

CAPÍTULO V

EL PROBLEMA DE LA DEUDA EXTERNA Y LA APERTURA FINANCIERA*

Durante la década de los años ochenta, la mayoría de los países latinoamericanos enfrentó un grave problema de endeudamiento externo. El deterioro brusco del marco internacional, registrado desde 1981, afectó con intensidad inusitada a las naciones en desarrollo; el descenso de los precios de exportación y las dificultades de acceso a los mercados industrializados, el alza de las tasas de interés y la notable reducción de los ingresos netos de capital se confabularon para generar el mayor shock externo del último medio siglo.

Los efectos del shock externo sobre la economía de las naciones deudoras, no obstante su carácter generalizado recesivo, exhibieron una gran variedad. La diversidad observada obedece a la distinta capacidad de negociación de los países, a la magnitud y velocidad que caracterizaron al endeudamiento de cada uno y a la estrategia de desarrollo y endeudamiento que adoptaron en los años previos. Lo último, además, resulta determinante del nivel de desarrollo en que la crisis externa encontró a cada país. En otros términos, hay naciones cuya economía se estagnó o retrocedió durante los años setenta, en tanto que las hay que crecieron vigorosamente, canalizando hacia la inversión productiva el abundante crédito externo que estuvo a su disposición en los mercados internacionales.

Este capítulo se concentra en el examen de la deuda externa de Chile. Por la íntima relación que tuvo con el funcionamiento

* Basado en "El problema de la deuda externa y la apertura financiera en Chile", *Colección Estudios CIEPLAN 11*, diciembre de 1983. Agradezco los comentarios de investigadores de CIEPLAN, en especial de José Pablo Arellano, y de Robert Devlin, Rudiger Dornbusch, Jaime Estévez, Jorge Marshall y Carlos Massad, y la colaboración de José de Gregorio.

del mercado interno de capitales y con la política de balanza de pagos, aquí se expondrán también los rasgos y resultados principales alcanzados en esas dos áreas.

Como se demostró en los capítulos I y II, la economía chilena tuvo un comportamiento productivo comparativamente muy deficiente durante el período 1973-82 (véanse Arellano y Cortázar, 1982; Edwards y Cox-Edwards, 1987; Foxley, 1982 y Ramos, 1986). El fracaso de este experimento está asociado, en forma no exclusiva pero sí significativa, a las políticas de comercio exterior y financieras impuestas en estos años, que hizo posible que la deuda externa creciese aceleradamente. El incremento de la deuda, a su vez, en vez de apoyar la formación de capital interno, la desalentó. Ello obedeció a cinco razones poderosas: la rápida e indiscriminada liberalización de las importaciones, especialmente de bienes de consumo; el atraso cambiario, en paralelo con las reducciones de la protección efectiva más significativas; la persistencia de altas tasas de interés en el mercado interno; la absoluta libertad para que el mercado decidiese respecto del uso de los fondos de origen nacional y exterior, y la dificultad para identificar las ventajas comparativas de mercado u oportunidades de inversión productiva que apareciesen rentables, en las condiciones de mercado que determinó la aplicación del modelo económico en su versión más ideológica.

Por último, se generó una gran vulnerabilidad de la economía nacional. En efecto, quedó desguarnecida frente a los cambios que se originaron en el exterior, en un contexto de políticas internas pasivas y neutras. Adicionalmente, el acelerado endeudamiento y la magnitud del déficit en cuenta corriente ya en 1980 mostraban una tendencia insostenible a mediano plazo, aun cuando no se hubiese registrado la crisis financiera internacional. En consecuencia, se le imprimió al sector externo una dinámica que inevitablemente iba a exigir un proceso de ajuste traumático. Su gravedad, por supuesto, fue acentuada por el hecho de que durante los setenta, en vez de desarrollarse, la base productiva nacional y su capacidad de ajuste se debilitaron. Por ejemplo, la tasa de inversión bruta se redujo en cerca de un quinto respecto de los

sesenta, y la tasa de crecimiento del PIB disminuyó en una proporción mayor. Dado este conjunto de antecedentes, puede entenderse que el PIB de Chile, de lejos, sufriese la caída más grande de toda América Latina en 1982.

En la sección 1 se presentan los antecedentes más destacados del proceso de apertura financiera. Se exponen sucintamente el marco conceptual oficial, las políticas adoptadas y la evolución de los movimientos de capitales y de la deuda externa; especial atención se pone en los préstamos de origen bancario y en el comportamiento de los flujos captados por deudores privados. En la sección 2 se examina el impacto macroeconómico del endeudamiento externo, en particular sobre las políticas monetaria y cambiaria, y los procesos de ajuste global que indujo; luego se estudia la evolución de las tasas de interés, en especial la brecha persistente entre las tasas interna y externa. En la sección 3 se examinan las diversas fuentes de vulnerabilidad externa a que quedó sometido Chile a consecuencia de la forma de apertura financiera. En contraste con el enfoque neoliberal, aquí se argumenta que los problemas surgidos se concentraron en la deuda del sector privado; se explica por qué el ingreso masivo de capital financiero estuvo acompañado de una reducción notable del ahorro nacional y de una baja tasa de formación de capital. Por último, la sección 4 comprende un breve recuento de lecciones que entrega el experimento ortodoxo en el campo de las relaciones financieras y el endeudamiento externo.

1. APERTURA FINANCIERA Y ENDEUDAMIENTO EXTERNO

La política oficial postulaba la apertura irrestricta frente a los movimientos de capitales y la liberalización indiscriminada del mercado financiero interno. En esta sección se expone el marco conceptual en que se basa la apertura financiera. Luego se examina la *forma cómo* se aplicaron los principios mencionados. Por último, se analizan los antecedentes cuantitativos respecto del volumen y composición de los movimientos de capital y del endeudamiento externo.

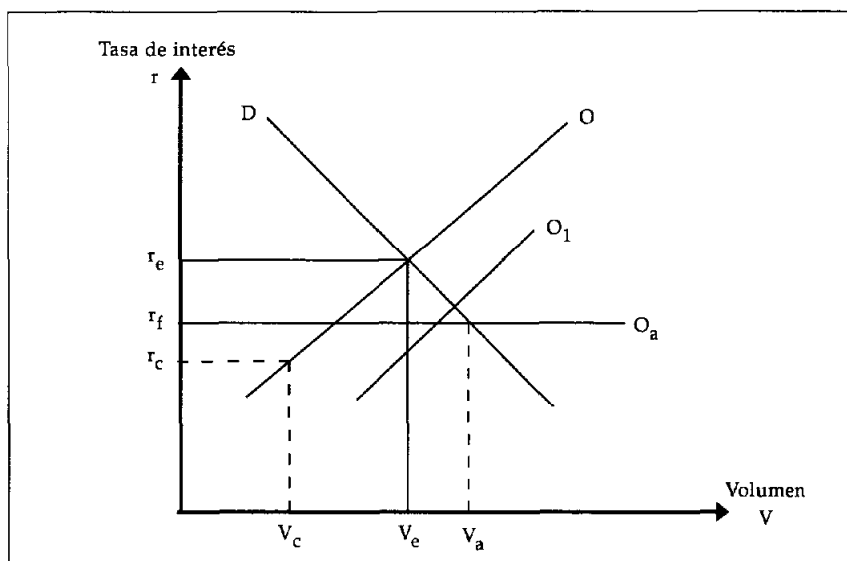
a) El marco conceptual del experimento

Por supuesto, existen versiones monetaristas ortodoxas muy sofisticadas respecto del funcionamiento de las liberalizaciones de los mercados de capitales y de sus efectos, comparados con los de la llamada represión financiera. Sin embargo, los aspectos esenciales del discurso oficial pueden ser captados por un esquema muy simple.

La liberalización del mercado financiero interno y la apertura frente a los movimientos de capitales buscaban incrementar el ahorro y la inversión, y mejorar la asignación de los recursos. En respuesta a ello, se esperaba un incremento del volumen de la inversión y de su eficiencia, sobre cuya base se sustentaría un crecimiento económico vigoroso y sostenido.

En términos muy simples, el marco conceptual puede describirse con la ayuda del gráfico V.1. Las curvas O y D reflejan la oferta y demanda por fondos prestables en el mercado, que se identifican con el ahorro y la inversión, respectivamente. Inicialmente prevalece lo que se denomina un marco de represión financiera, en el sentido de que hay restricciones respecto de la organización de nuevos bancos y otras instituciones financieras, y de las operaciones que pueden realizar, junto con un racionamiento de la demanda. En ese marco, la autoridad fija una tasa de interés r_c menor que la de equilibrio en economía cerrada (r_e), y que la de economía abierta ($r_f < r_e$). El volumen de ahorro resultante es V_c y la demanda se raciona hasta ese mismo nivel (para simplificar se supone que inicialmente no hay un flujo neto de capital foráneo). El volumen de ahorro e inversión (V_c) es menor que el de una situación de mercado cerrado con tasa libre, que sería V_e ; a su vez, se efectúan inversiones poco rentables, pues el racionamiento involucra que no se realizan todas las más eficientes. En efecto, se desarrollarían algunas con retornos iguales a r_c , quedando sin financiamiento otras con rendimientos superiores (inevitablemente en algunas sería incluso mayor que r_e , dado que la inversión total no excedería V_c).

