



SEGUNDA EDICIÓN  
AUMENTADA Y ACTUALIZADA

ENTRE EL NEOLIBERALISMO Y EL  
CRECIMIENTO CON EQUIDAD  
TRES DÉCADAS DE POLÍTICA ECONÓMICA EN CHILE

© RICARDO FFRENCII-DAVIS

Inscripción N°: 111.461  
ISBN 956-201-439-8

Dirección: Jaime Cordero  
Diseño de portada y diagramación: Job López Góngora

Primera Edición octubre de 1999  
Esta Segunda Edición de 1000 ejemplares  
se terminó de imprimir en junio de 2001,  
en LOM EDICIONES. Santiago.

Edita e imprime  
DOLMEN EDICIONES S.A.  
Cirujano Guzmán 194, Providencia Santiago

Derechos exclusivos reservados para todos los países.  
Prohibida su reproducción total o parcial, para uso privado o colectivo,  
en cualquier medio impreso o electrónico, de acuerdo a las leyes  
N°17.336 y 18.443 de 1985  
(Propiedad intelectual).

IMPRESO EN CHILE/PRINTED IN CHILE

000025870 BIBLIO

900025870 - BIBLIOTECA CEPAL



# ÍNDICE

PRESENTACIÓN .....	9
PREFACIO .....	11

## PRIMERA PARTE

### UN RECuento DE MEDIO SIGLO

#### CAPÍTULO I

#### DESARROLLO ECONÓMICO CHILENO

DESDE LOS CINCUENTA .....	15
1. Las estrategias económicas en retrospectiva .....	16
a) Expansión populista y estabilización ortodoxa, 1952-58 ..	18
b) Un intento frustrado de modernización capitalista, 1958-64	19
c) Estabilización gradual y reformas estructurales, 1964-70	21
d) Profundización de las reformas y desequilibrios macroeconómicos, 1970-73 .....	25
e) La estrategia neoliberal, 1973-90 .....	26
f) Democracia, reformas a las reformas y desarrollo, 1990-2000	35
2. Las tendencias de largo plazo del crecimiento económico	47
3. Conclusiones y desafíos .....	53
a) Cuatro conclusiones .....	53
b) Diez desafíos .....	56

## SEGUNDA PARTE

### EL EXPERIMENTO NEOLIBERAL EN CHILE: 1973-82

#### CAPÍTULO II

#### EL EXPERIMENTO NEOLIBERAL:

UNA SÍNTESIS CRÍTICA .....	63
1. Rasgos centrales del modelo .....	65
2. El neoliberalismo en tres áreas estratégicas.....	72
a) La política antiinflacionaria .....	72
b) Reforma del sistema financiero .....	77
c) Apertura indiscriminada al exterior .....	80

3. Producción, distribución del ingreso e inversión .....	85
a) La producción global y su composición .....	85
b) El nexo con el futuro .....	88
c) Concentración del ingreso y la riqueza .....	89
4. Enseñanzas del experimento neoliberal .....	93

### CAPÍTULO III

LIBERALIZACIÓN DE LAS IMPORTACIONES: 1973-82 .....	97
1. El proceso de liberalización de las importaciones .....	99
2. Composición de las importaciones .....	108
3. Efectos globales de la liberalización sobre la industria .....	112
a) Efectos macroeconómicos .....	113
b) Efectos sobre la estructura de la producción industrial .....	116
4. Elementos para una evaluación .....	121
a) Balanza de pagos y cuenta corriente .....	121
b) Eficiencia, dinamismo y competencia .....	124
i) El marco macroeconómico y la eficiencia .....	124
ii) Dinamismo y eficiencia .....	128
iii) Competencia y eficiencia .....	129

### CAPÍTULO IV

LAS EXPERIENCIAS CAMBIARIAS: 1965-82 .....	133
1. Algunos aspectos preliminares .....	134
2. Evolución de las políticas cambiarias .....	137
a) La política cambiaria "programada" en 1965-70 .....	138
b) La política cambiaria en 1973-79 .....	146
i) La fase inicial, con restricción externa dominante .....	147
ii) La fase de las revaluaciones abruptas .....	150
iii) La fase final: hacia el retorno de la congelación y crisis....	155
3. Consideraciones finales .....	158
a) Algunas lecciones .....	158
b) Algunas cuestiones pendientes .....	161

### CAPÍTULO V

EL PROBLEMA DE LA DEUDA EXTERNA Y LA APERTURA FINANCIERA .....	163
1. Apertura financiera y endeudamiento externo .....	165
a) El marco conceptual del experimento .....	166

b) El nuevo marco institucional .....	169
c) Flujos de capital financiero y deuda: volumen, origen y destino .....	171
2. Endeudamiento y ajuste macroeconómico .....	178
a) Política monetaria y desplazamiento del crédito interno .....	179
b) Política cambiaria: inestabilidad y atraso .....	180
c) Diferenciales entre tasas de interés .....	181
d) Deterioro de la cartera y supervisión prudencial .....	188
3. Vulnerabilidad externa y dinámica del endeudamiento .....	189
4. Algunas lecciones .....	193

### TERCERA PARTE

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

### CAPÍTULO VI

EL CONFLICTO ENTRE EL CRECIMIENTO Y LA DEUDA ....	199
1. La crisis de la deuda .....	200
a) Acumulación de desequilibrios en 1977-81 .....	200
b) Recesión en la década de los ochenta .....	204
c) Gestión de la deuda, 1982-89 .....	212
2. Adecuación de las políticas macroeconómicas .....	216
a) La trayectoria de la política cambiaria .....	218
b) Reformas comerciales .....	220
3. El desempeño de la producción y la inversión .....	223
a) Tendencias de la producción y la formación de capital .....	224
b) Los balances macroeconómicos .....	227

### CAPÍTULO VII

CONVERSIÓN DEUDA-CAPITAL: 1985-90 .....	231
1. El programa de conversiones .....	232
2. Efectos de la capitalización de deudas .....	236
a) El comportamiento de la inversión directa y de la deuda en el ciclo .....	237
i) Capitalización de autopréstamo en compañías transnacionales .....	238
ii) Tasa variable de remesas de utilidades .....	239
iii) La deuda antigua es más riesgosa para el inversor que el .. "capital de riesgo" .....	240

iv) La valoración del capital convertido .....	242
b) Tipo de cambio preferencial múltiple: un subsidio implícito para el inversionista extranjero .....	245
c) El flujo de inversión extranjera en efectivo .....	247
d) Otros efectos .....	250
3. Algunas conclusiones para las naciones deudoras .....	252

#### CUARTA PARTE

### LOS DESAFÍOS DE LA DEMOCRACIA

#### CAPÍTULO VIII

DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO Y POBREZA .....	257
1. Tendencias de la distribución del ingreso y la pobreza .....	259
a) El récord histórico hasta 1973 .....	262
b) Avances y retrocesos durante el régimen de Pinochet, 1973-89 .....	263
c) Distribución del ingreso y pobreza en el retorno a la de- mocracia, 1990-2000 .....	268
2. Factores que determinan la pobreza y la concentración .....	277
a) El papel de las reformas .....	277
b) Factores cruciales .....	282
c) Estabilidad, inversión y distribución .....	284
d) La innovación tecnológica .....	287
3. Reflexiones finales .....	289

#### CAPÍTULO IX

LA REGULACIÓN DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL Y EL ENCAJE .....	293
1. Entradas recientes de capital: magnitudes y composición .....	297
2. La respuesta de política y sus efectos .....	304
a) Políticas para regular las entradas de capitales .....	305
b) Política cambiaria .....	311
c) El fortalecimiento de la supervisión bancaria .....	315
d) Eficacia de las medidas macroestabilizadoras .....	317
3. Ahorro, inversión y crecimiento .....	322
4. Algunas lecciones de la experiencia chilena .....	324
REFERENCIAS .....	329



## PRESENTACIÓN

El análisis de la historia política, económica y social de Chile en los tres últimos decenios, ha despertado un profundo interés entre académicos nacionales y extranjeros. Los graves acontecimientos políticos en este período, así como las significativas transformaciones estructurales de la economía chilena, impulsadas por un conjunto de reformas radicales, tanto en términos de su contenido como de su aplicación, y sus controvertidos resultados han sido motivo de innumerables estudios, válidos pero parciales. El de Ffrench-Davis posee la virtud de tener la mirada del especialista, profundo conocedor, con una óptica amplia y coherente.

El profesor Ricardo Ffrench-Davis ha tenido, en el plano nacional, un destacado papel en el análisis y formulación de políticas económicas; sus trabajos sobresalen por su rigor, profundidad, conocimiento y amplia visión de las diversas dimensiones que conlleva la conducción económica. Su presencia se constata desde su participación decisiva en el inicio de la política cambiaria de minidevaluaciones en 1965 al establecimiento del encaje a los flujos financieros externos en 1991.

Este libro recopila artículos sobre la economía chilena que fueron publicados anteriormente por el autor en diversos números de la Revista Colección Estudios de CIEPLAN, revistas internacionales especializadas y libros en los que se abordan los problemas del desarrollo de América Latina, y de Chile en particular. Incluye también un artículo inédito sobre distribución y pobreza en estos 30 años y varias secciones sobre los noventa. Los textos reunidos en este libro entregan una visión de conjunto de los principales rasgos de las políticas económicas adopta-

das en diversas áreas, en un período caracterizado por importantes transformaciones económicas, no sólo en Chile, sino en el mundo entero. Se recoge una perspectiva completa e integrada, crítica y constructiva, de las políticas económicas adoptadas durante y después del régimen militar.

Estos trabajos identifican los objetivos perseguidos, las principales orientaciones teóricas e ideológicas de sus impulsores, el marco político en que tuvieron lugar, y sus consecuencias de corto y largo plazo, en el desarrollo de Chile y para los principales actores nacionales.

