

TERCERA PARTE

**LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA Y LA
HERENCIA MILITAR: 1982-89**

CAPÍTULO VI

EL CONFLICTO ENTRE EL CRECIMIENTO Y LA DEUDA *

En 1982 los *shocks* externos que golpearon a Chile —cese de los préstamos bancarios, alza de las tasas de interés internacionales y términos de intercambio deprimidos—, junto con un “proceso de ajuste automático” en la dimensión interna, determinaron una caída en la producción (PIB) de 14%, la más intensa entre todos los países latinoamericanos en ese año. A partir de 1984 la economía chilena empezó a recuperarse; no obstante, recién en 1989 el PIB *per cápita* logró superar el nivel existente antes de la crisis.

En una primera etapa, el ajuste siguió líneas estrictamente ortodoxas, en continuidad de los años precedentes. Se restringió drásticamente la demanda agregada, en un ajuste automático asociado a la pérdida de reservas internacionales, y la mayor parte de las políticas gubernamentales se mantuvieron “neutrales”. Posteriormente, debido a la gravedad de la crisis, las autoridades cedieron al uso de políticas de un mayor pragmatismo. Así, para facilitar el ajuste externo, se elevaron los aranceles, junto con fuertes depreciaciones del tipo de cambio real. Se “estatizó”, directa e indirectamente, la deuda privada, subiendo la participación del sector público desde un tercio en 1981 al 86% de la deuda total en 1987; el pago de intereses se efectuó con regularidad y puntualidad.

* Basado parcialmente en “El conflicto entre la deuda externa y el crecimiento en Chile: tendencias y perspectivas”, publicado en *Colección Estudios CIEPLAN* 26, junio de 1989. Agradezco los comentarios de José Pablo Arellano, Sebastián Edwards, David Felix, Stephany Griffith-Jones, Manuel Marfán, Carlos Massad y Joaquín Vial y la colaboración de Andrés Gomez-Lobo.

En 1987-88 Chile experimentó tres cambios positivos en el sector externo —un precio notablemente alto del cobre, un acuerdo con los bancos acreedores que postergó la mitad de los pagos de intereses de 1988 hasta 1991-93, y otros ahorros de divisas resultantes de la conversión de deuda—. Como resultado, la economía se benefició por un inesperado relajamiento en la hasta entonces restricción externa predominante que le permitió una notable expansión de la demanda agregada en el bienio 1988-89. En el frente de la producción, la mayor parte del aumento en el nivel de actividad correspondió a la utilización de la capacidad ociosa. Con todo, el crecimiento del PIB efectivo entre el *peak* anterior, en 1981, y el nuevo *peak* en 1989, promedió un 2,7% anual.

La sección 1 presenta una revisión sumaria de las causas, efectos y utilización de la deuda externa en las dos etapas registradas después de 1976: el período de grandes transferencias netas positivas en 1977-81 y el de grandes transferencias netas negativas en 1982-89; en seguida se analizan las fuerzas principales detrás del ajuste macroeconómico efectuado en 1982-89, incluyendo una evaluación del peso relativo (i) de los *shocks* externos y de las políticas macroeconómicas aplicadas en esos años; (ii) de políticas reductoras de la demanda agregada, y (iii) de reasignación del gasto y de la producción. La sección 2 examina brevemente la gestión de la deuda externa en Chile después de la crisis. La sección 3 resume cambios en las políticas económicas en la dirección de recoger cierto pragmatismo. En la sección 4 se examinan los resultados obtenidos en términos de producción, inversión y sostenibilidad alcanzados.

1. LA CRISIS DE LA DEUDA¹

a) Acumulación de desequilibrios: 1977-81

Como se analizó en el capítulo V, Chile acumuló una considerable deuda externa en el período 1977-81. Los créditos se con-

1 En Arellano (1983); Eyzaguirre (1988), Fontaine (1989), y Zahler (1988) se discuten las reformas financieras internas. Un análisis comparativo de países

centraron en préstamos de bancos privados, sin garantías de parte del sector público chileno. Hubo una fuerte privatización de las fuentes y de la utilización de la deuda.

Cuadro VI.1
Deuda externa de Chile, 1975-89
(millones de US\$ y % respecto del total)

	Total	Privada con garantía	Pública y privada con garantía		Privada sin garantía		Deuda capitalizada	Deuda incluida
			Monto	%	Monto	%		(1) +(7)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
1975	5.453	21	4.667	85,6	786	14,4		5.453
1976	5.392	30	4.434	82,2	958	17,8		5.392
1977	5.763	46	4.479	77,7	1.284	22,3		5.763
1978	7.153	48	5.198	72,7	1.955	27,3		7.153
1979	8.790	76	5.369	61,1	3.421	38,9		8.790
1980	11.325	72	5.304	46,8	6.021	53,2		11.325
1981	15.700	69	5.623	35,8	10.077	64,2		15.700
1982	17.263	62	6.770	39,2	10.493	60,8		17.263
1983	18.133	1.815	10.497	57,9	7.636	42,1		18.133
1984	19.746	2.130	13.212	66,9	6.534	33,1	11 ^a	19.757
1985	20.607	2.348	15.242	74,0	5.365	26,0	85	20.690
1986	20.898	3.408	17.160	82,1	3.738	17,9	355	21.236
1987	20.722	3.276	17.894	86,4	2.828	13,6	1.187	21.844
1988	19.012	2.829	16.083	84,6	2.929	15,4	2.112	20.965
1989	17.569	2.120	13.568	77,2	4.001	22,8	3.436	20.629

Fuente: Banco Central, *Deuda Externa de Chile 1990*. Todas las cifras se refieren a deuda desembolsada.

(1) Total que incluye deuda con el FMI y deuda pagadera en moneda nacional. Excluye los créditos comerciales de corto plazo al sector no financiero, los cuales ascendieron a US\$ 800 millones en 1985 y a US\$ 1.100 millones en 1989. (2) Deuda privada con garantía pública de Chile. (4) y (6) son porcentajes de (1). (7) Corresponde a capitalización directa de deudas al amparo del D.L. 600, y a operaciones de pagarés Capítulo XIX, ambos medidos al valor par. (8) Corresponde a la columna (1) más 100% de la deuda capitalizada a través del D.L. 600, más el valor al cual se redenominó en Chile la deuda capitalizada a través del Capítulo XIX: promedios de 93% en 1985-87, 89% en 1988 y 84% en 1989. Ver cuadro VII.5.

^a Capitalizaciones a través del Estatuto de Inversiones Extranjeras (D.L. 600), antes de 1985.

Hasta bien avanzado 1981 el flujo neto de capitales a Chile excedió la capacidad de absorción de la economía nacional. Por lo tanto, se acumularon reservas, ejerciendo presión hacia una

latinoamericanos en la década del 70 y comienzos del 80 se presenta en Ffrench-Davis (1983b). Los años 80 se examinan en Devlin (1989); Ffrench-Davis (1999, cap. IV); Griffith-Jones y Rodríguez (1992).

apreciación del tipo de cambio real y un aumento de las importaciones. Como el crecimiento de las importaciones sobrepasó al de las exportaciones, el déficit en el balance comercial experimentó un incremento persistente y substancial. El déficit era inducido por la entrada excesiva de capitales financieros, la que incrementaba la demanda agregada y promovía o viabilizaba el atraso cambiario y una mayor liberalización comercial, con el consiguiente incremento de las importaciones. Una prueba de esta causalidad es la acumulación de reservas durante la mayor parte del período (véase el cap. V; y BID, 1982).

El ingreso de fondos, originado en el aumento de la oferta internacional, fue facilitado por la paulatina liberalización de los movimientos de capitales en Chile. Además, la supervisión prudencial notablemente laxa y pasiva en Chile (Held y Jiménez, 2001), acompañada también por una relajación en las fuentes de la oferta, facilitó crecientemente la transferencia de excedentes petroleros desde la banca comercial transnacional hacia los países en desarrollo (Valdés-Prieto 1989). A su vez, la abundancia de préstamos externos promovió y financió un mayor gasto de consumo, generando una notable caída del ahorro nacional (Zahler, 1988, p. 124). Así, el ahorro externo sustituyó al nacional (efecto desplazamiento o *crowding-out*), a consecuencia de la naturaleza e interacción de las reformas financiera y comercial efectuadas en Chile (véanse los caps. III y V), del ambiente exitista que se generó y del hecho que los flujos eran predominantemente financieros (con participación baja de la IED).