Gráfico V.1



La liberalización financiera interna permitiría que r se elevara hasta su nivel de equilibrio, y que los ahorrantes enfrentasen más alternativas de colocación de los fondos. Merced a la mayor variedad de opciones, habría una oferta mayor (O_1 , situada a la derecha de O), desplazando la «inversión» en activos no productivos, y supuestamente elevando la propensión al ahorro al hacerlo más atractivo. Por otra parte, la apertura financiera externa permitiría el ingreso de capitales foráneos, que complementarían los fondos disponibles para la inversión. Con el libre movimiento de capitales se alcanzaría un volumen de inversión $V_a > V_e$, y una igualación de la tasa de interés interna con r_f .

La tasa de ahorro nacional se elevaría, a pesar de la baja de la tasa de interés, si el desplazamiento de la oferta es suficientemente fuerte, como en el gráfico V.1. Este es un supuesto común, explícito o implícito, en las reformas neoliberales del mercado financiero.

La política cambiaria que se adopte es determinante de los resultados que se logren. La igualación de la tasa de interés requiere que no existan expectativas de variación del tipo de cam-

bio real (deflacionado por la inflación neta). Primero, ello se procuró con una política cambiaria de minidevaluaciones, como se expone en el capítulo IV. Posteriormente, se intentó hacerlo con un tipo de cambio fijo. La política oficial supuso que, ante un régimen de libre comercio, como ya regía en 1979, un superavit fiscal y un tipo de cambio cercano al equilibrio, su congelación nominal impediría rápidamente que la inflación interna superase a la externa. De esta manera, el tipo de cambio se transformaría en el principal instrumento de estabilización del nivel de precios interno (McKinnon, 1981, pp. 32-34). Formalmente se adoptó, así, el monetarismo extremo; esto es, el del enfoque monetario de la balanza de pagos, con su corolario de un tipo de cambio fijo y política monetaria neutra.

El pensamiento oficial asumió que la apertura financiera operaría eficazmente, en la medida en que los movimientos de capitales fuesen realizados por agentes privados, y ello se efectuase preferentemente sin garantías oficiales. De esta manera, los ingresos de capitales, realizados en el caso de Chile y de la mayoría de las naciones en desarrollo en la forma de préstamos bancarios, se efectuarían sólo cuando el prestatario esperase que el rendimiento neto del uso de esos fondos le permitiría pagar los intereses comprometidos. El crecimiento de la deuda externa es el reflejo de una economía sana, que está creciendo con fuerza (de la Cuadra, 1981, p. 1025). En consecuencia, la deuda de prestatarios privados no presentaría peligros de incapacidad de pago. El problema sólo surgiría en caso de que la deuda fuese pública (Robichek 1981, p. 172).

Predominó una visión notablemente ingenua sobre el funcionamiento de las instituciones privadas. Frecuentes eran las declaraciones de las autoridades de que los usuarios sabían distinguir entre buenos y malos bancos. El hecho es que la supervisión prudencial fue muy laxa¹.

1 Es interesante constatar que algo similar aconteció en países desarrollados con la regulación de préstamos a economías en desarrollo. Véase Valdés (1989) sobre la relajación de normas para facilitar el reciclaje de los excedentes petroleros.

Las desviaciones entre el pensamiento oficial y la realidad fueron notables. El volumen de ahorro nacional y la formación de capital resultaron menores que V_c ; esto es, en vez de crecer, ambos coeficientes disminuyeron notoriamente. Como el uso de ahorro externo se elevó, la caída de la tasa de ahorro nacional se redujo más drásticamente que la de la inversión. La tasa de interés interna se situó en niveles inesperadamente elevados, y espectacularmente por sobre la tasa externa (véase el cuadro V.5). La fijación del tipo de cambio nominal llevó a una significativa pérdida de su poder de compra y a un creciente déficit externo. La deuda privada creció desmesuradamente, y sobre la hipótesis de las autoridades y de los prestatarios de que el costo real permanecería bajo y de que su acceso continuaría expedito en el futuro. Por último, el exceso de endeudamiento, con el correspondiente mayor servicio, debilitó el aparato productivo y la capacidad de pago, en vez de fortalecerlos. La intensidad de estas desviaciones, entre efectos esperados y efectivos, contribuyó al deficiente resultado del modelo impuesto durante los setenta en Chile.

b) El nuevo marco institucional²

En el lapso bajo estudio se pueden distinguir tres subperíodos en cuanto a la aplicación de estas políticas financieras. El primero se sitúa entre 1973 y 1975. Durante éste no se registran cambios sustanciales del sistema financiero interno; los bancos estatizados en el régimen anterior permanecieron en poder gubernamental. Por otra parte, diversas medidas que incentivan la inversión extranjera y los créditos externos surtieron escaso efecto, en el sentido de que los flujos netos no resultaron significativos.

El segundo lapso se inició en 1975, con la liberalización drástica del sistema financiero interno y la privatización de la mayoría de los bancos comerciales. Junto con liberar la tasa de interés en abril del mismo año, se permitió pactar reajustes (corrección monetaria) en operaciones de más de 90 días y para pagar intereses por depósitos de corto plazo (véase Arellano,

2 Antecedentes más detallados sobre las normas que regulaban el movimiento de capitales se proveen en un Anexo de Ffrench-Davis y Arellano (1981).

1983). Por otra parte, se eliminaron las normas sobre el control cuantitativo del crédito en moneda nacional, las que se orientaban, principalmente, a canalizar el crédito hacia la producción en vez del consumo, y se uniformaron las operaciones permitidas a las distintas instituciones financieras.

Dentro de esta tendencia a la uniformación del tratamiento se incluyó a la banca extranjera. Esta había sido restringida durante los gobiernos de los presidentes Frei y Allende. En diciembre de 1974 se levantó la restricción que hacía prohibitiva su operación en el país. En 1982 existían 19 bancos extranjeros en Chile, pero cubrían sólo 10% de las colocaciones del sistema financiero. La apertura frente al financiamiento externo fue paulatina. La evolución experimentada en este aspecto contrasta con la creciente y rápida liberalización comercial. No obstante, en los años siguientes, se registró un intenso ingreso de capitales, que creció aceleradamente entre 1977 y 1981. Los factores determinantes de ese flujo fueron la abundancia de fondos en el mercado internacional, la baja deuda bancaria inicial y la imagen de solvencia que proyectaba Chile, y las escasas restricciones internas y externas al uso de los fondos.

Por último, el tercer subperíodo se inicia a fines de 1981. A pesar de que se intensificó aún más la liberalización de los ingresos de capitales, los flujos netos se redujeron drásticamente, en respuesta tanto a los primeros síntomas de la crisis financiera internacional como al tardío reconocimiento por parte de la banca internacional del sobreendeudamiento incurrido por Chile. Cuando explotó oficialmente la crisis de la deuda en México, en agosto de 1982, Chile ya se encontraba en medio de una profunda crisis. En efecto, desde el segundo semestre de 1981 el PIB estaba decreciendo sostenidamente (véase Marcel y Meller, 1983).

El propósito principal de la gradualidad en la liberalización de las limitaciones a la magnitud y plazos de los movimientos de capitales fue asegurar el control monetario, el que ocupó durante varios años el papel protagónico en la política antiinflacionaria. Las autoridades consideraron que, dadas las grandes diferencias que existían entre las tasas de interés interna y externa, una libe-

ración drástica de la cuenta de capitales atraería créditos en volúmenes tales que retrasarían el programa de estabilización.

Sin embargo, las declaraciones oficiales siempre insistieron en el carácter transitorio de las restricciones vigentes. De hecho, a través del tiempo, se liberalizó el movimiento de capitales mediante el aumento de los montos máximos de endeudamiento, y la supresión de restricciones o su reemplazo por otras más flexibles.

En 1981, cuando el uso neto de capitales extranjeros alcanzó al 21% del PIB³, los ingresos de créditos financieros (correspondientes al artículo 14 de la Ley de Cambios Internacionales) estaban sujetos a un plazo mínimo de permanencia de 24 meses y a un depósito obligatorio de un porcentaje del crédito (10 ó 15% según el plazo) en el caso de operaciones a menos de 66 meses. No existían restricciones especiales al volumen de crédito que los bancos podían tomar en el exterior y prestar denominados en moneda extranjera en Chile, pero sí persistía un límite a los avales que podían otorgar. Durante 1982, en medio de la crisis interna de la economía chilena, se suprimió el plazo mínimo de 24 meses de los créditos y el porcentaje del depósito obligatorio se fijó en 5% del préstamo externo, tasa similar a la de las reservas exigidas por depósitos bancarios internos.

c) Flujos de capital financiero y deuda: volumen, origen y destino

Los movimientos de capitales crecieron aceleradamente desde 1977. A pesar de que el sector externo chileno registró a partir de esa fecha un elevado y creciente déficit en cuenta corriente, el ingreso neto de capitales permitió una significativa acumulación de reservas internacionales hasta 1981. El mayor flujo tuvo lugar en un marco de gran expansión del sector externo, en especial de la importación de bienes de consumo prescindibles. El movimiento de capitales se concentró, en forma abrumadora, en créditos al sector privado, sin garantía estatal, con proporciones

3 Cifra a precios constantes de 1977, reescaladas por el tipo de cambio promedio de 1976-78. En dólares corrientes es 14,5%, debido al elevado valor que alcanzó el PIB en 1981 a consecuencia de la excesiva apreciación cambiaria.

menores al 20% para los ingresos en la forma de inversión extranjera directa y de préstamos al sector público.