El libro consta de cuatro partes: en la primera se da una mirada global al desarrollo económico de Chile desde la segunda posguerra hasta el gobierno militar y el retorno a la democracia. En la segunda se analizan las políticas neoliberales adoptadas en la década del setenta hasta la crisis de 1982, y sus consecuencias en términos de crecimiento, inversión, y equidad. La tercera parte aborda la crisis de los años ochenta y los principales problemas relacionados con la deuda externa, variable dominante del escenario de ese decenio. Finalmente, en la cuarta parte se analizan la herencia del régimen militar y los desafíos económicos y sociales que enfrentaba la nueva democracia chilena en 1990. En particular, se abordan dos graves problemas vigentes: la fuerte vulnerabilidad frente a shocks externos y la profunda desigualdad social.

Los textos recopilados han sido editados de manera de facilitar una lectura continua pero al mismo tiempo independiente de cada capítulo.

Dolmen Ediciones

## PREFACIO

En este libro hemos querido recopilar nuestra visión sobre acontecimientos centrales de la economía chilena desde los años setenta.

De un conjunto de unos 40 artículos que preseleccionamos, al final nos hemos quedado con nueve de ellos. A veces los hemos complementado con secciones de textos excluidos. Hemos tratado de actualizar las series estadísticas y de agregar algunas referencias bibliográficas destacadas, aparecidas después del término original de nuestros artículos.

Hemos mantenido la tonalidad y énfasis originales. La honestidad intelectual lo exige. Además, felizmente, nos sentimos cómodos con ello hoy. Nuestro conocimiento se ha perfeccionado y profundizado, pero lo es con continuidad de enfoque y pensamos que las diversas piezas son recíprocamente consistentes. Siempre hemos tenido la preocupación de que el abordaje de cada tema y época combine pragmatismo con una sólida base analítica y con los objetivos de un Chile con más crecimiento y equidad. Hemos procurado mantener la distancia con las modas, los mitos y siempre lejos de los extremos.

La mayoría de los artículos fueron escritos durante mi permanencia en CIEPLAN, entre 1976 y 1990. Es sin duda la época más marcadora de mi vida profesional. En las notas iniciales de cada capítulo aparecen referencias a comentarios de mis compañeros de investigación; asimismo, se encontrarán los nombres de valiosos ayudantes de la época. Dos de los artículos fueron escritos durante mi estadía en CEPAL; uno de ellos (inédito en español) en coautoría con Manuel Agosin, una asociación tan fructífera para mí, y con significativos insumos de los activos talleres de análisis de CEPAL. La primera mitad de otro artículo, que abre el libro, se basa en un texto preparado con Oscar Muñoz

y es parte de nuestras varias incursiones conjuntas en la historia económica. La segunda mitad de ese capítulo y un capítulo nuevo, sobre distribución y pobreza desde los setenta, fueron escritos especialmente para este libro.

En esta segunda edición, hemos actualizado la información para cubrir los años 1999 y 2000. Incorporamos nueva información, muy valiosa sobre distribución del ingreso y antecedentes sobre la evolución social y económica más reciente. Hemos pulido, adicionalmente, el texto, eliminando algunas repeticiones innecesarias e introduciendo nuevas clarificaciones para facilitar la lectura.

Los ocho años de acción en el Banco Central se filtran a través de todos los capítulos. Agradezco el apoyo de colegas del Banco, con su aporte de estadísticas y colaboración en la interpretación de ellas.

En la selección de los artículos tuvimos la generosa y valiosísima colaboración de Sebastián Sáez a través de todas las etapas, desde su inicio hasta los pulimientos finales del texto. En la etapa de pulimiento —actualización y armonización de series estadísticas, chequeo de cifras puntuales, eliminación de duplicaciones, incorporación de secciones de otros de mis textos y mejoramiento de la redacción— conté con la muy eficiente colaboración de Heriberto Tapia. Lenka Arriagada preparó con gran eficiencia la presentación del manuscrito. Juan Carlos Sáez, años atrás, nos dio el impulso para iniciar esta tarea de recopilación. Finalmente, deseo agradecer a CIEPLAN el valioso apoyo para esta publicación.

A todos los mencionados y a los muchos injustamente omitidos, mis agradecimientos por lo que me han aportado. Por cierto, asumo la total responsabilidad respecto del contenido de esta colección y de cualquier error que pueda contener.

Ricardo Ffrench-Davis

Santiago, abril del 2001

## **PRIMERA PARTE**

### **UN RECUENTO DE MEDIO SIGLO**



## CAPÍTULO I

### DESARROLLO ECONÓMICO CHILENO DESDE LOS CINCUENTA\*

A través de su historia independiente, Chile fue uno de los países de América Latina que se destacó por su mayor estabilidad política y su avanzada democracia. A pesar de los efectos desestabilizadores de los shocks externos, de los cuales ha sufrido muchos, Chile fue capaz de modernizar sus instituciones, inducir un proceso de movilidad social y difundir el progreso económico.

Hacia 1970, exhibía una de las distribuciones del ingreso menos regresivas de la región; se había desarrollado un amplio segmento de clase media, aunque concentrado en las áreas urbanas. Durante los años sesenta, la distribución mejoró en general, extendiéndose también al sector rural. Sin embargo, los avances sociales y el desarrollo político expandieron las expectativas de mejoramiento de los sectores de ingresos bajos y medios a un ritmo muy superior al del mejoramiento efectivo del bienestar económico.

Se volvió a repetir, una vez más, esa relación traumática entre desarrollo político y desarrollo económico, que destacados estudiosos de la historia económica chilena han señalado en varias ocasiones (Encina, 1911; Pinto, 1973; Moulián, 1982). Un temprano desarrollo político estimuló las expectativas de cambio y

---

\* La sección 1, hasta 1989, está basada en una versión abreviada de "Desarrollo económico, inestabilidad y desequilibrios políticos en Chile: 1950-89" (coautor Oscar Muñoz), publicada en *Colección Estudios CIEPLAN* 28, junio de 1990, y en Simón Teitel (compilador), *Hacia una nueva estrategia de desarrollo para América Latina*, Banco Interamericano de Desarrollo, 1995. El texto ha sido revisado y actualizado al año 2000. Agradecemos los comentarios de Sergio Bitar, Manuel Marfán, Patricio Meller, Dagmar Raczynski, Joseph Ramos, John Sheahan, Simón Teitel, Joaquín Vial e Ignacio Walker y la colaboración de Andrea Repetto.

modernización. Pero, las estrategias económico-sociales carecieron de la coherencia y eficacia necesarias para conciliar el desarrollo del aparato productivo con la velocidad y la dirección que requerían los cambios políticos.

En este capítulo hacemos un breve recuento de los rasgos más sobresalientes de la economía chilena a partir de la gran recesión de los treinta, avanzando velozmente hasta situarnos en el período en que se focaliza este libro que es en el régimen de Pinochet y en los gobiernos democráticos de los Presidentes Aylwin y Frei Ruiz-Tagle, e inicios del de Ricardo Lagos.

## 1. LAS ESTRATEGIAS ECONÓMICAS EN RETROSPECTIVA

La Primera Guerra Mundial encontró a Chile en una situación de gran holgura económica, la que se manifestó en un progreso material a la vez que en una fuerte diversificación del consumo de las élites económicas. En parte, ello se debió al estímulo creado por el sector exportador y a sus efectos de eslabonamientos (ver Muñoz, 1986). Pero también contribuyó una conciencia política temprana, de que el Estado debía asumir responsabilidades en la promoción del progreso económico, no obstante los apasionados debates al respecto.

Al momento de ocurrir la Gran Depresión, la economía chilena era una de las más desarrolladas de la región, tanto en términos de su ingreso per cápita como de la transformación productiva y social que estaba experimentando. Es sabido que la Gran Depresión afectó duramente a la economía chilena, que fue una de las más golpeadas en el mundo. La depresión de los términos de intercambio se prolongó por décadas (hasta los años sesenta). El derrumbe del sector exportador fue estrepitoso y sus efectos han sido ampliamente documentados (ver, en particular, Marfán, 1984). Posteriormente, la economía chilena logró una recuperación significativa y, hasta comienzos de los años cincuenta, un ritmo sostenido de crecimiento industrial que permitió paliar las restricciones impuestas por el quiebre del comercio exterior. En gran medida ello fue el resultado de políti-



cas económicas que reaccionaron activamente frente a la crisis, impulsando nuevas estrategias de industrialización (Muñoz, 1986).

La emergencia creada por la Gran Depresión obligó al Estado a asumir un conjunto de tareas paliativas. Un gobierno conservador, como fue la segunda administración del Presidente Alessandri Palma (1932-38), emprendió la aplicación de una serie de políticas fiscales compensatorias de los efectos recesivos y un control muy discrecional del comercio exterior. Se intensificó una acción intervencionista del Estado que ya se venía insinuando desde la década anterior. Ello culminó con la elección del gobierno del Frente Popular en 1938, el cual consagró más definitivamente el papel rector del Estado en la conducción del desarrollo económico y de la industrialización.

Se hizo evidente que ante la crisis del comercio exterior de los treinta, la necesidad de sustituir importaciones de manufacturas requería un enorme esfuerzo y la movilización de recursos internos y externos. Se requería financiamiento, nuevas instalaciones industriales, especialmente en sectores básicos y de infraestructura, como la energía eléctrica, combustibles, bienes intermedios y de capital; y capacidades empresariales y técnicas, que también eran escasas. La Segunda Guerra Mundial contribuyó a intensificar la escasez a consecuencia de la interrupción de los circuitos comerciales y financieros internacionales.