De este modo, la economía nacional se fue acomodando en forma creciente a un flujo masivo de préstamos externos. Esto fue respaldado por la creencia en los círculos oficiales que una crisis de divisas era imposible dado el carácter principalmente privado de la deuda; se suponía que al ser privada, se utilizaría eficientemente (Robichek, 1981, págs. 171-72)², a lo que se agre-

2 Se supuso inicialmente que ninguna pérdida privada sería asumida por el sector público. Sin embargo, luego de la intervención y rescate del Banco Osorno, en 1977 se estableció una garantía estatal a los depósitos y captaciones en moneda nacional hasta un monto equivalente a unos US\$ 3.000 (Held y Jiménez, 2001).

gaba la existencia de un superávit en el presupuesto fiscal, junto con reservas internacionales que excedían la oferta de dinero.

Las divisas provenientes del incremento de la deuda externa chilena se utilizaron en alto grado para financiar un "exceso" de importaciones corrientes (de consumo e intermedios) del sector privado, en tanto que la fuga de capitales (Arellano y Ramos, 1987) y la inversión se mantenían bajas. De hecho, un análisis del período muestra que aproximadamente tres cuartas partes del aumento de la deuda neta, en 1977-82, se usó para incrementar el coeficiente importaciones/PIB de la economía chilena (Ffrench-Davis y De Gregorio, 1987). Los datos sugieren que, en términos macro *netos*, el ahorro externo no se utilizó para financiar la creación de capacidad productiva.³ Las importaciones excesivas desplazaron a la producción industrial nacional y a la inversión en bienes transables; la creciente brecha externa y su ritmo de endeudamiento insostenible hicieron inevitable un futuro ajuste recesivo.

Es indudable que la débil supervisión bancaria por parte de la autoridad facilitó el exceso de endeudamiento externo y luego la profundidad de la crisis bancaria en 1983. Sin embargo, más allá de la debilidad de la supervisión, lo que operó con más fuerza fue el ambiente de euforia que se desarrolló, fundamentalmente, en el segmento de mayores ingresos de la población. Como resultado, parece haberse producido una anticipación del consumo sobre la base de expectativas excesivamente optimistas sobre la capacidad de crecimiento de la economía, resultando un ajuste intertemporal desestabilizador. En Ffrench-Davis y Reisen (1998) se analizan similares procesos de ajuste desestabilizador en Argentina y México en la primera mitad de los noventa.

3 La tasa de inversión fija (en pesos de 1977) fue de 20,2% en los años sesenta, cayendo al 15,5% en 1975-81 y al 15,4% en 1982-89. Este resultado puede explicarse, en parte, por i) la caída de los precios relativos de los bienes de consumo importados, la que fue inducida por la política comercial y ii) por el rol desempeñado por el sistema financiero en reorientar los mayores ahorros hechos por algunos sectores de la economía chilena, hacia el consumo excesivo de otros sectores internos, en un marco de ausencia de supervisión prudencial.

Es interesante marcar dos contrastes, uno positivo y otro negativo, con distintos PALs. La fuga de capitales fue más bien escasa en Chile, en tanto que en Argentina y Venezuela fue muy elevada y dominante (Frenkel, 1983). Por otra parte, la tasa de inversión fue baja en Chile, en tanto que una proporción elevada del crédito externo se canalizó a la inversión productiva en Brasil y Colombia (véase Bacha, 1983; Perry y Junguito, 1983).

En 1982, el acceso fuertemente restringido al crédito externo coincidió con altas tasas internacionales de interés real y una caída considerable del precio del cobre; además, la economía chilena era entonces particularmente vulnerable a los *shocks* externos, en la medida que el gobierno había desarticulado la mayoría de los mecanismos de regulación frente a la inestabilidad externa, confiando en el automatismo del patrón dólar, en tanto que el sistema productivo y los consumidores estaban sobreendeudados (Arellano, 1983; Eyzaguirre, 1988).

De este modo, el *shock* externo tuvo un gran efecto multiplicador sobre la economía nacional y el PIB cayó 14% en 1982; en el sector manufacturero la baja fue de 21%. Las políticas internas reductoras del gasto fueron más fuertes que las políticas reasignadoras, como se examina enseguida.

b) Recesión en la década de los ochenta

Como hemos anticipado, Chile, a comienzos de los años 80, sufrió tres *shocks* externos negativos muy significativos que condujeron a una caída abrupta en la capacidad de gasto de la economía chilena.

El *shock* más fuerte se relacionó con los flujos de capital. El uso de ahorro externo, después de escalar hasta el 19% del PIB, cayó a la mitad de esa cifra en 1982 y a la cuarta parte en 1983 (véase el cuadro VI.2).⁴ Es claro que el elevado déficit

⁴ Las cifras utilizadas en este capítulo, basadas en las Cuentas Nacionales Oficiales, están calculadas en pesos de 1977, con los precios relativos de ese año. Naturalmente, el peso del sector externo y de los *shocks* se modifican al cambiar el año base. En moneda de 1981 disminuyen y en la de 1986 aumentan.

registrado en 1981 respondió a un burdo error de la política económica interna, la que permitió un endeudamiento evidentemente excesivo. Desde 1977 la economía chilena venía acomodándose, tanto la estructura de la producción como el gasto, a un nivel de entradas de capital insostenible a mediano plazo. Así, entonces, la demanda agregada excedió notoriamente a la capacidad de producción interna. En consecuencia, aún sin la crisis internacional de la deuda, se habría necesitado un ajuste en el futuro inmediato. Una evidencia de ello es que ya en el segundo semestre de 1981 el PIB había empezado a caer (Marcel y Meller, 1983, cuadro 1), mucho antes de la explosión de la crisis en México, en agosto de 1982.

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

Un segundo *shock* correspondió al incremento de las remesas de intereses, que estuvo asociado tanto con el creciente endeudamiento así como con el espectacular salto que experimentaron las tasas de interés internacionales ya desde fines de 1979. El tercer *shock* externo correspondió a la caída en los términos de intercambio, encabezada por el precio del cobre.

Asociada con los tres *shocks* externos, una fuerte recesión interna tuvo lugar en 1982. Con los *shocks* externos se registró una pérdida de reservas. En seguida, la política de "ajuste automático", puesta en movimiento por la baja en la oferta de divisas, determinó una abrupta caída de la liquidez interna y de la demanda agregada. A esto siguió, como consecuencia, una reducción de 17,2% en el PIB *per cápita* en 1982-83, y un descenso de la formación de capital. Con ello, la economía chilena se situó muy por debajo de su capacidad o frontera productiva. A su vez, con la caída de la inversión, la frontera se desplazó hacia arriba con mayor lentitud que a inicios de los ochenta; sólo en

1989 recuperó una velocidad comparable con 1981 o con el promedio de los sesenta.

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

Políticas selectivas, con efectos reasignadores en la composición de la producción y del gasto, pueden amortiguar los efectos de reducción de la producción. Una buena combinación de políticas reductoras del gasto y reasignadoras debería tender a permitir un resultado más cercano a una tasa constante de utilización del PIB potencial (véase Ffrench-Davis y Marfán, 1989). En efecto, si había un exceso del gasto sobre la capacidad productiva, tal como sucedía en 1981, es preciso reducir la demanda agregada. Sin embargo, esto se puede efectuar acompañado de políticas reasignadoras que reduzcan más intensamente la demanda por transables y que contribuyan a aumentar la oferta de transables y la inversión (véase Ffrench-Davis, 1999, cap. VI).

Se presenta a continuación un recuento breve de las estimaciones de los *shocks* externos y de la trayectoria seguida por la producción, la demanda agregada, exportaciones e importaciones en la economía chilena en 1980-89. Nuestro propósito es presentar una estimación gruesa de dos componentes sobresa-

lientes de los costos económicos del ajuste recesivo efectuado en Chile: la fuerte subutilización de la capacidad instalada y la caída en la creación de nueva capacidad.