El cuadro V.1 muestra la evolución de diversos indicadores de los movimientos de capitales anuales. Los flujos, expresados en moneda de poder adquisitivo constante, aumentaron en forma notoria en la segunda mitad de los años setenta (cols. 1 y 2). Asimismo, crecieron como proporción de diversas variables internas. En las columnas (3) y (4) se observa que los movimientos de capitales aumentaron, notablemente, como proporción de la inversión interna bruta y del PIB. Ello obedece, en parte, al relativo estancamiento registrado por estas dos variables durante los años setenta. Pero el ahorro externo (déficit en cuenta corriente) y el servicio de capitales, también crecieron (con altibajos) en relación a las exportaciones (columnas 5 y 6), a pesar del comportamiento dinámico que tuvieron éstas durante los primeros años del experimento monetarista. El servicio de la deuda total alcanzó en 1982 al 88% de las exportaciones de bienes y servicios; esto es, tres veces del coeficiente de servicio de los años 1970-74.

En síntesis, a partir de 1977, los movimientos de capitales alcanzaron un peso relativo aceleradamente creciente en la economía chilena. Los coeficientes que describen su incidencia denotan una carga del servicio de la deuda que en los setenta e inicio de los ochenta fue sustancialmente mayor que para el promedio de América Latina (Bacha y Díaz-Alejandro, 1983; Ffrench-Davis, 1983b; Fishlow, 1983).

La actividad deudora (reflejada por el volumen de movimientos brutos y amortizaciones) aumentó en forma más acelerada que los flujos netos de capital, debido a que los plazos de los créditos externos se acortaron. Este fenómeno fue consecuencia directa del incremento de la participación de la deuda con acreedores bancarios privados (véase cuadro V.2) y los plazos más cortos con que operan éstos. La magnitud alcanzada por los movimientos de capitales es reflejada por el hecho que en el bienio 1980-81 los ingresos brutos de créditos equivaliesen a 24% del PIB.

Cuadro V.1
Déficit en cuenta corriente y movimientos de capitales, 1970-82

(millones de US\$ de 1977 y porcentajes)

Años	Saldo cuenta corriente	Ingresos brutos de créditos	Financiamiento externo de la inversión %	Financiamiento externo y PIB %	Déficit de exportación %	Coefficiente de servicio de la deuda %
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1970	-166	941	6,8	1,4	6,5	27,0
1971	-367	772	15,5	2,8	16,9	38,4
1972	-690	1.302	36,4	5,4	40,0	27,9
1973	-441	1.106	24,7	3,6	20,7	25,4
1974	-256	1.064	12,0	2,1	8,9	35,1
1975	-534	1.109	32,5	5,0	29,3	55,6
1976	160	1.086	-11,4	-1,4	-6,5	52,7
1977	-551	1.390	34,1	4,6	22,5	52,8
1978	-965	2.559	50,9	7,4	38,5	58,7
1979	-933	2.691	42,2	6,6	27,3	50,8
1980	-1.382	3.270	51,2	9,0	36,8	47,7
1981	-3.348	4.640	108,1	20,7	103,2	70,8
1982	-1.693	2.238	87,2	12,2	53,4	88,5

Fuente: Elaboraciones sobre la base de Banco Central, Balanza de Pagos, Deuda Externa de Chile y Cuentas Nacionales en pesos de 1977. Las cifras nominales en US\$ se deflacionaron por el índice de precios externos, IPE (French-Davis, 1984) para su conversión en moneda de 1977. (3) Mide la relación entre el déficit en cuenta corriente (DCC) y la formación bruta de capital fijo; (4) relación entre el DCC y el PIB; (5) relación entre el DCC y las exportaciones de bienes y servicios no financieros; (6) cociente entre los egresos brutos de créditos más intereses netos respecto de las exportaciones de bienes y servicios no financieros. Para la conversión en US\$ de las cifras de PIB e inversión, disponibles originalmente en pesos de 1977, se utilizó el tipo de cambio real promedio del trienio 1976-78, expresado en pesos de 1977 por dólar del mismo año.

Durante el período que se analiza, se registraron cambios significativos en lo tocante a los agentes (acreedores y deudores) que participan en los movimientos de capitales.

En relación con los acreedores (cuadro V.2), en 1981 el 84% de la deuda externa era con bancos e instituciones financieras; éstos cubrían apenas el 19% a fines de 1974. La contrapartida de la privatización del origen fue una disminución del monto nominal de la deuda bilateral con organismos oficiales. Dicha reasignación fue producto, en parte, del auge de la oferta externa de fondos bancarios y de que ésta, antes de 1977, estuviese relativamente poco utilizada por Chile en comparación a otros países semiindustrializados. Desde entonces se puso rápidamente

te al día y, entre los países en desarrollo no exportadores de petróleo, se transformó en uno de los principales deudores de los mercados internacionales de capitales privados. Dentro del contexto latinoamericano, la deuda bancaria de Chile superó en 1982 los US\$ 1.000 por habitante en comparación con US\$ 600 del promedio regional, y cerca de US\$ 500 de Brasil (Ffrench-Davis, 1983a, cuadro V.5). Por otra parte, la deuda bancaria de Chile creció 57% por año entre 1977 y 1981, frente a una media de 28% del conjunto de los países en desarrollo.

Cuadro V.2

Deuda externa total y con instituciones financieras privadas, 1974-82

Años	Deuda total mill. de US\$ (1)	Instituciones financieras acreedoras	
		Mill. US\$ (2)	Participación % en deuda total (3)
1974	4.776	923	19,3
1975	5.453	1.352	24,8
1976	5.392	1.506	27,9
1977	5.763	2.144	37,2
1978	7.153	3.723	52,0
1979	8.790	5.885	67,0
1980	11.325	8.579	75,8
1981	15.700	13.169	83,8
1982	17.263	14.986	86,8

Fuente: Banco Central, *Deuda Externa de Chile 1982*, agosto de 1983, cuadros 1, 3 y 11; Ffrench-Davis y Arellano (1981, cuadro 7). La deuda total se refiere al saldo vigente desembolsado a fines de cada año. Además de la deuda tradicional, incluye pasivos externos en moneda nacional, con el FMI y de corto plazo contraídas por sectores distintos que el sistema monetario, con la excepción de la operaciones directas de comercio exterior.

En lo que respecta a los deudores, los flujos crediticios en favor del sector privado exhiben un crecimiento marcado, en tanto que predominan las amortizaciones de la deuda del sector público. Es así como, desde 1975, el creciente ingreso neto de capitales fue recibido mayoritariamente por el sector privado, mientras que el fisco avanzaba hacia un superávit presupuestario. Esta situación obedeció a una política deliberada de reducción de la participación estatal. Ello fue facilitado por el cambio ocurrido en los mercados internacionales: la pérdida de peso de las instituciones financieras oficiales que operaban preferentemente

con usuarios gubernamentales, y la emergencia vigorosa de los mercados internacionales de capitales privados que ofrecían acceso tanto a deudores públicos como privados.

La evolución descrita de las corrientes anuales de fondos, se refleja en los saldos acumulados de la deuda externa. El cuadro V.3 consigna la composición de la deuda bruta y neta (bruta menos reservas) según prestatarios. El nivel de reservas internacionales se incrementó en forma sostenida hasta 1981. Ello tiene implicaciones tanto para determinar el origen del desequilibrio (exógeno o endógeno) y para examinar los efectos que surte el endeudamiento externo sobre la capacidad de compra interna. Cuando el crédito foráneo tiene como contrapartida un mayor déficit en cuenta corriente (por ejemplo, en respuesta a un aumento de las importaciones estimulado por medidas tales como apreciación cambiaria o mayor liberalización de las importaciones), el tomador del crédito incrementa su poder de com-

Cuadro V.3
Deuda externa según prestatarios, 1973-82
(millones de US\$)

Años	Deuda bruta		Deuda neta		Participación privada en deuda neta % (5)
	Sector Público (1)	Sector Privado (2)	Sector Público (3)	Sector Privado (4)	
1973	3.276	786	3.063	716	18,9
1974	3.896	879	3.709	773	7,2
1975	4.426	1.027	4.252	931	18,0
1976	4.252	1.140	3.718	1.016	21,5
1977	4.319	1.444	3.763	1.339	26,2
1978	4.858	2.295	3.648	2.147	37,0
1979	5.018	3.772	2.882	3.053	54,9
1980	4.905	6.426	1.569	5.986	79,2
1981	5.145	10.561	1.878	9.761	83,9
1982	5.892	11.371	3.866	10.586	73,2

Fuentes: Elaboraciones sobre la base de Banco Central, *Boletín Mensual*, mayo de 1983, *Deuda Externa de Chile, 1979 y 1982*; DIPRES, *Exposición sobre el Estado de la Hacienda Pública*, octubre de 1982.