No debe extrañar, entonces, el alto nivel de consenso político que se logró para que el Estado ampliara su esfera de responsabilidades al fomento de la producción y de la actividad empresarial, a través de la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO), creada en 1939. Es cierto que el sector privado tuvo reservas y aprensiones con respecto al grado de autonomía que la legislación le dio a la CORFO para crear empresas públicas (ver Muñoz y Arriagada, 1977), pero en la práctica se logró una convivencia bastante armónica entre el Estado empresario y el sector privado. Se activó el desarrollo industrial, que alcanzó ritmos importantes durante los años cuarenta, se redujo

el desempleo masivo del decenio precedente y se dio un salto adelante en la organización institucional y tecnológica. La propia CORFO inició actividades de investigación tecnológica y prospección de recursos naturales.

Pero, durante los años cincuenta, el modelo de desarrollo comenzó a experimentar nuevos problemas. Muchas de las deficiencias del proceso de industrialización utilizado se dejaron sentir, en particular el estancamiento de la agricultura. Por otra parte, el énfasis desmesurado en la sustitución de importaciones desestimuló el desarrollo de nuevas exportaciones, limitándose así, severamente, los grados de libertad del comercio exterior y el manejo de la balanza de pagos. Las orientaciones populistas de algunos períodos intensificaron esos desequilibrios. La inestabilidad de los precios de las exportaciones tradicionales se transmitió a la economía interna a través de los shocks recurrentes de balanza de pagos. Las presiones inflacionarias se intensificaron, movilizand o a las organizaciones sindicales y a los movimientos sociales ante el deterioro de su nivel de vida.

#### **a) Expansión populista y estabilización ortodoxa, 1952-58<sup>1</sup>**

El signo de alerta sobre la gravedad de los males que aquejaban a la economía chilena la dio la aceleración inflacionaria de 1952-55, en que el aumento anual de los precios al consumidor pasó de 12% a 86%. Fue el detonante para inducir a los responsables de las políticas a buscar nuevas estrategias económicas. Este episodio de aceleración inflacionaria se inició con un moderado excedente de capacidad instalada, asociada a políticas restrictivas utilizadas en años anteriores y cierta restricción externa. En 1952 y 1953 se aplicaron políticas internas expansivas, mejoras salariales y una apreciación cambiaria, acompañadas de un efecto positivo de los términos del intercambio (ETI) entre 1951 y 1953. Luego de dos años de expansión de la demanda agregada, a un ritmo que duplicó la creación de capacidad, ésta se copó; con ello se logró una mayor tasa de uso de los recursos, pero en

---

1 Los siguientes tres períodos presidenciales, entre 1952 y 1970, se describen y analizan detalladamente en Ffrench-Davis (1973).

un contexto de desequilibrios de otros balances básicos en el sector externo y el fiscal. Las exportaciones disminuyeron por el aumento de la demanda interna y por el atraso cambiario, cuyo impacto fue reforzado por un ETI negativo en 1954.

Al poco tiempo de aplicado este esquema, el gobierno del Presidente Ibáñez, elegido con una amplia mayoría en septiembre de 1952, con apoyo de sectores independientes y de izquierda, perdió popularidad, enfrentó creciente inquietud social y culminó aplicando un programa ortodoxo de estabilización.

Se restringió severamente la oferta monetaria y el gasto fiscal, y se inició la reducción del complejo sistema de regulaciones y políticas discriminatorias que se había instaurado en los años de la gran crisis y de la Segunda Guerra Mundial. Pero los efectos recesivos que se generaron llevaron rápidamente al rechazo político de las propuestas.

#### **b) Un intento frustrado de modernización capitalista, 1958-64**

El gobierno del Presidente Jorge Alessandri asumió en forma más integral las reformas del sistema económico, aunque con un programa de estabilización más simple. Como genuino exponente de la dirigencia empresarial y depositario de una tradición política liberal-conservadora, consideró que el país necesitaba reformas sustantivas, tanto en su institucionalidad, para dotar al Poder Ejecutivo de mayor capacidad de acción, sobre todo en la reforma del Estado, como en sus políticas económicas, para constituir al sector empresarial privado en el motor del desarrollo, con el apoyo de una política fiscal activa. Para ello se requería ampliar la esfera de acción del mercado, de los precios y de la competencia, sobre todo externa. Pero en las condiciones de alta inflación que prevalecían, el Presidente Alessandri le atribuyó gran importancia al logro de la estabilización a corto plazo. Sólo con estabilidad pensaba que podría lograrse un clima de estímulo a la inversión privada de largo plazo; la estabilización debía buscarse mediante la eliminación del «financiamiento inflacionario» del déficit fiscal y con la fijación del tipo de cambio nominal. En consecuencia, se formuló un programa de estabiliza-

ción basado en un ancla cambiaria con el apoyo de abundantes créditos externos al gobierno. Estos créditos deberían financiar tanto el desequilibrio de balanza de pagos que surgiría en el período de transición como el déficit fiscal (Ffrench-Davis, 1973).

Este programa tuvo un éxito transitorio, ya que efectivamente se logró reducir sustancialmente la inflación en 1960-61, pero los desequilibrios de balanza de pagos fueron de tal magnitud, que las reservas internacionales se agotaron. Entonces, en medio de una crisis cambiaria, fue necesario devaluar en 1962; se incrementaron las restricciones a las importaciones, y la inflación recobró su virulencia. Con todo, la tasa de inversión se incrementó y el ritmo de crecimiento industrial se aceleró; en cambio, el aumento de las exportaciones fue insuficiente frente a una gran expansión de las importaciones, en un grado que, no obstante una mejora de los términos del intercambio entre 1959 y 1961, sobrepasó las posibilidades de financiación externa, en tanto que la agricultura permaneció estancada.

Mirada en perspectiva, la experiencia del gobierno del Presidente Alessandri aparece como un primer intento serio en la posguerra por modernizar la economía mixta y el régimen de Estado interventor. Se buscó limitar el papel directamente empresarial del Estado, para que el sector privado asumiera una participación mayor, pero no se propuso un enfoque pasivo del Estado, sino más bien un modelo clásico keynesiano, en el cual el Estado actúa principalmente a través de la política fiscal, estimulando la inversión privada mediante el gasto público y procurando crear un clima de confianza, estabilidad y de expectativas favorables a mediano plazo. Ello se complementó con una apertura moderada de las importaciones y diversos incentivos a las exportaciones.

El fracaso de los objetivos se puede explicar por la incomprensión de los mecanismos de estabilización de corto plazo y su interrelación con el mediano plazo. El programa de estabilización ignoró dos desfases que normalmente se producen. Por una parte, en la trayectoria de reducción de la inflación desde

tasas superiores a la internacional, el tipo de cambio real se aprecia durante el proceso. Por otra, en un proceso de liberalización comercial y cambiaria, se registra también un desfase entre el crecimiento acelerado de las importaciones y el más rezagado de las exportaciones, lo que también es estimulado por la apreciación cambiaria. La congelación cambiaria como instrumento de estabilización termina desvirtuándose a sí misma, como se demostró en esa oportunidad y se volvería a demostrar después en forma recurrente.

### **c) Estabilización gradual y reformas estructurales, 1964-70**

La estrategia del gobierno de la Democracia Cristiana con el Presidente Eduardo Frei Montalva, elegido en 1964, se basó en una triple plataforma de sustentación: un programa de estabilización multianclado y gradual, no recesivo; un programa de modernización industrial, reactivando el papel del Estado como generador de iniciativas de inversión, la introducción de nuevos sectores de punta (como las telecomunicaciones y la industria petroquímica), y el desarrollo de exportaciones no tradicionales; y un programa de reformas estructurales y sociales, que contemplaban, en lo sustantivo, la reforma agraria, el comienzo de la nacionalización de la Gran Minería del Cobre y el desarrollo de organizaciones sociales de base comunal y laboral, que estimularan la participación ciudadana en una efectiva democratización política.

El programa de estabilización heredó una inflación anual de 50% a octubre de 1964. El programa se basó en un conjunto de instrumentos de política económica, adicionales a los monetarios y cambiarios utilizados anteriormente de manera predominante.

En 1964 la capacidad productiva estaba subutilizada y las remuneraciones atrasadas, lo que posibilitaba conciliar un aumento de producción, incremento de remuneraciones y reducción de la inflación, todo dentro de rangos calculados por parte del gobierno (Ffrench-Davis, 1973). Ello fue facilitado por una

mejora significativa de los términos del intercambio en 1965-66. Sin embargo, se desencadenó una dinámica económica y social que opuso serios obstáculos a este programa.

En lo económico, los mayores gastos fiscales de 1965 se financiaron con los ingresos generados por una significativa reforma tributaria, que aumentó la recaudación y elevó la eficiencia del sistema de impuestos. Pero el gasto continuó creciendo en 1966 más allá de lo previsto, en particular en obras públicas y vivienda. En segundo lugar, la capacidad productiva excedente, luego de fuertes aumentos del PIB en 1965-66, empezó a agotarse, en tanto que la inversión se mantenía en niveles moderados. En tercer lugar, las remuneraciones reales de los sectores organizados subieron también mucho más que lo programado. Esto repercutió negativamente en el gasto fiscal, las expectativas de inflación y las presiones de costos. Los movimientos huelguísticos se extendieron y se deterioraron las relaciones entre el gobierno y las organizaciones laborales (salvo en la agricultura).

La reducción de la inflación lograda en 1965-67 empezó a retroceder en los años siguientes. Las remuneraciones nominales de los sectores organizados continuaron liderando aumentos superiores a los compatibles con el resto del desempeño económico. La política fiscal, luego de un mini-shock centrado en la reducción de la inversión pública en 1967, se mantuvo reprimida en los años posteriores, como medio de atenuar las presiones inflacionarias.