Todas las variables han fluctuado en forma intensa a lo largo de este período, como lo muestra el cuadro VI.2. Un *peak* de actividad económica se alcanzó en 1981 (línea 1b). Esta es una buena aproximación a la capacidad productiva en ese año. No obstante, entonces existía alguna capacidad instalada subutilizada, principalmente en la producción de transables agrícolas y manufacturados, como consecuencia de la combinación de intensa liberalización comercial y fuerte apreciación cambiaria en los años precedentes. Hemos estimado que esta subutilización fue más que compensada por la «sobreutilización» de la capacidad en no transables, en particular, por el valor agregado en la comercialización de importaciones «excesivas» (véanse el cuadro II.1 y el cap. I.2). Entonces, consideraremos al PIB efectivo de 1981 como una leve sobreestimación de 1% del PIB potencial en ese año (líneas 1a y 1b).

En el cuadro VI.2 todas las cifras se han ajustado por el crecimiento de la población y se expresan como porcentajes del PIB de 1981. Así, la comparación de cualquier cifra en una línea dada con su valor en 1981, indica el cambio con respecto a una situación de PIB *per cápita* constante y participaciones también constantes de todas las variables presentadas en el cuadro. Por ejemplo, la cifra para 1987 de formación de capital fijo *per cápita* indica que ella cayó de 19,5 en 1981 a 15,5. Como fracción del PIB de 1987 (la forma tradicional de medición), disminuyó de 19,5% a 16,4% ($15,5/94,4$); pero esta última cifra no considera qué sucede con la inversión por miembro de la fuerza de trabajo o por habitante, como sí lo hace el cuadro VI.2.

La producción efectiva alcanzó, en 1983-87, un promedio de 88,4% del PIB de 1981; por lo tanto, hubo un retroceso de 11,6 puntos del PIB. Como se registró cierto aumento del PIB potencial (capítulo I; y Marfán, 1992), la brecha con el PIB efectivo fue aun mayor; la brecha alcanzó a 14,4 puntos por año (líneas 1a-1b). El uso de capacidad convergió con el PIB poten-

Cuadro VI.2
Producción, consumo, inversión y shocks externos per cápita: 1980-89
 (variables per cápita, medidas en pesos de 1977, como % del PIB de 1981)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	Promedios	
											1983-87	1988-89
1. a) PIB efectivo	96,3	100,0	84,6	82,8	86,7	87,4	90,8	94,4	99,7	107,8	88,4	103,7
b) PIB potencial	97,1	99,0	102,0	102,7	101,2	102,6	103,4	104,3	105,9	107,8	102,8	106,8
2. Gasto interno	102,8	112,9	84,5	79,4	84,7	81,8	84,8	89,5	95,8	105,7	84,1	100,8
3. Consumo	79,7	85,3	75,0	71,7	71,5	69,7	71,1	72,6	77,8	82,2	71,3	80,0
4. Inversión fija	17,0	19,5	12,7	10,7	11,4	12,9	13,6	15,5	16,9	20,1	12,8	18,5
5. Ahorro interno	16,5	14,7	9,6	11,1	15,2	17,7	19,7	21,8	21,9	25,6	17,1	23,7
6. Cuenta corriente												
no financiera	-6,5	-12,9	0,2	3,4	1,9	5,5	6,0	4,9	3,8	2,1	4,4	3,0
a) Exportaciones	22,8	20,4	21,1	20,9	22,0	23,1	25,0	26,7	27,9	31,7	23,5	29,8
b) Importaciones	29,3	33,3	20,9	17,5	20,0	17,6	18,9	21,8	24,0	29,6	19,2	26,8
7. Efecto de términos de intercambio	2,0	0,0	-2,1	-1,1	-2,8	-3,4	-3,0	-1,6	1,5	0,9	-2,4	1,2
8. Pago neto de utilidades e intereses	-3,4	-5,1	-6,7	-6,6	-7,3	-7,3	-7,2	-6,0	-6,4	-6,2	-6,9	-6,3
9. Déficit en cuenta corriente ^{a b}	8,2	18,5	9,3	4,7	8,5	6,0	4,4	2,7	1,1	2,4	5,2	1,8
a) Movimiento de capitales ^{a b}	13,1	18,7	4,8	2,6	9,3	5,6	3,6	2,8	3,2	3,5	4,8	3,3
b) Cambio en reservas ^b	4,9	0,3	-4,5	-2,1	0,1	-0,4	-0,8	0,1	2,0	1,1	-0,6	1,6

Fuente: Cálculos del autor sobre la base de cifras oficiales del Banco Central de Chile y gráfico 1.1.

^aIncluye como ingreso de capitales a las transferencias unilaterales. ^bDatos según Balanza de Pagos, por lo cual hay descalces con las cifras de Cuentas Nacionales.

cial recién en 1989. La notable subutilización señala que predominaron acentuados efectos reductores de la producción y débiles políticas reasignadoras (cambiaría, comercial, política fiscal selectiva, etc.) y, obviamente, inflexibilidades estructurales en la composición de la producción y la demanda, dada la fuerza de los shocks externos, positivos primero y luego negativos.⁵

Los tres *shocks* externos se miden en las líneas 7, 8 y 9. A corto plazo, Chile pudo recurrir a sus reservas. El *shock* descrito en la línea 9 mide el uso neto de capital externo. Por eso el *shock* no aparece tan intenso en 1982, como sí lo fue el corte del flujo de préstamos. En este año el Banco Central perdió reservas por 5% del PIB, con las cuales suplementó la mermada oferta de fondos externos.

5 Cuando una economía ha estado varios años (como en los setenta) orientada a tornarse más intensiva en componentes extranjeros no es fácil revertir la tendencia sin costos reales sustanciales.

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

La caída promedio en 12 puntos del PIB efectivo en el quinquenio 1983-87 respecto de 1981, es el efecto "estático" de reducción de la producción, causado por la combinación de *shocks* externos y políticas reasignadoras deficientes o débiles. Por otra parte, en una dimensión "dinámica", en 1983 la formación bruta de capital por habitante (línea 4) había caído 45%, reduciendo de esta manera el crecimiento del PIB potencial. Al mismo tiempo se debilitó la capacidad para reestructurar la composición de la oferta y la demanda, la que es una función positiva del nivel de formación de nueva capacidad productiva. La baja inversión hizo más improbable un ajuste constructivo de la economía. Por otra parte, sería un factor muy determinante del pobre desempeño de los salarios reales en los setenta y en los ochenta (véase el cap. VIII).

El otro efecto dinámico es el impacto negativo que tiene la capacidad ociosa sobre la formación de capital. De hecho, la caída en la inversión del período estuvo significativamente asociada a la gran brecha entre el producto potencial y el efectivo (Agosin, 1998).

Un mecanismo de "ajuste automático", como el que se usó en 1982, se apoya fuertemente en los efectos de *shock* de las políticas de reducción de la demanda. Después de un ajuste endógeno abrupto, desactivador del gasto interno, con el transcurso del tiempo es claro que tiene lugar una reestructuración espontánea en la composición de la oferta y la demanda. La progresiva reasignación de la oferta y de la demanda fue apoyada en forma adicional por una política reasignadora que consistió en

un alza significativa del arancel y una serie de considerables devaluaciones del tipo de cambio. Estas depreciaciones no sólo compensaron el deterioro que había experimentado el tipo de cambio real hasta 1982, sino que fueron mucho más lejos.⁶ La devaluación real se efectuó gradualmente en sucesivos saltos de una tasa reptante.⁷

Cuadro VI.3
Chile: arancel promedio y tipo de cambio real, 1973-89
(promedios anuales)

Año	Arancel promedio ^a (porcentajes)	Tipo de cambio real ^b (1986=100)
1973	94,0 ^c	65,1 ^c
1974-79	35,3	73,2
1980-82	10,1	57,6
1983-85	22,7	79,1
1986-89	17,6	106,6

Fuentes: Ffrench-Davis, Leiva y Madrid (1992) y Banco Central de Chile.

^a Promedio simple, excluyendo franquicias y tratamientos preferenciales negociados con PALs y Canadá.