Notas: La deuda privada con garantía pública y la contraída por el Banco del Estado de Chile se incluyeron en la col. (2). Las cols. (3) y (4) representan la deuda bruta menos las reservas internacionales del Banco Central y del sistema financiero, respectivamente. Para la medición de las reservas, las tenencias de oro fueron valoradas al precio real constante de US\$ 42,222 la onza de oro fino base 1977.

pra sin un impacto neto en la liquidez del resto de la economía. En cambio, cuando el crédito externo involucra en definitiva un aumento de las reservas, el deudor incrementa su capacidad adquisitiva, a expensas del resto de la economía mediante reducción del crédito interno o del gasto público.

Una estimación del impacto neto del movimiento de capitales, es provisto en las columnas (3) y (4). Allí se presenta el stock de la deuda neta de los sectores público y privado, respectivamente. Como la acumulación de activos se concentró en el sector público (Banco Central), hasta 1981 se registró una reducción sustancial de sus pasivos netos (saldo acumulado de préstamos vigentes menos reservas del sector). En el caso del sector privado, en cambio, el endeudamiento neto creció aceleradamente, multiplicándose por 13 entre 1974 y 1981. Estos antecedentes muestran claramente que los flujos de capitales externos contribuyeron a acentuar el proceso de privatización del gasto en la economía chilena y, debido a la forma que adoptaron, a su concentración.

Cabe destacar que la gran mayoría de la deuda privada se contrajo sin la garantía estatal. De esta manera, dos tercios de la deuda total de Chile no contaban con garantía pública en 1981. La presencia de esos pasivos sin garantía, pudo haber constituido un factor decisivo en la renegociación de la deuda.

En cuanto a los intermediarios de los capitales externos, hasta 1977 el sector privado obtenía directamente una parte significativa de los fondos, debido a las restricciones cuantitativas que los bancos en Chile respecto de los créditos financieros. Esto merece, no obstante, dos calificaciones. Por una parte, el segmento del sector privado no financiero con mayor acceso al crédito externo era aquél con conexiones más estrechas con instituciones bancarias nacionales y extranjeras. Por otra parte, una proporción importante de esos préstamos contó con avales bancarios. Desde 1978 el sector bancario interno adquirió mayor importancia en la intermediación directa del financiamiento externo. El cuadro V.4 consigna antecedentes sobre los créditos ingresados a través del artículo 14. El 94% del flujo bruto fue captado por el sector privado.

Cuadro V.4**Artículo 14: Flujos brutos anuales según deudores, 1976-82**

Años	Millones de US\$ (1)	Composición porcentual				
		Sector público (2)	Sector privado no financiero		Instituciones financieras (5)	
			Sin aval (3)	Con aval (4)		
1976	262,6	13,3		86,3	0,4	
1977	336,4	13,2		80,1	6,7	
1978	780,2	4,2	31,0		26,0	38,8
1979	1.245,2	1,8	34,7		21,6	41,9
1980	2.503,7	3,1	14,5		17,6	64,8
1981	4.516,7	1,9	20,6		4,6	72,9
1982	1.770,8	24,4	24,7		6,1	44,8

Fuente: Elaboración sobre la base de Banco Central, "Créditos liquidados Artículo 14", mimeo, diciembre de 1980, y *Boletín Mensual* N° 662, abril de 1983.

Notas: (1) es el flujo anual bruto de liquidaciones (créditos desembolsados, menos depósitos obligatorios). La distribución entre las cols. (2) y (5) se estimó en base a la de Santiago.

Durante los primeros años, a pesar de la expansión del endeudamiento externo y del aumento del déficit en cuenta corriente, el gobierno no mostró gran preocupación al respecto. Por el contrario, sostuvo que lo que importaba era cómo evolucionaba la deuda neta real, cuál era la tasa de interés pagada y si era el sector público o el privado el que se endeudaba.

La medición oficial de la deuda neta real mostró, en el quinquenio 1976-80, una reducción. En efecto, bajó desde US\$ 5.300 millones en 1975 a US\$ 4.300 millones en 1980 (en moneda de 1977). Hubo dos factores externos que explicaron esa reducción, en contraste con un elevado endeudamiento anual. En primer lugar, por su incidencia, se ubica la alta tasa de inflación internacional en esos años, la que erosionó el valor real del saldo de la deuda; en segundo lugar, la deuda neta disminuyó en respuesta al alza del precio de aquella parte de la reserva mantenida en oro. Estos dos factores externos explicaron una disminución de la deuda neta real de US\$ 2.700 millones en el quinquenio (véase Ffrench-Davis y Arellano, 1981). En consecuencia, en vez de reducirse su valor real en 18%, en ausencia de aquellos dos factores la deuda habría crecido en un tercio, y con una fuerte aceleración hacia fines del mencionado período. Resultaba enton-

ces claro que la dinámica impresa al endeudamiento externo era peligrosa, y además perjudicial para el desarrollo nacional, como se demuestra más adelante. No obstante, autoridades del gobierno sostuvieron, hasta el final, que endeudarse representaba un buen negocio, pues la tasa de interés real era negativa o baja; por otra parte, los deudores se ubicaban en el sector privado, sujeto a las reglas de un mercado libre, por lo cual resultaba, según la opinión oficial, indiscutiblemente eficiente.

2. ENDEUDAMIENTO Y AJUSTE MACROECONÓMICO

Un proceso masivo de endeudamiento externo, como el que tuvo lugar entre 1977 y 1981, provoca efectos significativos en numerosos ámbitos de la economía nacional. En Chile surtió profundos efectos sobre la demanda global y su composición, contribuyó a la espectacular concentración del patrimonio (véase el capítulo VIII), alteró el funcionamiento del proceso de ahorro e inversión y condicionó de manera determinante el manejo de las políticas monetaria y cambiaria.

El impacto inicial del endeudamiento externo involucra un incremento de la disponibilidad de divisas. Esta tiene como contrapartida dos posibilidades. Una es un aumento de las reservas internacionales, por lo común, con la consiguiente alza de la emisión; la otra consiste en la ampliación del déficit de la cuenta corriente. En la práctica, hasta 1981, el creciente endeudamiento se manifestó, paralelamente, en ambas vertientes. En efecto, el ingreso neto de capitales fue superior a la capacidad de absorción por parte de la economía nacional. El déficit en cuenta corriente aumentó en forma sostenida y en magnitudes notables (véase cuadro V.1, columnas 1 y 4); ya en 1980, el uso neto de capital foráneo se empinaba al equivalente de 9% del PIB, en contraste con un 5% para el promedio de América Latina. La diferencia entre el volumen de los fondos recibidos y los utilizados dio origen al alza de las reservas internacionales registrada hasta 1980; en este último año, el saldo acumulado de las reservas del Banco Central llegó a representar el 68% de las importaciones anuales de bienes.

La rápida acumulación de reservas provocó efectos sustanciales sobre el manejo de las políticas monetaria y cambiaria. Por otra parte, los voluminosos movimientos de capitales, tanto los que se utilizaron en financiar un mayor gasto en importaciones así como aquellos que pasaron a engrosar las reservas internacionales, involucraron que una proporción muy elevada de todo el crédito disponible en la economía nacional se originase en los fondos extranjeros. A pesar de su volumen, persistieron sustanciales diferencias entre las tasas internas y externas de interés. A estos tres tópicos se dedica la presente sección.

a) Política monetaria y desplazamiento del crédito interno

Las operaciones de cambio (compra neta de divisas por parte del Banco Central) constituyeron desde 1975 la principal fuente de expansión de la emisión (French-Davis y Arellano, 1981, cuadro 13). Con el correr del tiempo el fenómeno se intensificó, y en el trienio 1978-80 esas operaciones representaron más del 100% de la emisión. Como se ha documentado anteriormente, una proporción predominante de las compras netas de divisas del Banco Central provino del sector privado. Incluso, en algunos años las operaciones de cambios con el sector público tuvieron un efecto contractivo. Respecto de las operaciones crediticias del Banco Central, las realizadas con el Fisco exhibieron un saldo negativo a partir del año 1975 y con el sector privado experimentaron una expansión modesta en todo el período. Esta situación persistió hasta 1981, cuando empezaron a emerger a la superficie los graves desajustes macroeconómicos que se habían ido acumulando en la economía chilena, y se inició la pérdida de reservas internacionales. Correspondientemente, el efecto monetario de las operaciones de cambio se tornó marcadamente restrictivo.