El resultado fue una elevación paulatina de la subutilización de la capacidad productiva desde 1967. Se produjeron así desviaciones entre las metas programadas y los resultados. Sin embargo, no se registraron desequilibrios traumáticos, como los de 1955, 1962, o décadas posteriores más recientes. Se logró mantener la regulación del sistema económico, acomodada al crecimiento excesivo de las remuneraciones, la variable que se pudo controlar menos; es interesante constatar que en este proceso la tasa de inversión, en vez de disminuir, se incrementó, situándose por sobre 20% en 1970.

La inflación se elevó a 36% en 1970, inferior al 50% inicial; el crecimiento de la capacidad productiva promedió 4,3% anual, y el PIB efectivo creció 4,0% (véase el cuadro I.1), con fuertes inversiones públicas o privadas impulsadas por el gobierno; las remuneraciones mejoraron ostensiblemente y las organizaciones sociales, tales como sindicatos y juntas de vecinos, se desarrollaron vigorosamente. El sector externo se racionalizó, y se avanzó significativamente en la superación de la tendencia a crisis recurrentes, mediante la introducción pionera, en 1965, de una política de tipo de cambio reptante (véase el cap. IV).<sup>2</sup>

**Cuadro I.1**  
**Comparación de variables macroeconómicas claves, 1959-2000<sup>a</sup>**

Variable	Durante el Gobierno de:						
	Alessandri 1959-64	Frei M. 1965-70	Allende 1971-73	Pinochet 1974-89	Aylwin 1990-93	Frei R-T. 1994-99	Lagos 2000
Crecimiento del PIB <sup>b</sup>	3,7	4,0	1,2	2,9	7,7	5,6	5,4
Crecimiento de las exportaciones <sup>c</sup>	6,2	2,3	-4,2	10,6	9,6	9,4	7,5
Tasa de inflación <sup>d</sup>	26,6	26,3	293,8	79,9	17,7	6,1	4,5
Tasa de desempleo	5,2	5,9	4,7	18,1 <sup>e</sup>	7,3	7,4 <sup>e</sup>	10,0 <sup>e</sup>
Salario real (1970=100)	62,2	84,2	89,7	81,9	99,8	123,4	134,4
Inversión bruta fija (% del PIB)							
En pesos de 1986	—	—	—	18,0	24,6	30,0	26,6
En pesos de 1977	20,7	19,3	15,9	15,6	19,9	24,1	22,3
Superávit gobierno general (% del PIB)	-4,7	-2,5	-11,5	0,3	1,7	1,2	0,1

Fuente: Banco Central de Chile y DIPRES; Jadresic (1986; 1990); Marcel y Meller (1986); Larraín (1991).

<sup>a</sup> Tasas acumulativas anuales de crecimiento del PIB y exportaciones; tasas anuales promedio en inflación y desempleo. <sup>b</sup> Hasta 1985, en pesos de 1977; para 1986-2000, en pesos de 1986. <sup>c</sup> Exportaciones de bienes y servicios en pesos de 1977 para 1959-85, y en pesos de 1986 para 1986-2000. <sup>d</sup> Diciembre a diciembre. <sup>e</sup> Incluye a trabajadores en programas de empleo; la cifra sin ellos es 13,3% en 1974-89, 7,3% en 1994-99 y 9,2% en 2000.

Un gran desequilibrio, creciente en los años, tuvo lugar en la dimensión sociopolítica. El sello mundial de los sesenta llegó intensificado a Chile. El antagonismo en la vida política nacio-

- 2 El buen desempeño del mercado del cobre y su nacionalización parcial contribuyeron sin duda. En 1968 y 1969 se registró una mejora del ETI equivalente a 6% del PIB y luego un empeoramiento de 3% en 1970. Una fracción significativa del saldo neto positivo fue captada y ahorrada por el gobierno, que la guardó en sus reservas internacionales en el Banco Central para que Chile pudiera enfrentar futuros descensos del precio del cobre. Fue la primera aproximación a la aplicación de un fondo de estabilización del cobre.

nal, impidió la formación de un gobierno de mayor base política, así como la incorporación de las organizaciones sociales en la tarea de transformación político-económica a que aspiraba el gobierno. En definitiva, ello reveló una insuficiencia de la institucionalidad y organización política, y un contraste con las expectativas que se habían generado.

Examinado a la distancia, sin una alianza política amplia y sólida, las probabilidades de un éxito mayor de esta estrategia progresista eran bajas. Una gran mayoría favorable a los cambios no logró articularse por celos hegemónicos y diferencias respecto del carácter e intensidad de los cambios.

Sin embargo, a pesar de haber terminado también en un fracaso relativo, al no haberse podido proyectar políticamente y no haberse cumplido todas las metas, en balance, la estrategia tuvo más bien éxito en relación con la magnitud del desafío. El gobierno de Frei fue acertado en su diagnóstico y en la puesta en marcha del programa de cambios. No se logró dinamizar la tasa de crecimiento de la capacidad productiva, situándose en el mencionado 4,3% anual, pero se aminoró el ritmo inflacionario y se indujo una redistribución del ingreso significativa: la participación relativa de los ingresos del trabajo en el ingreso geográfico aumentó de 45% en 1964 a 52% en 1970. Se efectuó una significativa reforma del sistema tributario y se logró el control del 51% de la gran minería del cobre, captándose así una fracción apreciable de su renta económica. Los sectores rural e industrial fueron modernizados gracias a la puesta en marcha de reformas estructurales, tales como la reforma agraria. Se diversificaron las exportaciones, con un sistemático aumento de los rubros no mineros, y se fortaleció la integración regional latinoamericana, lo que, a su vez, contribuyó al proceso de diversificación comercial. Se modernizó el aparato estatal, dotándolo de recursos humanos más calificados y de una institucionalidad más ágil, al mismo tiempo que se tecnificó el sistema de formulación de la política económica, reconociéndose el papel de los precios y de los equilibrios macroeconómicos básicos, se inició y mantuvo firmemente una política cambiaria real estable (véa-



se el cap. IV) y se avanzó en la racionalización del régimen de importaciones y de promoción de exportaciones (Ffrench-Davis, 1973).

**d) Profundización de las reformas y desequilibrios  
macroeconómicos, 1970-73**

El gobierno de la Unidad Popular priorizó la intensificación de los cambios de estructura, en particular en lo referente a la propiedad, sin tomar en consideración los equilibrios macroeconómicos. El proceso lo realizó careciendo de una base social y política mayoritaria. En la concepción de los responsables de la política económica, la política de corto plazo debía ser funcional a la formación de una suficiente mayoría electoral como para recomponer el equilibrio político en favor de la intensificación de los cambios estructurales. Se aplicó así una política macroeconómica fuertemente "populista".

El inicio del gobierno del Presidente Allende contó, a fines de 1970, con un exceso de capacidad instalada (ver gráfico I.1) y reservas internacionales altas, lo que permitió aplicar una política expansiva, con las remuneraciones y el gasto público creciendo aceleradamente. Hubo una respuesta positiva de la actividad económica, con un aumento de 8% del PIB, sin presiones inflacionarias manifiestas en 1971, lo que fortaleció la confianza del Ejecutivo en su estrategia. Sin embargo, la expansión se efectuó con pérdidas de ingresos fiscales por atraso en las tarifas de servicios públicos, apreciación cambiaria, debilitamiento de la inversión pública y privada, y gran expansión monetaria. Mientras tanto, entre otros cambios estructurales, se había completado la nacionalización de la gran minería del cobre y estatizado el sistema bancario y muchas otras empresas. Adicionalmente, proliferaban las tomas arbitrarias de empresas y tierras por parte de grupos de trabajadores o políticos.

El incremento de la demanda agregada resultó entonces incompatible con el ritmo de creación de nueva capacidad productiva, en tanto que los equilibrios macroeconómicos del sector externo, fiscal y monetario se deterioraron aceleradamente.

Este deterioro fue reforzado por el empeoramiento continuo de los términos de intercambio entre 1970 y 1972.

La producción efectiva descendió 4,1% durante 1972-73, a consecuencia de los desequilibrios sectoriales y cuellos de botella resultantes de la brecha externa, innumerables huelgas, la distorsión de los precios relativos oficiales y del creciente mercado negro, y una aceleración inflacionaria (Bitar, 1979). La inversión decreció, aun cuando fue suficiente para sustentar un incremento leve de la capacidad productiva (ver gráfico I.1). En otros términos, las bajas de producción registradas en 1972 y los meses transcurridos de 1973 hasta el golpe de septiembre, no reflejaban una destrucción neta de capacidad, sino principalmente una coyuntura con enormes desequilibrios y una subutilización creciente. El aumento de producción registrado en los meses siguientes al golpe comprueba este aserto.

En definitiva, esta política económica trajo efectos políticos negativos para el gobierno en la fase de contracción económica con inflación creciente. Se sobrestimó mucho la capacidad productiva ociosa inicial y la capacidad del Estado para regular y controlar administrativamente los desajustes, tanto de precios como de balanza de pagos. Los desequilibrios macroeconómicos se expresaron con toda virulencia en el segundo año del gobierno y de ahí en adelante la lucha por el poder concentró todos los esfuerzos y energías de gobernantes y gobernados. Así, los desequilibrios económicos, la baja gobernabilidad y la creciente incapacidad de lograr acuerdos políticos llevó a que finalmente se impusieran grupos golpistas opositores.

#### **e) La estrategia neoliberal, 1973-90**

Las preocupaciones iniciales del gobierno dictatorial de Pinochet se encaminaron a controlar los desequilibrios macroeconómicos y en particular la hiperinflación heredada;<sup>3</sup> luego, la argumentación se trasladó al terreno de las ineficiencias del sistema econó-

---

3 El año 1973 mostró una inflación anual de 600%, en tanto que la tasa anualizada alcanzó a 700% en los cuatro últimos meses del gobierno de la UP.

mico imperante, de acuerdo al discurso neoliberal que en los años siguientes se popularizó internacionalmente. A medida que un grupo ultra-neoliberal ampliaba su poder, hasta hegemonizar la conducción de la política pública, se fue extremando la gama y profundidad de los cambios estructurales (véase el cap. II).