^b Promedio anual. El tipo de cambio nominal fue deflactado por el IPC chileno (debidamente corregido en 1973-78) e inflado por un índice de precios externos. Este índice se construyó en base al índice de precios al por mayor, ponderado por la participación de Alemania, Argentina, Brasil, Canadá, Corea del Sur, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Perú y Reino Unido en el comercio chileno, desde 1986 en adelante; se obtuvo del Banco Central de Chile. Para los años hasta 1985, se basa en Ffrench-Davis (1984), e incluye solamente Alemania, Estados Unidos, Francia, Japón y Reino Unido. ^c Diciembre de 1973.

Estos hechos permitieron una recuperación gradual de la producción y del gasto. Ello fue acelerado fuertemente por un notable *shock* positivo de los términos del intercambio en 1988-89 (línea 7). Sin embargo, en 1988 el PIB *per cápita* estaba todavía por debajo del nivel alcanzado en 1981, en tanto que la inversión *per cápita* era aún 13% inferior. Sólo en 1989 se superó el PIB *per cápita* de 1981. Fue además la culminación de un

6 A nuestro juicio la depreciación sustancial fue un componente absolutamente necesario, aunque insuficiente por sí solo. La falla estuvo en la falta de otros componentes selectivos en la política de ajuste.

7 El tipo de cambio fue depreciado en etapas sucesivas después de que el Gobierno abandonó el empleo de un tipo de cambio fijo como herramienta de estabilización del nivel de precios. Desde comienzos de 1988 y hasta mayo de 1989, nuevamente el Gobierno dejó apreciarse el tipo de cambio real, con el propósito de reducir la tasa de inflación.

ciclo, pues un sobrecalentamiento macroeconómico llevó al inicio de un ajuste significativo a fines de 1989 y en 1990.

En el sector externo, el ajuste automático, al comienzo, se hizo sentir con mayor fuerza en la disminución de las importaciones, con un alza más débil de las exportaciones: como era de prever en una economía con las características estructurales de la economía chilena, las importaciones fueron más elásticas que las exportaciones ante una caída brusca del gasto interno. También aquí el tiempo permitió un cambio en el comportamiento de estas dos variables. Estimuladas por las significativas depreciaciones del tipo de cambio, las exportaciones crecieron más rápidamente en la última parte del período de ajuste. El volumen de exportaciones *per cápita* de 1988 superó en 22% el *peak* inicial en 1980, en contraste con el PIB estagnado.

Con todo, es interesante medir el cambio en las exportaciones y en el PIB *per cápita* entre los *peaks* de actividad económica en 1981 y 1989. El aumento total de exportaciones fue muy significativo: 55%, equivalente a 9 puntos del PIB (6 puntos si la comparación es con 1980). No obstante, el alza total del PIB *per cápita* se limitó a 7,8 puntos (concentrado sólo en el año 1989), lo que implica una caída del PIB no exportable.

Por lo tanto, durante el período examinado, éste no es un caso de crecimiento económico dinámico inducido por las exportaciones, sino de un gran impulso exportador inducido por una restricción externa dominante y un ajuste recesivo de la actividad productiva. Este ajuste, con el apoyo significativo de la política cambiaria, promovió una reasignación de un volumen global de recursos relativamente estagnado entre 1981 y 1989. Por supuesto, la expansión dinámica de las exportaciones contribuyó a la recuperación de la actividad económica, pero no logró compensar el deterioro de la producción no exportable de modo de imprimirle dinamismo al PIB total.

El comportamiento de las importaciones de bienes es también interesante. Luego de la baja espectacular registrada entre 1981 y 1983, y de altibajos en 1984-86 asociados a la mini-

recesión de 1985, prosiguió una fuerte recuperación. El quantum de las importaciones por habitante creció 57% entre 1986 y 1989, más del doble que el cuántum de exportaciones por habitante en el mismo trienio (véase línea 6, del cuadro VI.2). Es natural que, en la recuperación después de un ajuste como el realizado desde 1982, las importaciones aumenten más rápido que las exportaciones. Sin embargo, la diferencia entre los ritmos de ambas variables fue excesivo. El acelerado aumento no se aprecia en el balance comercial a precios corrientes, gracias al notable mejoramiento liderado por el precio del cobre, registrado en los términos del intercambio entre 1987 y 1989.⁸

2. GESTIÓN DE LA DEUDA, 1982-89

La deuda externa de Chile se había empinado en 1982 a cuatro veces el valor de las exportaciones y al 71% del PIB. Con el corte de los flujos de nuevos fondos y un déficit externo gigantesco, la renegociación de la deuda se tornó en una necesidad dramática. Después del *shock* de 1982 hubo cinco rondas de negociaciones con los bancos acreedores, en el marco de acuerdos con el FMI⁹, y el Banco Mundial (tres acuerdos SAL).

Los pasivos con bancos representaban, como se indicó antes, más de los cuatro quintos de la deuda total. Las negociaciones con los bancos se dirigieron a reprogramar los vencimientos, a mantener el crédito comercial de corto plazo y a obtener nuevos préstamos para financiar una parte de los pagos de intereses. Los restantes pagos de intereses se financiaron, después de la recesión de 1982, con un superávit en la balanza comercial y con transferencias netas de otros acreedores. Las transferencias

8 Debe tenerse presente que se habían registrado reducciones significativas de los costos de producción del cobre en la mayoría de los principales productores mundiales de cobre. Esto explica que el rango de "precios normales" esperados sea notoriamente inferior al de los años sesenta. Véase Bande y Ffrench-Davis (1989) y Vial (1989).

9 Las cinco rondas —esto es, en 1983, 1984, 1985, 1987 y 1988— se analizan en Ffrench-Davis (1992). Un análisis de las rondas a nivel latinoamericano se desarrolla en Devlin y Ffrench-Davis (1995) y Ffrench-Davis (1999, cap. IV).

netas a los bancos acreedores implicaron un flujo negativo del orden de 5% del PIB por año en 1985-87.¹⁰

A la inversa, los acreedores oficiales jugaron un rol crucial como proveedores netos de fondos. Las instituciones multilaterales —el Banco Mundial, el BID y el FMI— fueron los mayores prestamistas. El BIRF y el BID aportaron a Chile transferencias netas positivas de \$ 300 millones anuales en promedio (cuadro VI.4). Esta fue una cifra relativamente grande, dado que las transferencias netas de estas dos instituciones a toda América Latina alcanzó sólo a US\$ 1 mil millones anuales en el trienio 1985-87 y se tornaron negativas para la región en 1987 (Banco Mundial, 1989).¹¹

Con ello, la participación de los bancos privados acreedores disminuyó al 65%, mientras que la de las instituciones multilaterales subió de 3% en 1982 a 30% en 1989. El saldo de la deuda multilateral aumentó, desde un nivel muy bajo en 1982, a una tasa acumulativa de 32% anual en el período comprendido entre estos años.

En la clasificación según deudores, también se registró un aumento de la participación pública, pero en proporción notablemente superior. Si se incluye la deuda garantizada por el sector público, la deuda de responsabilidad oficial se encumbró a 86% en 1987. Ello contrasta fuertemente con el 36% en 1981 (cuadro VI.1). La "estatización" de la deuda tuvo lugar en tres formas. La principal fue un mayor endeudamiento externo del Banco Central y de otras entidades públicas, a fin de proveer las divisas necesarias para cubrir los pagos de intereses, tanto del sector público como del privado, en un contexto en que el cré-

10 Los bancos acreedores recibieron además prepagos en operaciones de conversión de deuda, ya sea en efectivo o participación en la propiedad de empresas chilenas.

11 El tratamiento más "favorable" al Gobierno de Chile se discute en Felix y Caskey (1990) y en French-Davis (1992). En 1985-87 Chile recibió el 30% del conjunto de transferencias netas del BID y del Banco Mundial a América Latina, en tanto que Chile representaba el 3% del PIB de la región (a los tipos de cambio de 1986).

dito voluntario había desaparecido para las naciones en desarrollo, y sólo existían algunos créditos negociados para el sector público.¹² En segundo lugar, se ubica el otorgamiento de la garantía pública a la deuda externa de los bancos nacionales. En tercer lugar se encuentra el efecto de las operaciones de conversión de deuda, las que redujeron en mayor proporción la deuda privada (véase el cap. VII, cuadro VII.3).