Como se indicó en la sección 1, durante ciertos lapsos se utilizaron restricciones directas al ingreso de capitales como instrumento de programación monetaria. Una de estas restricciones estuvo dirigida a controlar el efecto monetario del ingreso de capitales, al limitar el monto de recursos que podía ser cambiado en el Banco Central mensualmente. Dicha limitación estuvo vigente

—con sucesivas modificaciones en los montos máximos de liquidaciones autorizadas— entre septiembre de 1977 y abril de 1980. Estas restricciones fueron insuficientes para limitar el ingreso de préstamos al sector privado a un volumen compatible con la expansión monetaria deseada por la autoridad económica. En consecuencia, ésta actuó sobre las otras fuentes de emisión y sobre el tipo de cambio. En ambos casos se produjo un desplazamiento (crowding-out) de la economía interna por parte de la asociada con el exterior. El crédito interno del Banco Central (redescuento o préstamos al sistema bancario) se restringió ante el incremento de la emisión por concepto de la compra neta de divisas. A su vez, el tipo de cambio real se revaluó (véase el punto b de esta sección), en respuesta a la acumulación de reservas, desplazando así del mercado a los productores nacionales de bienes transables.

Las metas de expansión de la liquidez tuvieron vigencia mientras predominó el enfoque monetario de economía cerrada. Posteriormente, en 1979, se adoptó el enfoque monetario de economía abierta: se congeló el tipo de cambio nominal, y se adoptó una política monetaria neutra. Entonces, las variaciones de reservas internacionales debían ser las determinantes de la liquidez de la economía nacional, en un marco de presupuesto fiscal equilibrado y tasas de encaje bancario bajas y estables.

Por tres años, entre mediados de 1979 y de 1982, prevaleció en plenitud el enfoque monetario de la balanza de pagos. Durante el último año de su vigencia se inició un ajuste automático contractivo con efectos desastrosos sobre el empleo y la producción nacional (véase cap. II; y Arellano y Cortázar, 1982).

b) Política cambiaria: inestabilidad y atraso⁴

El ingreso de recursos financieros externos fue crucial para permitir el manejo del tipo de cambio con objetivos distintos al de una asignación eficiente de recursos, sin deteriorar —hasta 1981— el saldo global de la balanza de pagos. El uso del tipo de

4 Un análisis de las políticas cambiarias en el período 1965-82 se encuentra en el capítulo IV.

cambio para guiar las expectativas (en 1976-79) y/o fijar un límite de crecimiento a los precios internos (1979-82) resultó en una menor inflación. Sin embargo, persistentemente la inflación (neta) cayó más lentamente que el tipo de cambio; éste actuó como ancla de la inflación, desvalorizándose durante el proceso. Esto, sumado a la liberalización de las importaciones y a la recuperación de la actividad económica registrada entre 1977 y 1981, causaron el ya mencionado déficit notable de la cuenta corriente⁵. Paralelamente, el deterioro gradual del tipo de cambio real (TCR) disminuyó el costo del endeudamiento externo, de manera que en 1979 y 1980 fue negativo. En consecuencia, los flujos fueron estimulados por las variaciones del TCR. Algunas de las restricciones usadas para controlar el ingreso de capitales contribuyeron a independizar los movimientos de capitales privados de las fluctuaciones cambiarias de corto plazo. En particular, cabe destacar el límite mínimo de dos años plazo para el endeudamiento y el depósito obligatorio decreciente según el plazo. En cambio, los créditos típicos de eurodólares, que operaban a plazos mayores, fueron alentados por la percepción de que la revaluación era un fenómeno persistente y sostenible.

c) Diferenciales entre tasas de interés

El enfoque oficial esperaba una fuerte tendencia a la reducción de los márgenes de intermediación financiera, y a la igualación entre las tasas de interés interna y externa, en respuesta a la liberalización del sistema. No obstante, durante todo el período persistieron grandes diferencias entre las tasas de interés pasivas y activas del mercado financiero interno, y el nivel de ambas fue notablemente alto. Además, a pesar de los voluminosos ingresos de ca-

5 El incremento del déficit estuvo asociado también al alza de los intereses y al deterioro del precio del cobre. Respecto de este rubro, el menor ingreso fiscal en 1981, en comparación con el promedio de 1960-70, equivalió a 0,7% del PIB de 1981. Las cifras en valores corrientes del aporte fiscal de la gran minería del cobre, aquí se deflactaron por el IPE. El intenso deterioro del precio del cobre fue compensado parcialmente por la mejora de la cotización del molibdeno, el aumento de la producción cuprera y, principalmente, por la captación para Chile de la renta económica de los yacimientos de cobre, en virtud de la nacionalización de esta actividad en sucesivas etapas en 1966, 1969 y 1971 (véase Ffrench-Davis y Tironi, 1974).

pitales registrados, en especial desde 1979, las tasas internas continuaron superando largamente a las internacionales, como lo muestra el cuadro V.5.

Cuadro V.5
Tasas de interés real interna y externa, expresadas en pesos, 1975-82
(% anuales)

Años	Interna (1)	Externa (2)	Diferencial (3)
1975 ^a	121,0	—	—
1976	51,2	-21,1	72,3
1977	39,4	0,2	39,2
1978	35,1	3,8	31,3
1979	16,9	-0,9	17,8
1980	12,2	-8,0	20,2
1981	38,8	12,4	26,4
1982	35,2	45,0	-9,8

Fuentes: Elaboraciones sobre la base de Banco Central, INE, Cortázar y Marshall (1980) y Ffrench-Davis y Arellano (1981). En 1982 se utilizó el tipo de cambio preferencial para calcular la tasa de interés externa. La tasa interna se refiere al segmento predominante del mercado, de colocaciones a plazos de 30-89 días; la tasa de interés externa es la pagada por créditos bancarios obtenidos a través del artículo 14, más el costo por concepto de los depósitos obligatorios y del margen de intermediación financiera, todo convertido a su equivalente en pesos constantes.

^a Segundo semestre, después de la liberalización de las tasas de interés.

Se puede constatar que la brecha ex post entre las tasas activas interna y externa nunca bajó de 18 puntos por año. No parecen tener validez los argumentos tradicionales de que el diferencial se explicaría por expectativas de devaluación, mayores que la evolución efectiva del tipo de cambio oficial. Por ejemplo, la cotización de la tasa paralela o negra, entre 1977 y 1982, fue muy similar a la oficial (Meller y Solimano, 1984). El fácil acceso al mercado cambiario que existía entonces y el carácter contado de la cotización paralela no lo hacen un indicador preciso de las expectativas de devaluación a 24 meses, plazo mínimo de los ingresos de capitales por intermedio del artículo 14, pero sí refleja el ambiente que prevalecía de un mercado tranquilo y en el que continuamente se registraban ventas de divisas por parte del público en las ventanillas de los bancos.

Es posible que el mercado no estuviese, en aquel tiempo, consciente de la necesidad de ajustar por la inflación externa para los efectos de medir el TCR. Por lo tanto, sería probable que la tasa de interés externa esperada, comparable en el mercado con la tasa real interna, se aproximase más a su nivel nominal en dólares, que a la tasa real ex post presentada en la columna 2 del cuadro V.5. Esa tasa nominal fluctuó entre 14% y 23% entre 1976 y 1982. Por lo tanto, aun bajo esta hipótesis, persistiría una amplia brecha con la tasa del crédito interno.

Además de la brecha interna-externa, prevalecieron diferenciales sustanciales entre las tasas internas activas y pasivas. Las causas que explican los altos márgenes fueron varias y su significación fue cambiando a través del período. En otras partes se ha examinado el tema (Arellano, 1983; Ffrench-Davis y Arellano, 1981; Ramos, 1986, cap. 8). Por ello, aquí nos limitaremos a destacar algunos de los aspectos que poseen mayores implicaciones para el tema de la deuda externa y los movimientos de capitales.

Explicaciones tradicionales sitúan a) a la exigencia de mantener reservas bancarias como determinante de la brecha entre tasas pasivas y activas (margen de intermediación financiera, MIF); b) al déficit fiscal y a la demanda inelástica de crédito por parte de las empresas públicas, de las altas tasas de colocación (activas); c) a las restricciones a los movimientos de capitales, como causantes del diferencial entre r_f y r_c . Sin embargo, ninguna de estas explicaciones fue significativa durante todo el período. La primera tuvo cierto peso sólo en 1975-76, debido a exigencias elevadas de reservas bancarias, sin goce de intereses, e inflación alta (superior a 300% anual). No obstante, niveles muy elevados de MIF, netos de los costos de mantención de las reservas, persistieron durante la mayor parte del período 1975-82. Asimismo, el déficit fiscal se redujo sustancialmente y con rapidez (equilibrándose en 1975) y se transformó en un superávit sólido desde 1976 (Larraín, 1991, cuadro 4.4). Por último, a pesar de la subsistencia de algunas restricciones a los movimientos de capitales, éstos alcanzaron montos muy altos, como se mostró en la sección 1. Por lo tanto, el análisis ortodoxo no pue-

de explicar que, con ingresos netos de capitales equivalentes en promedio a 8% del PIB en 1978-80, la brecha entre tasas internas y externas registrase una media de 23 puntos anuales (véase cuadro V.5). En ese período, como se señaló, era evidente que aún no había expectativas generalizadas de una devaluación masiva.