Las principales reformas fueron: eliminación de los controles de precios; apertura indiscriminada de las importaciones; liberalización del mercado financiero, tanto en términos del acceso de nuevas instituciones como de las tasas de interés y de la asignación del crédito, seguida a fines de la década de una amplia liberalización de los flujos internacionales de capitales; reducción del tamaño del sector público y restricciones del accionar de empresas del sector; devolución a sus antiguos propietarios de empresas y tierras expropiadas; privatización de empresas públicas tradicionales; supresión de la mayoría de los derechos sindicales existentes al inicio del régimen; y una reforma tributaria que junto con eliminar algunas distorsiones (por ejemplo, los efectos en cascada de los impuestos a las ventas, al reemplazarlos por el impuesto al valor agregado), redujo fuertemente la participación de los tributos directos y de mayor progresividad.

El papel tradicional del Estado como empresario, promotor de la inversión y la industrialización, debía reducirse en el más breve plazo posible para que estos procesos resultaran exclusivamente de las decisiones tomadas por los agentes privados en mercados liberalizados y abiertos al exterior.

La aplicación de esta estrategia se vio perturbada por dos factores fuertemente gravitantes en la economía chilena durante la mayor parte de la década de los 70: una inflación altísima, que una política de estabilización monetarista tuvo grandes dificultades para controlar; y el primer shock del precio del petróleo, que junto con el fuerte deterioro del precio del cobre en 1975 generó condiciones muy adversas en la balanza de pagos.

En los primeros doce meses que siguieron al golpe militar, la tasa de uso de los recursos se había recuperado. La disciplina laboral impuesta mediante la represión sindical, la puesta al día

de precios y tarifas atrasadas, la devaluación cambiaria, un fuerte aumento de la inversión pública y un elevado precio del cobre removieron cuellos de botella que obstaculizaban el mayor uso del PIB potencial. Un alza del precio del cobre en 1973-74 compensó con creces el aumento del gasto en importaciones de petróleo, con un mejoramiento de los términos del intercambio equivalente a 5% del PIB en 1974 respecto de 1972.

Estas condiciones permitieron una disminución de la inflación a 370% en 1974. Sin embargo, el precio del cobre descendió fuertemente durante el segundo semestre de 1974, en tanto que el shock petrolero subsistió, con un efecto negativo equivalente a 6,4% del PIB en 1975 respecto de 1972.<sup>4</sup> Este fuerte impacto, unido a la persistencia de la inflación, llevaron al gobierno a iniciar un ajuste intenso, basado en la reducción de la demanda agregada liderada por contracción fiscal y monetaria, y una devaluación cambiaria significativa.

A poco andar, la actividad económica empezó a disminuir, con un brusco descenso de las importaciones y un aumento de las exportaciones no tradicionales. Una vez más quedó en evidencia la intensa y rápida respuesta del saldo comercial a grandes shocks de la demanda agregada. Lo novedoso para Chile fue la fuerza del aumento del volumen de exportaciones (cuadro I.2). Ello fue resultado de cuatro efectos: una devaluación real muy intensa, capacidad instalada exportadora generada en años precedentes, remoción de cuellos de botella en el sector y una gran reducción de la demanda interna (véase French-Davis, 1979b). La inflación, en cambio, no respondió con igual presteza. La indexación existente y expectativas inerciales implicaron que la restricción de la demanda agregada impactó principalmente sobre el nivel de actividad. Por tres años, la tasa de inflación se mantuvo cerca del 300%, reduciéndose sólo después de mediados de 1976 cuando, además del control monetario, el gobierno recurrió a otros mecanismos de estabilización (Foxley, 1982;

---

4 Es la diferencia entre el deterioro del efecto de los términos del intercambio en 1975 y las mejoras en 1973 y 1974. Nótese que el alza del precio del cobre se inició en el tercer trimestre de 1973.

Ramos, 1978). Uno de los mecanismos fue muy peculiar, pues consistió en una desindexación implícita vía la manipulación del Índice de Precios al Consumidor, el que se subestimó mes tras mes entre 1976 y 1978 (ver Cortázar y Marshall, 1980); otro mecanismo consistió en revaluaciones cambiarias publicitadas profusamente (véase el cap. IV).

**Cuadro I.2**  
**Evolución y composición de las exportaciones, 1960-2000**

	Porcentaje del PIB	Crecimiento porcentual	Composición	
			Cobre	No cobre
1960-70	12,0	3,6 <sup>a</sup>	69,5	30,5
1971-73	10,0	-4,2	74,4	25,6
1974-81	20,7	13,6	53,8	46,2
1982-89	28,3	7,8	45,8	54,2
1990-2000	37,2	9,3	39,2	60,8
1960-2000	23,5	7,3 <sup>b</sup>	54,1	45,9

Fuente: Banco Central. Participación de las exportaciones de bienes y servicios en el PIB y crecimiento anual, según Cuentas Nacionales en pesos constantes de 1986. La composición se calculó sobre la base de datos de bienes en dólares corrientes.

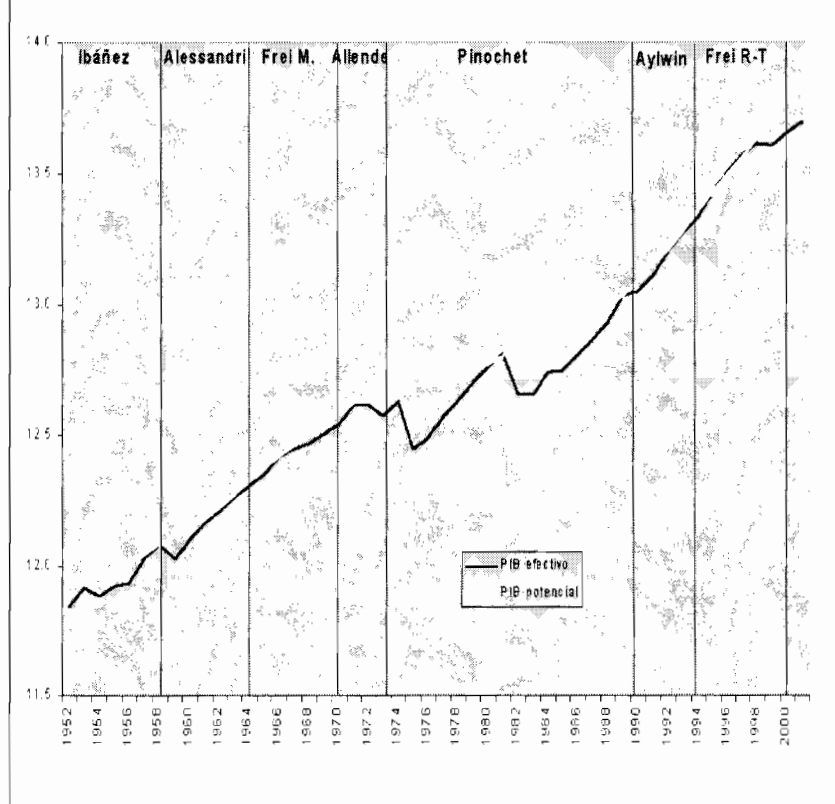
<sup>a</sup> Corresponde a 1961-70. <sup>b</sup> Corresponde a 1961-2000.

La caída brusca del PIB en 1975 primero, de 17%, y luego la gradualidad de la recuperación, implicaron una elevada subutilización promedio del PIB potencial entre 1975 y 1979 (véase el gráfico I.1).<sup>5</sup> El predominio de políticas contractivas de la demanda agregada por sobre políticas reasignadoras del gasto y de la producción, explica la significativa subutilización de la capacidad productiva. Su contrapartida fue un elevado desempleo, salarios deprimidos, numerosas quiebras, y el desaliento de la formación de capital. Sin embargo, al ser muy profunda la recesión inicial, Chile estuvo en condiciones de sostener una recuperación por varios años, con tasas significativas de aumen-

5 De hecho, en 1975-79 las políticas reasignadoras, salvo el manejo cambiario en 1975, operaron en la dirección opuesta a lo requerido para elevar la tasa de utilización de recursos y, por lo tanto, la productividad efectiva. Véase el cap. II.

to del PIB efectivo, a pesar de que el PIB potencial se elevaba lentamente. Con la recuperación notoria se generó una imagen de éxito económico y financiero con la cual se enfrentó el plebiscito de 1980 que institucionalizó el régimen autoritario. Algo similar ocurrió en los años ochenta, con el ciclo que se inició con la crisis de 1982-83, para ser seguida de una recuperación y terminar el período en plena expansión económica, copando recién en 1989 la capacidad productiva potencial.

**Gráfico I.1**  
**PIB efectivo y potencial, 1952-2001**  
(escala logarítmica)



Fuente: Cálculos del autor.

En 1979 se pasó a una nueva etapa de automatismo macroeconómico, cuando el gobierno adoptó plenamente el enfoque monetario de la balanza de pagos. Había logrado un superávit fiscal y un régimen de libre importación, con un arancel uniforme de 10%. En ese marco congeló el tipo de cambio nominal. Con ello se esperaba anclar a la economía nacional al ritmo de inflación internacional, que aunque entonces era de dos dígitos, representaba sólo un tercio de la tasa interna de 36% anual. Esta política fue apoyada por un intenso endeudamiento externo, que cubrió con exceso, hasta 1981, una brecha externa en expansión (cap. V).

