							
D.L. N° 600 y otros	101,1	51,3	2,4	1,7	-	35,0	189,1
2. Capítulo XVIII (3)	115,2	410,6	133,5	94,6	160,0	205,3	1.119,2
3. Capítulo XIX (3)	25,8	203,4	225,6	49,9	71,5	258,3	834,5
4. Swaps de cartera (4)	41,0	27,2	-	-	-	-	68,2
5. Otras (5)	88,3	275,9	65,1	64,5	95,4	102,2	691,4
<b>TOTAL</b>	<b>371,4</b>	<b>968,4</b>	<b>426,6</b>	<b>210,7</b>	<b>326,9</b>	<b>600,8</b>	<b>2.902,4</b>

(1) Sólo hasta fines de noviembre.

(2) Swaps deuda/capital en compañías deudoras originales utilizando la Ley de Inversión Extranjera (D.L. N° 600).

(3) Compendio de Normas de Cambios Internacionales, Banco Central de Chile.

(4) Swaps de carteras entre bancos latinoamericanos.

(5) Incluye write-offs de deudas corporativas y pagos directos efectuados por deudores del sector no financiero privado sin acceso al mercado oficial de intercambio exterior.

## Referencias Bibliográficas

- Baeza, Sergio (1986) (ed) **Análisis de la Previsión en Chile**, Centro de Estudios Públicos.
- Balassa, Bela (1984) "Experimentos de Política en Chile, 1973-83", **Estudios Públicos**, N° 14, Otoño.
- Bianchi, Andrés (1987), "Adjustment in Latin America 1981-86", in Corbo, Goldstein and Khan (eds), **Growth-Oriented Adjustment Programs**, IFM-World Bank.
- Büchi, Hernán (1985), "Exposición del Estado de la Hacienda Pública", **Boletín Mensual** del Banco Central de Chile, diciembre.
- Büchi, Hernán (1986), "Exposición del Estado de la Hacienda Pública", **Boletín Mensual** del Banco Central de Chile, diciembre.
- Cerón, Irene (1987), "Oferta Exportable de Productos Agrícolas: Evolución y Perspectivas". **Centro de Estudios Públicos**, Documento de Trabajo N° 87, septiembre.
- Cerón, Irene y Staplefield, Irma (1987), "Esfuerzo Interno de Ahorro y Crecimiento Económico. Evolución 1960-86 y Perspectivas a 1995". **Mimeo**, septiembre.
- Edwards, Sebastián and Edwards, Alejandra (1987), "**Monetarism and Liberalization: The Chilean Experience**", Ballinger, Cambridge, Massachusetts.
- Feldstein, Martin (1987), "Muddling through can be just fine", **The Economist** N° 7504, June, 27-July, 3.
- Fontaine, Juan Andrés (1983) "¿Que pasó con la Economía Chilena?", **Estudios Públicos**, N° 11, Invierno.
- Garcés, Francisco (1987), "Comentarios sobre las Conversiones de Deuda Externa en Chile", **Boletín Mensual**, Banco Central de Chile, abril.
- Gutiérrez, Mario (1987) "Los términos de Intercambio y la Economía Chilena: un análisis de la influencia de factores externos y efectos sobre la estructura de crecimiento interno", **Banco Central de Chile**, Serie de Estudios Económicos N° 30, abril.
- Larraín, Felipe (1986), "Market-based Debt-reduction Schemes in Chile: A Macroeconomic Perspective", Pontificia Universidad Católica de Chile, **Mimeo**, diciembre.
- Matte, Ricardo y Rojas, Patricio (1986), "Evolución del Mercado Monetario en Chile y una Estimación de la Demanda por Dinero", Serie de Estudios Económicos N° 33. **Banco Central de Chile**, diciembre.
- Rosende, Francisco (1987), "Una interpretación del Desempleo en Chile", **Centro de Estudios Públicos**, Documento de Trabajo N° 89, octubre.
- Staplefield, Irma (1987), "Oferta Exportable de Productos Pesqueros. Evolución y Perspectivas". **Centro de Estudios Públicos**, Documento de Trabajo N° 85, julio.
- Selowsky, Marcelo and Van der Tak, Herman (1986), "The Debt Problem and Growth", **World Development**, Oxford, September.
- Silva, Ricardo (1983), "Destino del Ingreso de Capitales", **ODEPLAN**, marzo.
- Velis, Héctor (1987), "Análisis Quincenal del Sector Silvoagropecuario 1981-85", **Centro de Estudios Públicos**, Documento de Trabajo N° 77, enero.

## 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.
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.

N°	Título	Autor (es)
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-María 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 Comejo
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.
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.
32.	Ajuste con crecimiento: el caso chileno. 1988.	Francisco Rosende R.