Entonces son otros los factores con mayor peso en explicar el comportamiento de las tasas de interés y de los MIF.

Primero, diversos antecedentes sugieren que el sistema bancario era ineficiente, elevándose sus costos de operación después de la reforma. Una de las causas de ello hasta 1977 fue la subutilización de su capacidad instalada. Por otra parte, la operatoria a plazos tan cortos tanto de los depósitos como de las colocaciones constituía una causa de recargos de costos. Esto explicaría que en 1978 su nivel de gasto fuese del orden del 8% de las colocaciones, cifra que es muy elevada en términos comparativos internacionales. No obstante, aun después de descontar los costos operativos, subsiste un MIF alto.

En segundo lugar, el corto plazo de las operaciones facilitó la vigencia de tasas elevadas⁶. Los demandantes sin acceso al crédito externo enfrentaron, en forma contemporánea con la liberalización de las tasas de interés, una grave recesión de la demanda interna. En un contexto de profusa publicidad de que la recesión sería muy breve, muchos empresarios recurrieron al crédito caro de corto plazo, en vez del cierre de sus actividades, a la espera de una pronta reactivación de la demanda. En estas circunstancias, los deudores no tomaban un crédito por un año al 40% real, sino que a 30 días al 2,5 ó 3%, previsiblemente renovable por algunos meses. Sin embargo, la demanda efectiva permaneció en general aún deprimida hasta 1981 (y crecientemente a la zaga de la demanda agregada) y las tasas de interés continuaron altas e inestables. Recuérdese que recién en 1981, el PIB efectivo se situó cerca de la frontera productiva (véase cap. I). Ante la continuada postergación de la esperada reactivación, de una devaluación para los productores de transables o de la reversión de la

6 En varias ocasiones, fue el ritmo descendente de la inflación y el ajuste rezagado de las tasas de interés nominales.

liberalización comercial para los sustituidores de importaciones, los deudores procedieron a sucesivas renovaciones de sus pasivos bancarios, con un incremento del riesgo que involucraban (véanse Harberger, 1985; Held y Jiménez, 2001; Mizala, 1992). Este fenómeno fue reforzado por la demanda crediticia de actividades perjudicadas por la liberalización arancelaria que, contra las expectativas empresariales de que fuese abandonada, se mantuvo, e incluso, imprevistamente, en varias ocasiones, se intensificó, hasta culminar en un arancel uniforme de 10% en 1979.

En tercer lugar, aparecieron ciertas oportunidades de inversión altamente rentables. Numerosas empresas públicas se licitaron a precios significativamente inferiores a los normales de mercado. Similares oportunidades ofreció la inversión en bienes raíces y valores mobiliarios, cuyos precios reales subieron notablemente: el índice general de precios de acciones se quintuplicó en valores constantes entre 1975 y 1979, y casi se duplicó en 1980. La eliminación de regulaciones sobre el uso del crédito bancario, posibilitó una reasignación expedita hacia estos usos, los que desde el punto de vista privado involucraban una inversión, pero no así desde el punto de vista nacional.

En cuarto lugar, se registró un aumento notable del crédito al consumo, en particular de bienes durables importables. Nuevamente la supresión de las restricciones vigentes anteriormente sobre el crédito bancario para consumo facilitó el cambio de la composición del gasto. Por otra parte, la liberalización de las importaciones promovió la expansión de la demanda por crédito, para su utilización en la comercialización de bienes de consumo importado. De esta manera, el ahorro de algunos nacionales se filtró, por intermedio del sistema financiero, hacia el consumo importado. Esta es una explicación de la notable baja observada en la tasa de ahorro nacional, en contraste con el aumento del ahorro captado por el sistema bancario, que se multiplicó por seis entre 1976 y 1981⁷.

7 El saldo de colocaciones del sistema bancario, en moneda nacional y extranjera, subió de 9% del PIB en 1976 a 55% en 1981. Cifras inclusive de colocaciones del Banco Central son 33% y 62%, respectivamente. Véase Arellano (1983, cuadro 4).

En el cuatrienio 1979-82, período de supuesto gran éxito del modelo económico, la tasa de ahorro nacional, medida como la tasa de formación bruta de capital menos el uso de capital extranjero (DCC/PIB), promedió apenas 9% del PIB.

En quinto lugar, el carácter gradual de la recuperación de la actividad económica interna y de los salarios, desde los niveles muy deprimidos alcanzados en 1975, y la masiva publicidad oficial en el marco autoritario vigente, contribuyó a crear la imagen de una economía dinámica y de rápido crecimiento⁸. Y a medida que la recuperación, sobre la base de utilización de la capacidad instalada, llegaba a su fin, la demanda agregada fue alimentada con los voluminosos créditos externos, que sustentaron un auge del gasto hasta avanzado 1981. El ambiente exitista creado, con la consiguiente expectativa de ingresos crecientes, empujó a los consumidores y a las empresas a continuar incrementando su endeudamiento y a los bancos a renovar y ampliar fluidamente sus líneas de crédito. En este marco, las entidades bancarias compitieron entre sí, en parte reduciendo el precio de sus servicios (MIF), pero también rebajando las garantías exigidas a sus prestatarios.

En sexto lugar, una proporción significativa de los fondos fue asignada por los bancos a empresas relacionadas patrimonialmente. Por ejemplo, el banco principal del grupo económico más grande, en 1982 tenía el 42% de su cartera colocada en empresas abierta y directamente relacionadas con el grupo (Harberger, 1985; Held y Jiménez, 2001). Por consiguiente, la transacción financiera se tornaba así en una operación interna del grupo, debilitándose los criterios de evaluación y los procedimientos de cobranza.

Séptimo, en el contexto descrito, el elevado costo de los préstamos en el mercado interno de capitales, en vez de reducir su

8 Como lo ha documentado Schmidt-Hebbel (1988), del explosivo aumento en el consumo de bienes transables de 1976 a 1981... la mitad se explica por la reducción de las restricciones al crédito o liquidez de los consumidores y la otra mitad por la revaluación de su riqueza al esperar mayores ingresos permanentes, inducidos, en gran medida, por la euforia y propaganda oficial (p. 178).

demanda, contribuyó a aumentarla (Mizala, 1992). En efecto, los últimos cinco factores tendieron a tornar más inelástica la demanda por crédito; al mismo tiempo, el alto costo financiero llevó a incrementar la demanda por fondos para poder pagar los intereses, predominando ese efecto por sobre el efecto precio en sentido opuesto. La magnitud del efecto costo financiero es ilustrada por el hecho que, entre 1976 y 1982, un deudor promedio pagó intereses en exceso, por sobre una tasa real normal de 8% anual, por el equivalente a 300% del préstamo inicial. Esto es, un prestatario que cada año pagase efectivamente el 8% al acreedor, renovase el principal y capitalizase los intereses en exceso del 8%, tendría a fines de 1982 una deuda cuatro veces la inicial, en moneda de poder adquisitivo constante⁹. Nótese que, en contraste, el deudor con el exterior en iguales circunstancias, al momento anterior a la devaluación de 1982, tendría una deuda real 44% inferior a la contraída en 1976. Por lo tanto, después de una devaluación real masiva de 80%, habría terminado con una deuda sólo igual a la inicial (y equivalente a apenas una cuarta parte del pasivo del deudor de préstamos denominados en pesos). El cálculo, obviamente, es sensible al período que se tome como partida. Por ejemplo, los deudores tardíos, que tomaron créditos expresados en moneda extranjera recién en 1981 o en el primer semestre de 1982, experimentaron una drástica pérdida, después de considerar las devaluaciones reales registradas en 1982.

Por último, se supone habitualmente que la corriente de fondos externos ingresa a un mercado integrado, con gran sustituibilidad entre los recursos de origen interno y externo. En consecuencia, se tenderían a igualar ambas tasas de interés. Es probable que el crédito externo contribuyó a aliviar la demanda por fondos en el mercado interno. No obstante, fueron más fuertes los efectos de los factores mencionados anteriormente, que empujaron hacia arriba a la tasa interna activa. Ello obedeció a la persistente segmentación que exhibió el mercado. De hecho, sólo

9 Los cálculos se efectuaron con el IPC corregido. En caso de usarse el IPC oficial, el saldo de la deuda real se habría multiplicado por 5,3. El error acumulado en el cálculo del IPC oficial en el trienio 1976-78 fue cercano a 30%. Véase Cortázar y Marshall (1980).

una parte de los deudores pudo endeudarse directamente en el exterior, o tener acceso a los créditos intermediados por las entidades bancarias locales. De esta manera, la diferencia entre tasas internas en pesos y externas exhibió magnitudes notablemente altas. Como se señaló antes, la explicación no reside en las expectativas de devaluación, pues hasta avanzado 1981 éstas no tenían significación, sino en la fuerte segmentación prevaleciente en el mercado financiero. Por supuesto, la segmentación no fue absoluta. En una gama importante del mercado, hubo prestatarios que tuvieron acceso simultáneo a fuentes internas y externas de fondos, en proporciones variadas según sus conexiones bancarias¹⁰.