Se logró éxito en cuanto a frenar la inflación, pues a inicios de 1982 estaba situada al nivel internacional. Pero, una vez más en la historia económica de Chile, se desestimó la gravedad de otros desequilibrios gestados durante la estabilización del nivel de precios, descuidándose el equilibrio externo y la inversión en capital físico y humano. Desde 1979, el tipo de cambio real perdió un tercio de su poder adquisitivo, la deuda externa se duplicó, el auge exportador retrocedió en 1981-82 y el déficit en cuenta corriente se empinó a 21% del PIB de 1981.<sup>6</sup>

Detrás de estos desequilibrios estuvo un grave error de diagnóstico. El gobierno presumió que, dado que tenía un superávit fiscal y el endeudamiento externo se realizaba entre agentes privados, no era posible una crisis cambiaria. Por segunda vez, en una década, la economía chilena se vio afectada por una crisis recesiva de magnitud considerable, la mayor de toda América Latina: en 1982-83 el PIB cayó 14%.<sup>7</sup>

---

6 Cifra calculada con el tipo de cambio de 1976-78. Con el tipo atrasado de 1981, el déficit es 14,5% del PIB. Recuérdese que el valor del PIB en dólares corrientes fue de US\$ 15,4 miles de millones en 1978, US\$ 32,6 en 1981 y US\$ 19,8 en 1983. Dada la enorme volatilidad en esos años, para hacer comparaciones intertemporales y orientar decisiones de políticas anticíclicas, es aconsejable "normalizar" por el tipo de cambio.

7 Para 1974-85 en general usamos las series de cuentas nacionales publicadas por Marcel y Meller (1986). Según cifras del Banco Central la caída en 1982-83 fue de 15%.

Con la crisis, los sectores productivos, incluida la agricultura, la industria y la construcción enfrentaron quiebras masivas. Se generalizó el descontento político y las manifestaciones de oposición a una dictadura que había sido férrea, proliferaron, incluso entre quienes habían apoyado las reformas.

El poder del gobierno se debilitó, ante lo cual se vio obligado a rectificar su estrategia en varios sentidos. El clima de descontento y de protesta hizo posible la reconstitución de algunos movimientos sociales que habían estado muy desarticulados, especialmente el sindicalismo y los partidos políticos de centro e izquierda. En el ámbito económico, se hicieron varios ajustes que, entre otros, incluyeron sucesivas devaluaciones (cap. IV), la reintroducción de cierta protección arancelaria, regulación más estricta del sistema financiero, estatizaciones de la deuda privada, renegociación de los vencimientos de los créditos externos con los acreedores bancarios, y ayudas financieras masivas al sector privado (cap. VI).

El gobierno cedió ante presiones empresariales para que adoptase una estrategia más pragmática, que estuvo sesgada en favor de medidas notoriamente favorables a sectores de altos ingresos, incluidos subsidios voluminosos; en cambio, se mantuvo una posición dura frente a las organizaciones laborales y populares. Su consecuencia fue un deterioro adicional en la distribución del ingreso (cap. VIII).

A partir de 1986 se inició una recuperación fuerte y sostenida de la actividad y del PIB. En 1986-87, la recuperación se efectuó en un marco macroeconómico sostenible. En el bienio siguiente, la situación se modificó, acelerándose la expansión de la demanda y de la actividad económica, lo que culminó con un sobrecalentamiento de la economía en 1989, cuando se alcanzó una tasa de aumento del PIB de 10%. La desviación respecto a una expansión prevista del orden de 5% anual en 1988-89 estuvo asociada a un aumento de la demanda agregada, resultante de expansión monetaria, reducción de la tributación, rebaja arancelaria y cierto atraso del tipo de cambio que abarataron las importaciones. Este proceso se apoyó en un notable mejoramiento



de los términos del intercambio (precio del cobre) observado en 1988-89 y en la capacidad instalada disponible entonces.

La década de los ochenta llegó a su fin con una economía con una alta tasa de utilización de su capacidad productiva. Sin embargo, exhibía algunos desequilibrios sustanciales. Durante el bienio 1988-89, una serie de variables macroeconómicas mostraban tendencias inconsistentes a mediano plazo. La demanda agregada había crecido en el bienio velozmente, un 22%; el PIB había aumentado 18%. El volumen de las exportaciones aumentó vigorosamente en el bienio, pero las importaciones se expandieron aún más rápido. La brecha entre gasto y producción fue cubierta por el mejoramiento de los términos del intercambio, que alcanzó a 5% del PIB en 1989 con respecto a 1987. La producción, a su vez, pudo crecer tan fuertemente gracias a la existencia de capacidad ociosa. La capacidad productiva se expandió menos de 8% en el bienio, copándose entonces la capacidad instalada y registrándose un recalentamiento de la economía. Ello se expresó en una significativa aceleración de la inflación y en un deterioro del sector externo. La inflación anual llegó a 23%, a comienzos de 1990, con lo que duplicó la tasa de 1988.<sup>8</sup>

Las reformas aplicadas tuvieron importantes efectos sobre la estructura productiva. La liberalización comercial aplicada simultáneamente con la política de estabilización monetarista indujo una depresión que se manifestó en una caída de 26% de la producción industrial en 1975. A pesar de numerosas quiebras, el sector logró recuperarse sobre la base de un aumento en la productividad de las empresas que sobrevivieron y la expansión dinámica de las exportaciones. En promedio, entre 1969-70 y 1978, mientras la producción industrial creció sólo 0,2% al año, las exportaciones del sector lo hicieron en 15% (Vergara, 1980), con una gran heterogeneidad en el sector. Junto con ramas que exhibieron un notable dinamismo productivo y exportador, muchos no lograron sobrevivir (véase el cap. III).

---

8 Es la tasa de inflación en los 12 meses terminados en enero de 1990. La tasa anualizada del alza del IPC registrada entre agosto de 1989 y enero de 1990 se empinó a 31%.

La fuerte tasa de mortalidad empresarial no puede atribuirse necesariamente a ineficiencia amparada en la estrategia de desarrollo anterior. De hecho, después de 1973, la larga recesión, tasas de interés reales con una media de 38% anual y la liberalización acelerada de las importaciones con revaluaciones cambiarias fueron determinantes de esa mortalidad empresarial. La industria perdió participación en el PIB de manera notable. En cambio, las exportaciones fueron escalando posiciones, en particular las no tradicionales. Entre 1974 y 1980, las exportaciones no tradicionales, que comprenden las del sector industrial, elevaron su participación en el total de exportaciones desde 8% a 20%. Ello fue el resultado de que las exportaciones no tradicionales registraron un crecimiento promedio anual de 18% en ese lapso, cifra sin duda muy significativa.

En la fisonomía renovada del sector empresarial destaca en particular el surgimiento de nuevos grupos, más innovadores y competitivos. Es cierto que se dieron muchas de las condiciones clásicas para tal desarrollo, como la "corrección" de algunos precios (en especial, la depreciación cambiaria en los años ochenta, y la reducción de costos de insumos importables), la baja sustancial de salarios reales, la desregulación de los mercados, las garantías para la propiedad privada, la eliminación de la mayoría de los derechos sindicales, etc.

Debe tomarse nota, no obstante, que la "corrección de precios" fue muy contradictoria hasta 1982. En la ortodoxia neoliberal no se contemplaba que la liberalización del mercado de capitales llevara las tasas de interés reales a un promedio de 38% anual, o que la liberalización del comercio exterior fuera acompañada de una apreciación cambiaria sostenida, como ocurrió entre 1979 y 1982. Y tampoco se contemplaba que los estímulos al sector privado se toparan con una violenta restricción de la demanda agregada como la que se dio en 1975-76 y en 1982-83. Todo esto puede contribuir a explicar por qué la modernización estuvo asociada a un crecimiento económico bajo, de sólo 2,9% entre 1974 y 1989, y que la tasa de inversión promedio fuese notoriamente inferior a la de los años sesenta.

Al término del gobierno militar, como muchas otras veces en la historia de Chile, la política económica se dejó llevar por el impulso de mejoras transitorias del precio del cobre. Durante su último bienio, gozó de un notable nivel. Nadie serio puede negar que la historia de 1988-89 habría sido muy diferente con un mercado del cobre "normal" en esos años. Era evidente que luego los precios externos tenderían a deteriorarse, lo que empezó a observarse hacia mediados de 1989. Por lo tanto, el régimen de Pinochet, al final entregaba una economía con un gran impulso exportador y una fracción del sector productor modernizada; sin embargo, la modernización aún no alcanzaba a la mayoría de las empresas y la economía requería de urgentes ajustes, pues presentaba notorios desequilibrios macroeconómicos.

En lo distributivo predominaba una situación de desigualdades sociales mucho más intensa que la que había dos décadas atrás (véase el cap. VIII); por ejemplo, en 1989, los salarios promedio y mínimos eran aún menores que en 1970. En el plano político los movimientos sociales y partidos democráticos pudieron conquistar el retorno a la democracia, aun dentro de las reglas del juego que había impuesto unilateralmente la dictadura. Luego del triunfo de la oposición en un plebiscito en octubre de 1988 y en una elección presidencial en diciembre de 1989, un presidente democrático, Patricio Aylwin, asumió el poder en marzo de 1990.