La definición tradicional de deuda (cuadro VI.1, col. 1), continuó creciendo hasta 1985. Después permaneció aproximadamente constante hasta 1987, en alrededor de US\$ 20 mil millones, con cambios en la participación de cada acreedor. La ya mencionada reducción en la deuda bancaria resultante de las operaciones de conversión de pagarés quedó compensada por un aumento de la deuda con otros acreedores, principalmente las instituciones multilaterales. Fue sólo en 1988 cuando las conversiones lograron una caída neta de la deuda vigente. En el

Cuadro VI.4
Estimación de transferencias netas al exterior, 1983-89
(millones de US\$)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Inversión extranjera ^a	51	-51	-56	-139	-57	-102	-5
Organismos multilaterales ^b	167	248	349	266	253	109	33
Gobiernos extranjeros ^b	-57	-101	-69	-60	-38	213	82
Proveedores ^b	-241	-154	-140	-7	131	-30	-19
Bancos e inst. financieras ^b	-178	-589	-718	-990	-988	-442	-791
Otros med. y largo plazo ^c	-21	-69	-24	-86	-100	-119	-104
Corto plazo ^d	-834	906	0	198	-64	-423	405
TOTAL	-1.113	190	-658	-818	-863	-794	-399

Fuente: Banco Central de Chile.

^a Flujos netos de inversión extranjera, menos utilidades netas remesadas, netas de impuestos; excluye conversiones de deuda externa, capitalizaciones de créditos y utilidades reinvertidas. ^b Flujos por concepto de deuda externa de mediano y largo plazo menos los intereses efectivamente pagados; se descuenta la contrapartida de impuesto por los intereses afectos al 4%. ^c Incluye intereses netos al FMI y otros flujos de mediano y largo plazo distintos de deuda externa. ^d Incluye líneas de crédito, crédito comercial directo, otros activos, intereses recibidos, y errores y omisiones. Excluye contrapartida por conversiones de deuda externa y flujos por refinanciación de deuda.

12 Asimismo, el Banco Central proveyó sustanciales subsidios a los deudores privados, con lo que pudieran servir sus deudas. Véase Arellano y Marfán (1986); Ffrench-Davis y De Gregorio (1987); Sanhueza (1999).

Cuadro VI.5
Amortizaciones, 1987-95^a
(millones de US\$; promedios anuales)

Acreeedores	1987-88	1989-90	1991-93	1994-95
Organismos multilaterales	95,8	230,0	338,2	441,8
Gobiernos extranjeros	25,1	82,5	179,0	185,7
Bancos e Inst. Financieras	186,6	244,5	851,5	728,2
Proveedores y Emp. Priv.	171,9	242,5	219,0	143,6
TOTAL	479,3	799,2	1.587,7	1.499,2

Fuentes: Banco Central, *Deuda Externa 1989*.

^a Incluye los efectos de reducciones de conversión de deuda externa (Cap. XVIII, XIX, y otros). No incluye estimación de amortizaciones por endeudamiento posterior a 1989; por lo tanto, subestima crecientemente las amortizaciones a partir de 1990.

mismo año, la deuda de América Latina también descendió, pero en menor proporción: sólo 2% para el total regional, frente al 8% en que se redujo la de Chile (CEPAL, 1988).

Como se analiza detalladamente en el capítulo VII, el gobierno puso en marcha en 1985 el sistema que permitió el prepago de deuda a los bancos acreedores. Desde entonces hubo un volumen sustancial de operaciones de prepago; también tuvieron lugar algunas condonaciones directas (Elórtogui, 1988; Fontaine, 1988; Larraín, 1988). El sistema se basó i) en la utilización de pagarés de la deuda externa que los bancos acreedores vendían en el mercado internacional secundario, con un descuento que promedió 40% del valor par y ii) en la capitalización directa o conversión de préstamos bancarios en capital accionario. A diciembre de 1989, por los diversos canales, se operó la impresionante cifra de US\$ 9 mil millones; existió una "renta económica" o diferencia entre el valor par y el precio de mercado de los pagarés, equivalente a US\$ 3.400 millones, que fue captada por los agentes que participaron en las operaciones.

El principal beneficio de las conversiones residió en que reducían el saldo de la deuda y, en consecuencia, los compromisos de pago de intereses. Sin embargo, ellas podían generar también una serie de otros beneficios y costos, que dependen de la especificidad de cada forma de conversión (véase el capítulo VII).

Después de las negociaciones con los acreedores en 1987-88, que flexibilizaron las condiciones de servicio de la deuda, mejoraron notablemente las condiciones externas enfrentadas por Chile. El precio del cobre subió fuertemente así como también otros precios de productos de exportación (celulosa, harina de pescado, etc.). El mejoramiento de los términos de intercambio en conjunto con la postergación de los servicios de capital para 1991-95 (véase el cuadro VI.5) —debido a los nuevos términos para los pagos de amortizaciones e intereses y las conversiones conducentes a una reducción de la deuda vigente—, implicó que la restricción exterior dominante entre 1982 y 1987, desapareciera durante 1988. La mayor disponibilidad de divisas, sin duda espectacular (CEPAL, 1988), permitió la utilización plena de la capacidad productiva y, luego, el sobrecalentamiento de 1989.

3. ADECUACIÓN MÁS PRAGMÁTICA DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

Luego de los primeros años de ajuste, se implementó una política macroeconómica más pragmática, orientada a la expansión de las exportaciones no tradicionales; al aumento del ahorro interno, y al fortalecimiento del sector financiero y corporativo. De hecho, hubo un reconocimiento de fallas o limitaciones de algunos mercados claves, como el de exportaciones y el financiero (Larraín y Vergara, 2000).

Al tornarse restringido el financiamiento externo, era fundamental un aumento del ahorro nacional (que había descendido a un 2,1% del PIB en 1982) para financiar una mayor inversión. Para incentivar un mayor ahorro privado se efectuó en 1984 una reforma tributaria. Se enfrentó el debilitamiento de las finanzas públicas¹³ implementando varias medidas, entre las cuales cabe mencionar la fijación de reajustes salariales del sector público por debajo de la inflación, y la reducción en varias categorías del gasto público, incluyendo las del área social. Como resultado, el déficit fiscal pasó desde un 3,5% del PIB a un superávit en 1987

13 Esto se debió tanto al elevado costo fiscal de la reforma a la seguridad social iniciada en 1981, como a una actividad económica e importaciones deprimidas.

(Larraín, 1991). Como se ilustra en el capítulo VIII, muchas de las intervenciones tuvieron un intenso sesgo regresivo.

En cuanto a las empresas privadas no-financieras, a partir de 1982, la mayoría de ellas se vio afectada negativamente por las altas tasas de interés reales, la contracción económica, y el efecto de la devaluación en el endeudamiento en moneda extranjera. Esto, junto a prácticas bancarias poco transparentes y un marco regulatorio permisivo, sentó las bases para una crisis financiera de magnitud en 1983, llevando al gobierno a intervenir varias empresas financieras con problemas, incluyendo los dos mayores bancos comerciales privados.

El gobierno reaccionó ante la crisis financiera con un programa de ayuda a bancos y deudores locales, con un costo estimado en 35% de un PIB anual (Sanhueza, 1999), el que incluía, entre otros, un tipo de cambio preferencial para deudas en dólares; líneas de crédito a tasas subsidiadas para el sector financiero, y la compra, por parte del Banco Central, de la cartera vendida de los bancos con un compromiso de éstos de recompra.

A mediados de los años ochenta, una segunda ronda de privatizaciones se llevó a cabo, con 46 firmas –incluyendo instituciones financieras intervenidas y empresas públicas tradicionales– que fueron traspasadas al sector privado, de manera muy rápida (Devlin y Cominetti, 1994; Hachette y Lüders, 1992).