La disponibilidad de crédito de origen externo fue cuantiosa, alcanzando a representar en 1981 alrededor de 40% de los fondos prestables del sistema financiero más los créditos externos directos. Por lo tanto, las diferenciales de interés tuvieron efectos sustanciales, tanto desde el punto de vista asignador como distributivo (Zahler, 1980). Pequeños y medianos productores quedaron relegados mayoritariamente al segmento con tasas altas. En cambio, las entidades relacionadas con la administración de las instituciones financieras y los principales grupos económicos, contaron con un acceso expedito al crédito externo, ya sea en forma directa o a través de la intermediación de los bancos nacionales. La notable y prolongada segmentación contribuyó a explicar la espectacular concentración del ingreso y patrimonio registrada en estos años.

d) Deterioro de la cartera y supervisión prudencial

El endeudamiento externo estuvo asociado a un boom crediticio interno. La disponibilidad global de crédito se expandió por préstamos externos directos sin aval a sus usuarios (col. 3 del cuadro V.4) y con aval (col. 4), por créditos externos intermediados por los bancos locales (col. 5), y por otros créditos de estos bancos; éstos se sustentaban en la liquidez generada por las operaciones

10 En el mercado interno también se apreció una dispersión significativa. Por ejemplo, las tasas nominales activas medias de pizarra superaron al promedio ponderado de las tasas, calculado por el Banco Central, en 5 y 10 puntos anuales, en 1979 y 1980, respectivamente.

de cambio y la correspondiente acumulación de reservas internacionales del Banco Central.

La expansión crediticia se desarrolló en un ambiente de supervisión prudencial muy laxa. Los créditos relacionados fueron creciendo aceleradamente, muchos sin garantías. Para eludir las normas vigentes, se recurrió a créditos cruzados y a empresas de papel, así como desde instituciones off shore. Frente a las elevadas tasas de interés, lo que hacían los bancos era renovar las deudas y conceder nuevos créditos para el pago de los intereses (o capitalización de los intereses); las colocaciones crecieron 38% real por año entre 1976 y 1981. La cartera vencida aparecía baja y las tasas de utilidades de los bancos altas, con una rentabilidad real del orden de 17% sobre el capital y reservas en 1978-80.

Las provisiones eran bajas, tanto las globales como las individuales. En 1979 se redujeron las globales, desde 2% de las colocaciones a 0,75%, y se dijo que se daría preeminencia a las individuales, sin implementar lo segundo. Luego de la explosión de la crisis bancaria, en enero de 1983, aparecería que a fines de 1982 el 19% del saldo de las colocaciones eran relacionadas y representaban el 249% del capital y reservas de toda la banca privada. La profunda debilidad del sistema financiero, resultante de las reformas con un estilo neoliberal, se evidenció en los años siguientes con un enorme costo fiscal (Held y Jiménez, 2001; Sanhueza, 1999).

3. VULNERABILIDAD EXTERNA Y DINÁMICA DEL ENDEUDAMIENTO

Las condiciones imperantes en la economía mundial y en el mercado interno, sostuvieron un proceso de creciente endeudamiento, que fue dando vida a una gran vulnerabilidad del sector externo de Chile. En efecto, la forma que adoptó la transferencia de fondos externos y los incentivos provistos por el modelo económico, llevaron a que el endeudamiento externo fuese acompañado por un descenso de la inversión y del ahorro internos (véase cuadro V.1, col. 3); paradójicamente, también se registró un desplazamiento de la producción nacional de transables, cuya partici-

pación en el PIB se redujo (la producción de exportables subió menos que lo que cayó la producción de importables).

Como se mostró en la sección 2, la deuda externa real no aparecía creciendo con fuerza, a pesar de un creciente déficit en cuenta corriente. El comportamiento de la deuda neta real, la facilidad de obtención de nuevos créditos y las tasas de interés reales bajas en los mercados internacionales llevaron a muchos países a una actitud complaciente, durante los años setenta y los inicios de los ochenta. Ello fue reforzado por la opinión imperante en los medios oficialistas nacionales y en las IFIs de que, puesto que el endeudamiento era predominantemente privado, su uso sería eficiente (véase también Robichek, 1981).

El creciente endeudamiento posibilitó una apreciación gradual del tipo de cambio. Esta a su vez hizo más atractivo el recurrir a préstamos externos; gracias a la apreciación, el costo real del crédito en moneda extranjera fue negativo durante casi todo el período posliberalización financiera. En paralelo, los precios de activos se elevaban vertiginosamente. Así se retroalimentó el proceso, acelerando el ingreso de capitales, que incrementaron la demanda agregada y permitieron la continuidad de la apreciación cambiaria. De esta manera, la economía nacional se acomodó, crecientemente, a un flujo masivo de capital financiero.

En el aparato productivo estaba aconteciendo lo opuesto de lo que sostenía el enfoque oficial. En efecto, las tasas de ahorro e inversión eran manifiestamente inferiores a los niveles alcanzados en los años sesenta: la tasa de formación bruta de capital fijo apenas alcanzó un promedio de 15,5% del PIB en 1974-82 y en su mejor año (1981) no superó el promedio de 20,2%, registrado en los sesenta. Una proporción creciente de los recursos se dirigió hacia el consumo de bienes importados, desplazando al gasto en transables nacionales y al ahorro interno, cayendo éste de manera espectacular. La inversión, en particular en la producción de bienes transables, se desestimuló. Las ventajas comparativas más claras se ubicaban en la compra de activos a precios depreciados, de empresarios altamente endeudados en el mercado interno. Salvo algunos sectores intensivos en

recursos naturales, como frutales, forestal y pesca, que se expandieron efectivamente, y las construcciones suntuarias, la inversión se topó con la dificultad de identificar la ubicación de las ventajas comparativas: el atraso e inestabilidad cambiarias, el comportamiento de las tasas de interés, el desmantelamiento de las actividades públicas de apoyo a la producción, la reducción de la inversión pública, la liberalización indiscriminada de las importaciones, todos convergieron para proveer un marco desestimulante para la inversión productiva.

Paradójicamente, a pesar del ambiente de exitismo prevaleciente y de la estrecha intercomunicación entre el gobierno y los grupos económicos, el proceso de formación de capital se debilitó. Ello se debió, por una parte, al sesgo financierista que se le imprimió a la economía nacional; recuérdese que los dos sectores más dinámicos del origen sectorial del PIB, entre 1974 y 1981, correspondieron al valor agregado por el sector financiero y por la comercialización de bienes importados (véase el cuadro II.1). Por otra parte, destaca la dificultad de visualizar las oportunidades de inversión productiva, en un entorno que sufría tantos cambios drásticos y no contemplaba un estado activo que cumpliera una función complementadora del desarrollo nacional (véanse artículos de Ffrench-Davis, Foxley y Muñoz en CIEPLAN, 1983).

Más allá del deficiente desempeño del aparato productivo, resultaba obvio que la dinámica impresa al sector externo era insostenible por largo tiempo, aun cuando no cambiase la situación externa. Sin embargo, la opinión oficial era que el proceso sería autorregulable. Dado que no había déficit fiscal, que la emisión era menor que el valor de las reservas internacionales¹¹ y la política monetaria era neutral, se sostenía que era imposible que surgiera una crisis cambiaria; diversas autoridades afirmaban que incluso podrían darse argumentos económicamente válidos para una revaluación (De la Cuadra, 1981, p. 1024). Se con-

11 A fines de 1980 las reservas del Banco Central eran de US\$ 4.072 millones. No obstante, tenía pasivos no considerados en la definición de reservas por US\$ 945 millones, y el sistema bancario contaba con pasivos netos equivalentes a US\$ 3.260 millones.

fiaba en que las importaciones de bienes de consumo alcanzarían una rápida saturación y que la capacidad de ajuste de la economía habría sido fortalecida con las reformas impuestas desde 1973. En contraste con esas opiniones, cuando estaban por emerger los problemas financieros internacionales, en 1981 el déficit en la cuenta comercial se empinaba a un 13% del PIB, y el déficit en cuenta corriente era de 21%. Era, desde mucho antes, evidente la necesidad ineludible de reducir la magnitud del desequilibrio del sector externo y del atraso cambiario (véase la opinión coincidente del Profesor Harberger, de la Universidad de Chicago, en Harberger, 1985).