#### **f) Democracia, reformas a las reformas y desarrollo, 1990-2000**

La década de los noventa estuvo marcada por las administraciones de la Concertación de Partidos por la Democracia, que asumieron la conducción del país en 1990 con los sucesivos gobiernos de Patricio Aylwin (1990-93) y Eduardo Frei R-T (1994-99). Ambos dieron forma a uno de los períodos de mayor prosperidad de la historia económica de Chile, con una tasa de crecimiento promedio anual de 7% que se sostuvo entre 1989 y 1998, marcando un claro quiebre en la tendencia histórica de expansión del PIB (véase el gráfico I.1), asociado a una alta for-

mación de capital, y un ambiente de estabilidad generalizado hasta 1998.<sup>9</sup>

Al asumir Patricio Aylwin, su administración concentró sus esfuerzos en estabilizar la economía después del «boom» electoral de 1988-89 del régimen de Pinochet; y en lograr imprimir un crecimiento más vigoroso, estable y sostenible del PIB. Ello requería, entre otros esfuerzos, incrementar la tasa de inversión, aplicar un manejo macroeconómico que lograra equilibrios sostenibles y reducir la vulnerabilidad ante shocks externos, y dar respuesta a las demandas sociales más urgentes, permitiendo así que un mayor sector de la población se beneficiara del proceso de modernización económica. Con ello, se procuraba conciliar equilibrios macrosociales y macroeconómicos, e instaurar una política económica que resultase legítima en el nuevo marco democrático.

Los gobiernos de la Concertación decidieron evitar los cambios radicales en las políticas económicas vigentes y buscaron «un cambio en continuidad», rompiendo así con la tradición de varios gobiernos precedentes, caracterizada por su naturaleza refundacional. Para lograr este objetivo, el gobierno del Presidente Aylwin se esforzó en obtener el apoyo de los sindicatos e incorporar a los trabajadores en el proceso de toma de decisiones macrosociales. Este fue dirigido a beneficiar a aquellos grupos más perjudicados por los efectos del largo período de ajuste en los años ochenta.

En esta tarea, se enfrentó el conflicto potencial entre estabilidad macroeconómica y la necesidad de mayores recursos para ser destinados a los grupos de menores ingresos. El nuevo gobierno respondió rápidamente al desafío, con la presentación al parlamento de un proyecto de reforma tributaria, para incrementar los ingresos fiscales, y se modificó la composición del gasto público, aumentando la participación del gasto social.

---

<sup>9</sup> Colecciones de estudios con perspectivas diversas se encuentran en Pizarro, Raczynski y Vial (1995), Cortázar y Vial (1998) y Larraín y Vergara (2000).

Asimismo, el gobierno envió en 1990 al congreso un proyecto de reforma laboral, que buscaba, entre otros objetivos, equilibrar los poderes de negociación del empleador y de los trabajadores, procurando darle mayor legitimidad a la legislación laboral. Para la aprobación de ambas leyes hubo un acuerdo entre el gobierno, las organizaciones laborales y empresariales y la mayoría de los partidos políticos (Cortázar, 1995). Sin embargo, éstas y otras reformas acordadas en el Parlamento fueron siempre de menor alcance que las propuestas originales del gobierno. Un factor determinante fue la presencia de “senadores designados”, de acuerdo con la Constitución diseñada por Pinochet, que compensó con creces la mayoría conseguida por los candidatos de la Concertación en las sucesivas elecciones parlamentarias.

En 1990, se logró también un acuerdo nacional tripartito, entre el gobierno, los representantes de los trabajadores sindicalizados y de los empresarios, que permitió un aumento del salario mínimo real de 28% entre 1989 y 1993. En abril de 1991 se acordó que, después de esta fase de recuperación, los aumentos reales futuros del salario mínimo, debían relacionarse con las ganancias en productividad laboral, y que se debería utilizar como criterio para su reajuste nominal la inflación futura esperada en vez de la pasada.<sup>10</sup>

En medio de este clima constructivo se realizaron importantes avances en la distribución del ingreso y en la lucha contra la pobreza en los primeros años de los noventa. Desde 1993 en adelante aparece una cierta congelación de los logros en equidad; sin embargo, la pobreza continuó en descenso, alcanzando al 22% de la población en 1998, reduciéndose a la mitad del 45% de 1987 (véase el cap. VIII).

Cabe destacar que este mayor esfuerzo se consiguió en paralelo con una gran responsabilidad fiscal. Los ingresos del Estado aumentaron significativamente (3% del PIB) como resul-

---

10 No obstante, en 1998, se acordó un fuerte reajuste real trianual. El salario mínimo cubría aproximadamente 12% de la fuerza laboral en los noventa.

tado de la reforma tributaria de 1990,<sup>11</sup> de una fuerte expansión de la actividad económica y de las importaciones, de un precio del cobre alto y mayor que lo esperado (captado por Chile gracias a la propiedad nacional de la Corporación del Cobre, CODELCO), y de una reducción en la evasión tributaria. Esto permitió al gobierno aumentar el gasto público social y, a la vez, elevar el ahorro del gobierno central de 2% en los ochenta a alrededor de 4,5% del PIB en los noventa (cuadro I.3).<sup>12</sup> Este mayor ahorro no sólo financió la inversión pública, sino que generó un superávit promedio de 1,4% del PIB en 1990-99.

Un nuevo acuerdo político en 1993 permitió que varias de las modificaciones previamente transitorias, fueran aprobadas por un período más prolongado. La evidencia posterior rechaza la predicción de algunos críticos a la reforma, quienes argumentaban que ésta tendría un impacto negativo sobre la inversión productiva privada. Después de una caída en 1991 —atribuible al efecto rezagado del ajuste de 1990—, ésta volvió a incrementarse en 1992 y 1993, para alcanzar, en el quinquenio siguiente, niveles sin precedentes en las tres décadas anteriores (véase el cuadro I.1). Esta elevada inversión productiva fue la principal variable explicativa detrás del notable aumento de la tasa de crecimiento del PIB, desde una inferior a 3% en 1974-89 a otra de 6,4% en

11 La oposición argumentaba que el aumento en el impuesto al valor agregado (IVA), incluido en esta reforma, tendría un efecto regresivo pues las familias de menores ingresos consumen un porcentaje más alto de su ingreso. Sin embargo, una comparación coherente también debe considerar que los mayores recursos serían transferidos principalmente a estas familias a través del aumento del gasto social. El efecto neto resulta evidentemente progresivo.

12 Estas cifras son netas de la depreciación de bienes de capital de empresas públicas, que se incluye en el ahorro privado. Adicionalmente, el sector fiscal generó financiamiento para cubrir el déficit del sistema público de seguridad social. Bajo la reforma de seguridad social, el sector público continuó pagando las pensiones vigentes y se hizo cargo de financiar parte de las nuevas, mientras que los ingresos fueron traspasados al sistema privado. Las cifras no consideran el déficit cuasi-fiscal del Banco Central, que fue causado inicialmente por la intervención del gobierno para prevenir una quiebra masiva del sistema financiero nacional en 1983, y aumentado, luego, con las pérdidas operativas de la esterilización para atenuar la apreciación cambiaria en los noventa. Respecto de esta última, calificaciones significativas se exponen en French-Davis, Agosin y Uthoff (1995, pp.236-37).

los noventa. Los estudios empíricos demuestran que la inversión privada, dada su irreversibilidad, responde en forma muy positiva a los equilibrios macroeconómicos, siempre que se perciban como sostenibles, en dos aspectos claves. Uno es que la demanda efectiva sea consistente con la capacidad productiva que se vaya generando; el otro es que los macroprecios claves (la tasa de interés y el tipo de cambio) sean "correctos" (véase Agosin, 1998; Coeymans, 1999; Ffrench-Davis, 1999, cap. VI; y Solimano, 1990).

Dados los desequilibrios macroeconómicos gestados en el período 1988-89, en enero de 1990 se debió aplicar un ajuste, por la vía de un aumento de las tasas de interés, para controlar la expansión de la demanda agregada y el rebrote inflacionario. Pronto, este ajuste se vio complicado por el exceso de entrada de capitales que experimentó Chile, al igual que otras economías de la región, desde principios de los noventa (Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995). La brecha entre tasas internas e internacionales de interés había aumentado de forma significativa, lo que provocó una fuerte entrada de capitales especulativos de corto plazo, y una caída del tipo de cambio desde el techo al piso de su banda de fluctuación de 10%, en la segunda mitad de 1990. Aún más, el Banco Central se vio en la necesidad de comprar fuertes sumas de dólares para defender el piso de la banda.

La fuerte entrada de capitales, tanto de corto como de mediano plazo, amenazó con reducir, en gran medida, la capacidad de la autoridad para conducir su política monetaria de manera independiente a los acontecimientos externos, dado que se pretendía evitar fluctuaciones excesivas en el tipo de cambio real y la demanda agregada. La menor efectividad de la política monetaria es especialmente complicada cuando no se cuenta con una política fiscal contracíclica que contribuya a regular la demanda agregada.

Por otra parte, la autoridad económica enfrentó la necesidad de diferenciar entre las presiones revaluatorias permanentes, resultantes de las mejoras netas de productividad registradas en Chile y de la superación de la crisis de la deuda, y las

presiones coyunturales. Reconocidas las primeras, se trató de evitar las segundas, con el objetivo de defender la competitividad del sector transable.

Para intentar reconciliar estos dos objetivos —una tasa de interés que mantenga el equilibrio interno y un tipo de cambio compatible con el equilibrio externo—, en presencia de una entrada masiva de capitales, la autoridad económica chilena implementó varias medidas, entre las que se pueden mencionar: una política cambiaria muy activa y operaciones de esterilización monetaria; la liberalización selectiva de la salida de capitales; el encaje a los préstamos externos de corto plazo y líquidos, y la extensión de un impuesto, que anteriormente sólo gravaba los préstamos en moneda nacional, a los préstamos en moneda extranjera (véase el cap. IX).

Las políticas tuvieron éxito en el sentido de reducir la entrada de capitales de corto plazo y volátiles. En cambio, la inversión extranjera directa (tanto el capital de riesgo exento del encaje, como los créditos asociados afectos al encaje) aumentó significativamente. El volumen de la IED fue estimulado por el atractivo de la economía chilena, debido a su riqueza en recursos naturales y la entrega casi gratuita de su renta económica a los inversionistas (falencia que demanda una corrección), a la mejor calidad de las políticas macroeconómicas, y a la percepción positiva de la transición a la democracia. Con el elevado nivel de flujos de IED se generó un amplio excedente en la cuenta de capital, mucho mayor que el déficit en cuenta corriente.