Dentro de las modificaciones importantes después de la crisis, se sitúan los cambios introducidos en las políticas cambiaria y comercial, que posibilitaron una mejor respuesta a la crisis externa, entregando estímulos al sector exportador, como se recuenta enseguida. Ellos fueron acompañados por una profunda reforma de la supervisión prudencial de la banca.

En efecto, la crisis bancaria de Chile en 1981-86, que siguió a la entrada masiva de capital extranjero a fines de los setenta, dejó valiosas lecciones que fueron recogidas por la legislación chilena, (véase Díaz-Alejandro, 1985; Aninat y C. Larraín, 1996; Held y Jiménez, 2001; Reinstein y Rosende, 2000; Valdés-

Prieto, 1992). Los cambios fortalecieron muy significativamente la regulación bancaria y los poderes de la Superintendencia de Bancos. Algunos de los elementos de supervisión prudencial adoptados desde entonces comprenden el monitoreo continuo de la calidad de los activos bancarios; límites estrictos a la concesión de préstamos por parte de los bancos a empresas relacionadas; la existencia de mecanismos automáticos de ajuste del capital bancario cuando el valor de mercado del capital cae por debajo de los límites exigidos por los reguladores; y facultades para congelar las operaciones bancarias, impedir que los bancos en problemas transfieran fondos a terceros, y restringir el pago de dividendos en las instituciones que no cumplen con las exigencias de suficiencia de capital.

a) La trayectoria de la política cambiaria

La política cambiaria ha variado mucho a través del tiempo (véase el capítulo IV). A partir de 1976, se empezaron a utilizar revaluaciones del tipo de cambio real para combatir la inflación. Se procedió así por la rebeldía de la inflación para reaccionar a pesar de una profunda recesión, la que además generó un superávit en cuenta corriente. La revaluación real se reforzó en 1979, cuando se fijó el dólar a 39 pesos, paridad nominal que se mantuvo hasta la crisis de mediados de 1982; durante esos años se produjo una notoria apreciación real. Después de la crisis cambiaria, vino un período de experimentación con sucesivos cambios de política. En 1983 se adoptó nuevamente una paridad reptante, política que se mantuvo por todo el resto del período. Fundamentalmente, el Banco Central fijaba en el mercado oficial un precio de referencia para el dólar (llamado tipo de cambio acuerdo, TCA), con una banda de flotación inicialmente de 2% para cada lado (que se amplió a 3% en 1988). El tipo de cambio «oficial» se devaluaba diariamente, de acuerdo con el diferencial entre la inflación interna y una estimación de la inflación externa. A ello se sumaron, en varias ocasiones, devaluaciones reales discretas, las que permitieron la notable depreciación que se registró después de la crisis de 1982 (130% entre 1982 y 1988).

Dado que diversos controles cambiarios se mantuvieron vigentes por muchos años (salvo por unas pocas semanas en 1982 de libertad cambiaria total), operó en forma no legal un mercado cambiario paralelo. Este sería legalizado como mercado cambiario informal (MCI), recién en abril de 1990, en virtud de las disposiciones de la ley de autonomía del Banco Central que se dictó a fines del gobierno de Pinochet.

Durante 1988 tuvieron lugar revaluaciones acompañadas de rebajas tributarias y arancelarias (véase la sección siguiente) que lograron conciliar una reducción de la inflación con una fuerte reactivación económica. En 1989 se completó la recuperación de la actividad, ascendiendo así hasta la frontera de producción. Esto se alcanzó con un acelerado incremento de la demanda agregada, sustentada en las rebajas tributarias y la apreciación cambiaria en 1988 y el ingreso generado por el notable aumento del precio del cobre en 1987-89: la mejora de los términos del intercambio en 1988 con respecto a 1986 equivalió a 6% del PIB (Cuentas Nacionales del Banco Central con ponderaciones de 1986). Un fuerte incremento de las importaciones y del déficit externo (si se recalcula la cuenta corriente usando el precio «normalizado» del Fondo de Compensación del Cobre) y una aceleración abrupta de la inflación llevó al Banco Central a revertir sucesivamente anteriores rebajas de tasas de interés.

A mediados de 1989, se amplió la banda de flotación del dólar a 5% para cada lado. La acción del Banco Central fue acompañada de un cambio de expectativas del mercado cambiario, que llevó a que éste se situase rápidamente en el tope de la banda. Así se logró, sin mayor traumatismo, una significativa depreciación sin modificar el tipo de cambio «oficial». Durante aproximadamente un año —que incluyó el retorno a un régimen democrático, elecciones presidenciales (diciembre de 1989) y la asunción del presidente Aylwin (marzo de 1990)—, el tipo de cambio observado se mantuvo en el tope de la banda. Ello sucedió no obstante que en enero de 1990 se acentuó un proceso de ajuste para frenar un acelerado aumento de la inflación (que alcanzó un 31% anualizado en los 5 meses preceden-

tes). El ajuste descansó exclusivamente en un alza marcada de las tasas de interés, encabezada por pagarés del Banco Central, que los ofreció a la elevada tasa real de 9,7% anual, a un plazo de 10 años.

b) Reformas comerciales

Hemos visto en el capítulo III que en 1973 se inició una reforma de la política comercial que comprendió la eliminación de todas las restricciones no arancelarias, un abrupto proceso de reducción de los aranceles, y la unificación del tipo de cambio. Aunque no fue una meta inicial del programa, en junio de 1979 se llegó a un arancel parejo y bajo de 10%.

Como se discutió antes, la apertura comercial acompañada de una apreciación cambiaria llevó a un gran desequilibrio externo que pasó la cuenta a la economía chilena con el advenimiento de la crisis de la deuda. En efecto, para enfrentar la crisis interna y de balanza de pagos que sobrevino en Chile en 1982 como consecuencia de la combinación de errores en el manejo económico y del triple *shock* externo, que hizo descender la demanda agregada 30% y el PIB en 17% entre 1981 y 1983, se procedió a varias devaluaciones discretas a partir de mediados de 1982 y, luego, a la reinstauración de un tipo de cambio repante. Al mismo tiempo, el arancel uniforme fue elevado en etapas sucesivas hasta 35% en septiembre de 1984 (con promedios anuales de 24% y 26% en 1984 y 1985, respectivamente). A medida que la aguda escasez de divisas fue menguando, hubo sucesivas rebajas del arancel que comenzaron en marzo de 1985 hasta situarlo en 15% en 1988.

Después de la crisis de 1982, la política comercial se flexibilizó en varios sentidos. El gobierno empezó a hacer uso activo de medidas *antidumping* para proteger a la economía de prácticas comerciales desleales. Para esto se recurrió a elevar el arancel total (el uniforme más sobretasas compensatorias) hasta un máximo de 35% (nivel consolidado por Chile en el GATT en 1979) para aquellas importaciones en las que se podía com-

probar *dumping*. Además, se adoptó un sistema de bandas de precios análogos a los internacionales de mediano plazo para tres productos agrícolas principales (trigo, azúcar y oleaginosas), lo que tuvo efectos significativos en favor de la agricultura. Evidentemente, también constituyó una desviación del arancel parejo. En lo que se refiere a las exportaciones, los sistemas de *drawback* fueron perfeccionados y se adoptó un sistema de reintegros simplificados para exportaciones menores, las cuales obtuvieron un reembolso de hasta un 10% de su valor cuando el conjunto de los exportadores de la respectiva partida arancelaria no sobrepasase un cierto monto máximo anual.

En síntesis, desde 1983 se aplicó una "segunda reforma comercial" con alzas y bajas arancelarias. Si bien es cierto las características básicas de la política comercial, en cuanto a la derogación de barreras no arancelarias y la adopción de un arancel parejo, no se habían modificado desde 1979, el nivel del arancel había vuelto a ser relativamente elevado en 1984, además de estar acompañado por medidas *antidumping* y por las bandas de precios. De hecho, el arancel promedió 20% en 1984-89, duplicando el promedio registrado en 1979-82. Pero la diferencia fundamental residió en que durante la primera liberalización el tipo de cambio se apreció progresivamente en la segunda mitad de los años setenta y a comienzos de los ochenta. Por el contrario, en la década de los ochenta, la reducción del arancel desde un máximo de 35% en septiembre de 1984 a un 15% en 1989, fue acompañada de una fuerte devaluación real (asociada a la crisis de la deuda), que dio señales positivas a los exportadores y que, a la vez, más que compensó el impulso negativo de la reducción de aranceles a la producción de bienes competitivos con las importaciones. La depreciación cambiaria fue el factor explicativo más importante del éxito exportador chileno, en vista de que el tipo de cambio real más que se duplicó entre 1981 y 1988 (CEPAL, 1998, cap. IV). Así, a diferencia de la primera experiencia, también se registró una significativa recuperación de la producción de sustitutos de importación, principalmente entre 1984 y fines de los ochenta.