Las dificultades de Chile para captar créditos externos entonces, coincidieron con una situación interna en que la necesidad de fondos frescos era muy alta, para pagar intereses y amortizaciones crecientes y para cubrir el déficit en cuenta corriente. Respecto de los dos primeros ítemes, la composición de la deuda externa mostraba tres rasgos fuertemente negativos. Primero, la prevalencia de tasas de interés flexibles, en un escenario de notable elevación de su nivel en los mercados internacionales; junto al crecimiento del monto adeudado, el pago neto de intereses se multiplicó por cuatro entre 1978 y 1982 (a 7% del PIB). Segundo, la deuda de corto plazo se elevó desde un nivel normal, asociado a un volumen sostenible del comercio, duplicando su participación a un 20% de la deuda total en 1981 (a 13% del PIB). Tercero, los compromisos de amortización de la deuda privada crecían aceleradamente¹², y las proyecciones mostraban que se triplicarían entre 1981 y 1985.

Por otra parte, el Gobierno se había deshecho de mecanismos de regulación económica descansando en el automatismo del padrón dólar y el aparato productivo estaba debilitado y sobreendeudado. Así resultó que el shock externo fue multiplicado en la economía interna, llegándose a una baja del PIB de 14% en 1982, concentrada en los sectores manufacturero y de la construcción (baja conjunta de un quinto).

12 En 1981, el sector público prepagó deuda externa por US \$686 millones (un sexto del total que adeudaba).

En síntesis, el *shock* externo encontró a Chile en una posición muy vulnerable, lo que multiplicó sus efectos negativos sobre la economía nacional. Como se ha demostrado en el capítulo II, cuadro II.1, si se descuenta el valor agregado en actividades financieras y en la comercialización de bienes importados (ambos con pies de barro), el producto nacional per cápita se encontraba en 1981, antes de los efectos del shock, en un nivel similar a 1974. No obstante destacados sectores emergentes modernos en la economía nacional, esto era señal inequívoca de estagnación. En consecuencia, el deterioro violento observado en 1982 se sobrepuso a una situación ya deficiente de funcionamiento de la economía para la mayoría de los chilenos.

4. ALGUNAS LECCIONES

Hay cuatro lecciones, derivadas del proceso de apertura financiera, que queremos destacar. Se refieren ellas a los sesgos concentradores y de ineficiencia asignadora de una apertura indiscriminada; a las formas alternativas en que pueden interrelacionarse los mercados financieros internos y externos; a criterios de regulación de los volúmenes de los movimientos de capitales, y a la canalización de los fondos hacia la inversión productiva.

La apertura financiera no es neutral con respecto a la asignación de recursos, en particular durante la transición desde una economía cerrada a una abierta, debido a las presiones que genera sobre variables como la estabilidad de la demanda agregada, la composición de la emisión, el nivel del tipo de cambio o la protección arancelaria. Durante la transición se requiere readaptar la estructura de la oferta y demanda agregadas, junto con establecer una brecha mayor entre el gasto y la producción interna. Las interrogantes claves a este respecto se refieren a cuál es la trayectoria óptima de ajuste, a cómo asegurar que los fondos se dirijan a la inversión productiva, y a si el acceso a los fondos externos y su costo serán estables en el futuro. El mercado financiero opera con horizontes muy estrechos, y sin considerar debidamente las repercusiones sobre la actividad productiva nacional. Por ello, resulta imprescindible que la apertura sea selectiva y regulada.

En lo tocante a las repercusiones en el ámbito financiero mismo, el acceso al crédito externo no es homogéneo, no sólo debido a regulaciones internas sino también por la naturaleza de los mercados financieros internacionales. En la práctica, éste ha sido accesible principalmente a grupos económicos, empresas grandes, importadores y exportadores, y entidades asociadas a instituciones financieras extranjeras. En el caso de los créditos a importadores, por ejemplo, por las diferencias de costo analizadas, la apertura constituyó una fuente adicional de desprotección a los sustituidores de importaciones. Las diferencias que se registran entre distintos demandantes, en el acceso y costo del crédito externo, no sólo afectan la eficiencia de la asignación de recursos sino también la distribución del ingreso. En particular, la apertura de la cuenta de capitales en Chile produjo beneficios sustanciales a quienes consiguieron los créditos externos (Zahler, 1980). Es indudable, sin embargo, que los efectos y su distribución dependerán de las formas de regulación y de los canales de intermediación que se empleen. Por ejemplo, los efectos sobre la distribución del ingreso y el nivel de inversión pueden ser alterados según si la intermediación se realiza por empresas, o por bancos comerciales, o a través del Banco Central o un instituto de fomento de la inversión productiva (como la CORFO).

Desde otro punto de vista, el cambio en el destino de los flujos de fondos, desde entidades públicas a privadas, y la concentración observada en el acceso a esos fondos, ha tenido consecuencias notorias en el ámbito político. Primero, contribuyó a la espectacular concentración del poder económico que se registró en esos años. Segundo, se generaron poderosas fuerzas antidevaluación cambiaria que contribuyeron, junto con el ideologismo económico, a que el tipo de cambio real exhibiese un pronunciado deterioro hasta mediados de 1982; a las presiones antidevaluación de los importadores, se agregaron las de los grupos económicos endeudados en moneda extranjera.

Una segunda lección fuertemente asentada en la experiencia de Chile y otros países del Cono Sur, señala que la liberalización indiscriminada no es una condición para lograr la integración en

un solo mercado de los fondos de origen interno y externo. En realidad, lo contrario ha acontecido. En una opción alternativa, que conduzca a un mercado integrado y que sea funcional para el desarrollo nacional, aparecen como condiciones importantes: a) canalizar los fondos externos, salvo el crédito de comercio exterior y el compensador, hacia un pool común con los recursos internos; b) suprimir el riesgo de cambio que soportan los deudores del exterior, denominando en moneda nacional los recursos foráneos que se transfieren al mercado interno; c) empujar explícitamente al mercado hacia una estructura de plazos que sean compatibles con la inversión productiva, la que requiere de plazos extensos; d) regular las tasas de interés reales, con el objetivo de evitar tasas negativas y las desmesuradamente elevadas, siendo ambos extremos perjudiciales para la eficiencia de la inversión.

Una tercera lección se refiere a la naturaleza desestabilizadora de los movimientos de capitales. En países de dimensiones pequeñas y en los que los mercados internos no son fluidos e integrados, aquella inestabilidad puede ser muy perturbadora de la actividad económica. Reviste gran significación práctica el hecho que los mercados financieros internacionales sufren fluctuaciones, las que se transmitirán expeditamente a los mercados internos en ausencia de alguna forma de regulación. Más allá de esa característica global de los mercados, se encuentra la de que la oferta de nuevos fondos que enfrenta cada país en particular está afecta a cambios abruptos; éstos responden a variaciones de la percepción que tienen los prestamistas respecto de su capacidad de pago o de las rentabilidades esperadas, o al agotamiento de los márgenes de préstamos por país que se relacionan más con el stock de la deuda que con los flujos de cada período. Sin embargo, para los países deudores, el flujo neto de fondos y el correspondiente financiamiento de la cuenta corriente, es la variable más pertinente para sus equilibrios macroeconómicos.

En la literatura macroeconómica hay una interesante discusión sobre las regulaciones sobre los movimientos de capitales, dirigidas a compensar 'externalidades' que generan los deudores marginales a medida que se eleva el stock de la deuda (véase

Harberger, 1985). La recomendación de política es un impuesto a los pagos de intereses que sea compensador de las externalidades. Este mecanismo puede permitir encarar el problema particular de un país que enfrenta una oferta de préstamos estable, con inclinación positiva. Igualmente, un impuesto específico puede atenuar los movimientos especulativos de corto plazo, al encarecerlos en relación a los plazos mayores. Sin embargo, ante la presencia de inestabilidad externa de la oferta de fondos, se precisa establecer mecanismos macroeconómicos prudenciales más complejos, que regulen el volumen global de endeudamiento registrado en cada período. Puede tratarse, por ejemplo, de establecer márgenes de captación externa a los bancos nacionales (de uso común en países desarrollados), licitaciones de cuotas de endeudamiento externo, impuestos flexibles según la intensidad de la oferta de fondos externos, y depósitos obligatorios. Éstos también cumplirán una función distributiva, captadora de diferenciales entre tasas de interés. Cuando algún día futuro se renueve una oferta abundante, pero probablemente inestable de créditos financieros, no debe olvidarse la lección que ofrecen los años recientes, de un excesivo y perturbador endeudamiento externo.

Una cuarta lección es que, más allá de los flujos que revisten un carácter compensador, la regulación de los movimientos de capitales debe contemplar su canalización hacia el proceso de inversión/ahorro. En la medida que se trata de fondos que se dirigen hacia el mercado financiero interno, sin orientaciones respecto del destino que tengan, fácilmente pueden filtrarse hacia el consumo. Las experiencias de diversos países en desarrollo sugieren que el uso final de los fondos es determinado en proporción significativa por la forma cómo se regula y canaliza el ingreso de capitales (véase Ffrench-Davis y Reisen, 1998). En consecuencia con ello, la canalización efectiva de los fondos externos hacia la inversión productiva, constituye una condición necesaria para que el ahorro externo contribuya a la formación de capital y al desarrollo nacional.