Al extraer algunas conclusiones de los procesos de apertura comercial en Chile, es indudable que la segunda reforma arroja resultados más positivos que la primera (capítulo III; y Ffrench-Davis, Leiva y Madrid, 1992; CEPAL, 1998, cap. V).

En la primera liberalización comercial, las fuertes rebajas arancelarias y el desmantelamiento de los controles cuantitativos habrían tenido un impacto mayor sobre el dinamismo exportador que el que tuvo la trayectoria arancelaria durante la segunda liberalización: en el primer caso, partió de una situación en la que la gran mayoría de los precios internos de los bienes importables corrientes (de consumo e intermedios) estaban desvinculados de los precios internacionales; por lo tanto, el «espacio» existente para reducir costos mediante la sustitución de insumos nacionales por importados y las posibilidades de inducir cambios en las rentabilidades relativas eran enormes. Pero debe considerarse que, dado el marco recesivo en que se efectuó la reforma, lo abrupto de ella y el desempeño del tipo de cambio y tasas de interés, el dinamismo del sector exportador no se transmitió al resto de la economía; la inversión fija estuvo muy por debajo de sus niveles históricos y la economía exhibió una abrupta desindustrialización (véase el capítulo II).

Dos aspectos que deben matizar la evaluación de las dos reformas comerciales chilenas se refieren a sus impactos sobre el dinamismo del sector industrial y sobre la formación de capital. Durante la primera liberalización comercial, hubo una importante desindustrialización de la economía, la que se manifestó en una disminución de cinco puntos porcentuales en la participación de las manufacturas en el PIB. A pesar del mejor desempeño del comercio exterior y de las manufacturas en la segunda liberalización, la desindustrialización de la primera reforma no se revirtió. Las exportaciones continuaron concentradas en productos intensivos en recursos naturales. Sin embargo, los productos con mayor valor agregado siguieron captando un espacio creciente desde su baja posición anterior, la inversión siguió elevándose y la creación de nueva capacidad productiva (aunque recién desde 1992) empezó a expandirse a una tasa sostenible superior a la registrada en los años sesenta.

4. EL DESEMPEÑO DE LA PRODUCCIÓN Y LA INVERSIÓN

Chile mantuvo con mucho rigor el servicio de su deuda, en una relación armónica con los bancos acreedores. Pero no puede afirmarse que estuvo en condiciones de servir la deuda y de crecer simultáneamente. Recuérdese que sólo después de más de siete años (entre 1988 y 1989), el PIB per capita recuperó el nivel de 1981. Además, el ingreso disponible era mucho menor que el PIB, debido al cambio de signo de las transferencias netas con los acreedores, y los salarios promedios sólo en 1992 superaron el nivel de 1981.

La frecuente afirmación de que Chile logró pagar y crecer se origina en la recuperación de la actividad económica desde 1984, desestimando, en la dimensión interna, i) la gran caída del PIB en 1982-83, y en la dimensión externa, ii) las grandes transferencias netas entregadas por las entidades multilaterales, con las cuales se financió una parte de los pagos a los bancos acreedores, y iii) el alza espectacular del precio del cobre entre 1987 y 1989.

La economía chilena ha sufrido gran inestabilidad en los últimos 20 años. En lo que se refiere a producción PIB, en este decenio, entre todos los países de América Latina, Chile exhibió la mayor caída en 1982, y la mayor expansión en 1989. Ambos cambios, la caída y la expansión, estuvieron asociados a eventos externos. Un deterioro de los términos del intercambio y del servicio de la deuda externa en el primer caso, y una mejora de los términos del intercambio en una magnitud inesperada en el segundo caso.

Las versiones apologéticas de la política económica del régimen de Pinochet destacan la evolución de la economía chilena después de la caída, y en particular enfocan la atención en el aumento del PIB del 10% en 1989. Esto es un error por dos razones. Una es que cuanto mayor haya sido la caída de la actividad económica, la recuperación posterior puede ser más fuerte. Es preciso entonces, al evaluar los resultados de la política económica, considerar el total de los efectos y no sólo una parte

(exclusivamente la recuperación), pues ésta da una visión parcial. Ello es de singular importancia en una economía como la chilena que ha sido tan propensa a altibajos.

La segunda razón es que la gran expansión de 1989 se apoyó en factores transitorios no sostenibles durante un plazo prolongado, que dejan efectos negativos a futuro sobre los equilibrios macroeconómicos y macrosociales, pues hacen necesarios nuevos ajustes reductores de la demanda. Era evidente que la tasa de inversión permitía sustentar un crecimiento limitado. Si bien la formación bruta de capital fijo aumentó a medida que se superaba la crisis, sólo hacia fines de los años ochenta el coeficiente de inversión fija vino a rondar el nivel promedio alcanzado en los sesenta. La incapacidad para superar dicho coeficiente de inversión impidió alcanzar una tasa significativa de crecimiento en 1981-89; es así como la tasa anual de crecimiento para ese período promedió apenas 2,7% anual.

a) Tendencias de la producción y la formación de capital

Más allá de las fluctuaciones de corto plazo, la tendencia del PIB está determinada por la intensidad con que se cree nueva capacidad productiva, la que está asociada a la inversión y a su productividad.

En el período que cubre el régimen de Pinochet el aumento del PIB promedió algo menos de 3% anual, incluyendo caídas de 17% en 1975 y de 14% en 1982 y alzas de 8% en 1977 y 1979, y de 10% en 1989. El modesto crecimiento promedio del PIB estuvo acompañado de una gran expansión de las exportaciones. Estas aumentaron 10% real por año entre 1974 y 1989, con una tasa aún notablemente mayor, de 15%, para los productos no tradicionales.

La principal razón porque el crecimiento económico fue tan modesto desde 1974 es que la inversión productiva fue baja. Sólo un 15,6% del PIB se destinó a la inversión en promedio durante los 16 años. Esa cifra es muy inferior al coeficiente de 20,2% registrado en los años sesenta. De ahí que la capacidad

productiva creciese bastante más en los sesenta: un 4,6% anual. Por otro lado, los salarios se deterioraron fuertemente; de hecho, en 1989 mostraban un nivel 8% inferior que en 1981. Hay tres factores que ayudan a explicar por qué ese desempeño de los salarios: i) la producción creció muy lentamente (el aumento del PIB por habitante fue apenas de 0,9% por año entre 1981 y 1989), ii) una parte mayor de la producción se filtró al exterior para servir la elevada deuda externa que se acumuló entre 1976 y 1982, y iii) la economía chilena se tornó mucho más regresiva (cap. VIII).

Las bajas tasas de inversión durante el régimen de Pinochet obedecieron, en gran medida, a la enorme subutilización de capacidad presente durante la mayor parte del período, como se destacó en el capítulo I. La presencia de capital ocioso actúa reduciendo la rentabilidad promedio de la inversión, y desalentando la creación de nueva capacidad productiva en los sectores con recursos ociosos.

Por otra parte, hasta 1982 prevalecieron tasas de interés altísimas (un promedio de 38% para 1975-82) que deterioraron la posición financiera de muchas empresas y hacían poco rentable el financiamiento de nuevos proyectos. Después de 1982 las tasas de interés fueron mucho más bajas, incluso moderadas con intervención de la autoridad en varios años, pero se agregó otro factor negativo, que fue el servicio de la deuda externa. Esto significa que una fracción elevada del ahorro interno no se pudo invertir sino que se destinó al pago de intereses a los acreedores externos. En consecuencia, se precisó un esfuerzo mucho más intenso de ahorro interno o de otros capitales externos para financiar la inversión en Chile.

Un último factor que desalentó la inversión productiva, es que parte significativa de los esfuerzos empresariales se destinaron a la compra de activos existentes, en un proceso muy intenso de transferencias de propiedad. Estas fueron inducidas por los desequilibrios recesivos predominantes por muchos años en la economía chilena, por una intensa privatización de empresas

públicas, y luego por la intervención gubernamental de empresas privadas en quiebra y su posterior reprivatización. Sin embargo, en otro giro hacia el pragmatismo, se introdujeron incentivos significativos para favorecer la inversión privada en el sector exportador y de servicios públicos (Moguillansky, 1999). Así, finalmente, se registraron cuantiosas transferencias por la forma en que tomaron forma los procesos de privatización o reprivatización, por el rescate de agentes golpeados por la crisis de la deuda, por las ganancias envueltas en los programas de conversión de deuda (véase el cap. VII), por el eficiente sistema de reintegro a los exportadores y, por supuesto, por la muy necesaria e intensa depreciación cambiaria.

El análisis de la productividad en el capítulo I demostró que la productividad efectiva del capital en el régimen de Pinochet fue menor que en la década del sesenta (véase el cuadro I.4). Estos resultados invitan a ser cautos al evaluar el efecto sobre la productividad de las reformas económicas que se aplicaron en Chile. En efecto, las firmas sobrevivientes tienden a ser más productivas (véase Tybout, de Melo y Corbo, 1991), pero esto es compensado por la mortalidad de otras empresas, y por la subutilización de recursos productivos, que implica una evidente ineficiencia para la economía como un todo.

Por otra parte, entre las empresas que sobrevivieron, incluyendo las nuevas empresas, hay una heterogeneidad mayor que en años pasados. La modernización llegó a muchos sectores de la economía, pero no a la mayoría de ellos aún. Por ejemplo, hay sectores campesinos, pequeño comercio y servicios, talleres industriales y trabajadores por cuenta propia tuvieron grandes dificultades para capitalizar y que, en parte, hacia fines de los ochenta operaban con productividades e ingresos menores que veinte años atrás. Sobrevivieron o encontraron ocupación flexibilizando sus ingresos hacia abajo.

Todo esto no es óbice para destacar lo positivo de que exista un segmento creciente de empresas, urbanas y rurales, de gran productividad y dinamismo. Parece evidente que después de la

mortandad, los sobrevivientes son más fuertes que la media del universo antes de la reforma. Esta es una importante herencia positiva para el futuro. El énfasis exportador de las políticas económicas y la creación de un mercado de recursos naturales y de tierras (facilitada sí por la anterior reforma agraria) pasaron a ser el terreno favorable de cultivo para que las iniciativas empresariales, sobre todo de las generaciones más jóvenes, se aventuraran en la toma de riesgos y en la exploración de nuevas formas de producir.¹⁴

b) Los balances macroeconómicos

Hay un largo historial en Chile y en América Latina que comprueba la importancia de que se mantengan equilibrios macroeconómicos básicos. Estos se refieren al volumen de emisión monetaria, a la relación entre los ingresos de exportaciones y los gastos en importaciones, y al presupuesto fiscal. Desequilibrios excesivos y persistentes, en cualquiera de estos frentes, han sido causales de grandes crisis, hiperinflaciones y recesiones. Hay un cuarto balance, que habitualmente no se incluye explícitamente entre los equilibrios macroeconómicos, que es la relación entre la creación de nueva capacidad productiva y los aumentos de la producción efectiva (o uso de capacidad): la magnitud de la brecha que exista entre ambas variables tiene una muy significativa influencia sobre el nivel de formación de capital y, por ende, sobre el empleo productivo.

El gobierno de Pinochet fue en general muy cauto en la expansión monetaria y mantuvo un presupuesto fiscal equilibrado o superavitario. Una consecuencia positiva de esas políticas fue una inflación moderada. Se ha demostrado, no obstante, que esas políticas son una condición necesaria pero insuficiente para la estabilidad económica. En efecto, en contraste, en el sector externo se registró un prolongado y creciente déficit, finan-

14 Este dinamismo de un segmento de la población, se dio en conjunto con un cuadro de una mayoría de jóvenes en ocupaciones con ingresos menores que los recibidos por sus padres dos decenios atrás, no obstante la mayor escolaridad de la nueva generación.

ciado con endeudamiento externo entre 1977 y 1981, que llevó a la crisis de 1982. Por otro lado, en la mayor parte durante ese régimen predominó una elevada brecha entre la capacidad productiva y su utilización (véase el gráfico I.1).

Luego de la profunda recesión económica de 1982 y de algunos años de incertidumbre, a partir de 1986 se inició una recuperación fuerte y sostenida de la actividad y del PIB, reduciéndose progresivamente la brecha de subutilización en 1986-87. Sin embargo, en el bienio siguiente, la expansión de la demanda y de la actividad económica se aceleró, lo que culminó con un sobrecalentamiento en 1989, cuando se alcanzó una tasa de aumento del PIB de 10%. La que fue liderada, principalmente desde fines de 1987, por un aumento de la demanda agregada del sector privado, resultante de gran expansión monetaria, reducción fuerte de la tributación, rebaja arancelaria y atraso del tipo de cambio que abarataron las importaciones.¹⁵

La demanda agregada real creció en el bienio 1988-89 veozmente, un 22%; el PIB aumentó 18%, resultado inesperado y opuesto al programado por el gobierno, que había proyectado un crecimiento del PIB de 9 a 10% en la suma de los dos años, y un aumento de la demanda menor. El diferencial entre gasto y producción fue cubierto por el mejoramiento de los términos del intercambio (precio del cobre y otros). La capacidad productiva se expandió sólo 7-8% en el bienio. El aumento notable del PIB efectivo se debió a la existencia de capacidad instalada subutilizada, que terminó por coparse (véase el gráfico I.1), provocando un recalentamiento de la economía.

Este desequilibrio se expresó en una notoria aceleración de la inflación y en una fuerte alza de las importaciones. En

15 La cantidad de dinero del sector privado (M1A) se expandió 56% en los doce meses terminados en octubre de 1988 (mes del plebiscito a que se vio obligado a convocar el gobierno de Pinochet), la tributación se redujo en cerca de 4% del PIB en 1988-89 y el tipo de cambio real se revaluó 12% entre junio de 1988 y junio de 1989, fecha ésta en la cual el gobierno de Pinochet revirtió esa política debido al aumento acelerado de las importaciones.

efecto, la inflación anualizada entre septiembre de 1989 y enero de 1990 llegó a 31% con lo que triplicó la tasa de 10% registrada hacia fines de 1988. El volumen de las exportaciones aumentó un vigoroso 23% en el bienio, pero las importaciones se expandieron 41%. La brecha fue cubierta por el ingreso extraordinario de divisas generado por el ya el mencionado efecto positivo de los términos del intercambio. Esta mejora se centró en el precio del cobre, cuyo nivel se duplicó entre 1985-86 (US\$ 0,63 por libra) y 1988-89 (US\$ 1,24); el cobre representaba la mitad de las exportaciones chilenas y era producido principalmente por una empresa estatal, que ha reportado altos impuestos y utilidades al gobierno.

Debido a los desajustes existentes, el gobierno de Pinochet se vio obligado a efectuar sucesivos ajustes, que incluyeron una devaluación en junio de 1989, y ajustes en el mercado financiero en abril y septiembre del mismo año y uno drástico en enero de 1990, (este último, con la participación del Banco Central, ya enmarcado en la legislación hecha por el régimen de Pinochet y que entró en operación el 9 de diciembre, 5 días antes de la elección presidencial). De esta manera, cuando el Presidente Aylwin asumió en marzo de 1990, las tasas de interés reales estaban notablemente altas, situándose la de colocaciones en un 16%.

En síntesis, al iniciarse el gobierno democrático, la macroeconomía no estaba en equilibrio, y un proceso de ajuste estaba en marcha para equilibrarla. Por otra parte, el PIB efectivo había alcanzado la frontera productiva. Por lo tanto, cualquier aumento adicional de la producción requería, a diferencia de los años precedentes, un aumento concomitante de la capacidad productiva.