El conjunto de políticas, en particular las que afectan el ingreso de capitales de corto plazo, contribuyó a mantener el déficit en cuenta corriente en niveles sostenibles (2,5% del PIB en 1990-95) y a que los pasivos externos más volátiles no creciesen en exceso. De este modo, las autoridades económicas chilenas aportaron en forma significativa a la estabilidad macroeconómica, a la estrategia exportadora y al crecimiento en general. Una prueba de ello se puede observar al examinar la crisis mexicana de 1994-95, de la cual la economía chilena



salió incólume (Ffrench-Davis, 1999, cap. VIII. C; Ffrench-Davis y Reisen, 1998; Stiglitz, 1998).

Durante 1990-95, el crecimiento del PIB excedió el 7%. Además, si se compara el crecimiento alcanzado en este período con el de otros años de buen desempeño en los tres decenios precedentes (1966, 1971, 1981 y 1989), se podrá observar que, a diferencia de las ocasiones anteriores, i) el crecimiento del PIB, tanto efectivo como potencial, fue sostenido por varios años; ii) éste se dio en un contexto de equilibrio macroeconómico, con una elevada inversión productiva, iii) sin presiones inflacionarias o sobre las cuentas externas y iv) con una situación fiscal ordenada. Tanto en 1965-66 como en los noventa, esta fuerte expansión del producto se logró sin causar presiones de importancia sobre la tasa de inflación, pero en 1966 el crecimiento del PIB se sustentó en una fuerte expansión del gasto corriente del sector público, mientras que en los noventa éste fue impulsado por la expansión de las exportaciones y por la inversión productiva. En los otros tres episodios de fuerte expansión (1971, 1981 y 1988-89), se produjeron desequilibrios de importancia. En 1971 y 1989 se puso fuerte presión sobre la capacidad productiva interna, agotándose el exceso de capacidad, con un impacto inflacionario, mientras que en 1981 se causó un desequilibrio externo notable equivalente a 21% del PIB.

Después de cada uno de estos años de macroeconomía insostenible en las últimas cuatro décadas, fue necesario llevar a cabo un programa de ajuste con importantes costos en bienestar. Estos significativos cambios en el ambiente macroeconómico reflejan, en el frente externo, la inestabilidad de los términos de intercambio y del financiamiento, y en el frente interno, la gran vulnerabilidad del equilibrio externo a variaciones de la demanda agregada, en particular cuando la economía se encuentra operando cerca de la frontera productiva.

El impacto del programa de ajuste de 1990, sobre otras variables económicas, fue menos severo y se revirtió rápidamente. Como lo mencionamos antes, la inversión se recuperó rápidamente en 1992, alcanzando un nivel récord desde 1993 (véase el

cuadro I.1). El mayor mérito de las políticas de 1990-95 fue que se resistieron a la tentación de acelerar la reducción de la inflación, con una mayor absorción de capitales externos, lo que habría implicado aceptar una mayor apreciación cambiaria y un déficit externo más elevado.

No obstante lo anterior, las políticas implementadas fueron perdiendo fuerza luego de 1995, y se mostraron incapaces de detener una apreciación real del peso y un desajuste de las cuentas externas en 1996-97. Con ello, Chile se adentró en la "zona de vulnerabilidad" en la que lo sorprendió la crisis asiática. ¿A qué se debió el cambio? Varios factores se pueden mencionar. Primero, la fortaleza mostrada frente al contagio de la crisis de México en 1995, dio un errado sentido de inmunidad. La inmunidad primó en Chile porque había seguido un camino distinto al de México en 1990-94, impidiendo un atraso cambiario excesivo, déficit en cuenta corriente elevado y stock de pasivos externos líquidos significativo. Segundo, se registró después de 1995 un cambio de prioridades, con predominio del objetivo anti-inflacionario. Tercero, la fuerza de la creencia internacional de que las crisis financieras no tenían espacio en el futuro, que estuvo implícito o explícito en profusos planteamientos en pro de la apertura financiera indiscriminada. Comprensiblemente, ese sobreoptimismo fue absorbido tanto por el sector privado como por algunas autoridades públicas. Cuarto, el desempeño notable de Chile lo transformó en uno de los destinos preferidos para los inversionistas extranjeros, en un marco de notable abundancia de financiamiento para las economías emergentes; el país, por su parte, mantuvo inalteradas las regulaciones a pesar de la avalancha de capitales. El resultado fue una entrada neta de 10% del PIB en 1997.

De este modo, cuando la crisis asiática se hizo sentir en 1998, con un fuerte deterioro de los términos del intercambio, la economía chilena había acumulado desequilibrios importantes, que incluían una apreciación real de 16% entre 1995 y octubre de 1997, y un déficit en cuenta corriente de 5,7% del PIB en 1996-97 (comparado con 2,5% del PIB en 1990-95).

Una vez más, luego del desequilibrio macroeconómico de 1996-97<sup>13</sup>, liderado por flujos de capitales excesivos en ese bienio, se produjo un costoso ajuste recesivo. Desde mediados de 1998, la demanda agregada cayó bruscamente, alcanzando una variación negativa de 10% en 1999, mientras el PIB se contraía 1,1%. Puesto que la capacidad productiva continuó creciendo gracias a la inversión todavía alta en 1998, apareció una significativa brecha entre el PIB potencial y el efectivo en 1999 (véase el gráfico I.1 y la sección 2), que todavía persistía con fuerza en el 2001.

Es útil examinar más detalladamente la existencia de la brecha. No se trata de capacidad física obsoleta, sino de capacidad productiva *económica*, que se encontraba en uso en 1997, a lo cual descontamos una estimación de la producción no sostenible (véase la sección siguiente). La nueva capacidad productiva venía siendo creada a una velocidad de 7% por año durante los noventa, lo cual se mantuvo en 1998 y 1999 determinado por las altas tasas de inversión registradas hasta 1998. El PIB efectivo, por su parte, creció sólo 3,9% en 1998 y cayó 1,1% en 1999, como resultado del ajuste recesivo que comenzó a mediados de 1998. De este modo, se generó una brecha entre producto potencial y producción efectiva de alrededor de 9% en 1999. Ésta fue determinante de la brusca caída de la tasa de inversión en 1999-2000.

Como lo hemos observado repetidamente, la brecha entre el PIB efectivo y la frontera productiva es seguida, prácticamente siempre, por una caída en la inversión productiva. Tal como en México en 1995, Argentina en 1995 y 1998-2001, y Corea en 1998, en Chile la inversión experimentó un brusco retroce-

---

13 Afirmaciones que sindicaron a la política fiscal como principal responsable del desequilibrio no tienen apoyo empírico: el 90% del exceso de demanda en 1996-97 se originó en el sector privado y se financió con las entradas netas de capitales. El gasto fiscal se financió con ingresos propios, en un contexto de la mayor tasa de ahorro del sector público registrada (cuadro I.3); asimismo se logró un elevado superávit fiscal (2,1% del PIB). Ello no obsta para sostener, con un enfoque contracíclico, que habría sido conveniente moderar el gasto fiscal o elevar la recaudación tributaria en ese bienio. Pero, toda la evidencia demuestra que era preciso actuar con fuerza sobre la causa del desequilibrio, esto es, el exceso de ingreso de capitales en 1996-97.

**Cuadro I.3**  
**Ahorro e inversión brutos, 1985-2000**  
 (porcentajes del PIB a precios corrientes)

Años	Tasa de inversión fija	Variación de existencias	Tasa de ahorro				
			Externo	Nacional	Gobierno central	FEC	Otros
1985-89	19,6	1,8	4,9	16,4	2,0	1,5	13,0
1990-95	22,9	1,7	2,5	22,1	4,4	0,7	17,0
1996-98	25,4	1,7	5,9	21,2	5,2	0,0	16,1
1999-2000	22,1	0,7	0,9	21,9	3,1	-0,4	19,2
1989	23,6	1,6	1,8	23,3	3,1	3,8	16,4
1990	23,1	2,0	1,9	23,2	2,5	2,3	18,4
1991	19,9	2,6	0,3	22,3	3,6	0,7	18,0
1992	22,4	1,4	2,3	21,5	5,0	0,3	16,2
1993	24,9	1,6	5,6	20,9	4,9	-0,2	16,2
1994	23,3	0,8	3,0	21,1	4,9	0,2	16,0
1995	23,9	1,9	2,0	23,8	5,4	1,1	17,3
1996	24,8	1,8	5,8	20,8	5,8	0,3	14,7
1997	25,5	1,7	5,7	21,6	5,6	0,1	16,0
1998	26,0	1,4	6,2	21,2	4,1	-0,5	17,6
1999	21,9	0,2	0,2	21,8	2,5	-0,7	20,0
2000	22,3	1,1	1,6	21,9	3,7	-0,2	18,3

Fuente: Cálculos basados en información del Banco Central y DIPRES. Las cifras para el Gobierno Central incluyen utilidades netas de las empresas públicas, principalmente de CODELCO (la empresa productora estatal de cobre) recaudadas por la Tesorería. FEC corresponde al Fondo de Estabilización del Cobre, depositado por CODELCO en una cuenta especial de la Tesorería en el Banco Central. Otros incluye ahorros netos privados más las utilidades de empresas públicas no transferidas a la Tesorería y capitalizadas por estas empresas, y reservas de depreciación de todas las empresas públicas y privadas.

so: se redujo 17% en 1999 y se mantuvo baja durante el año 2000; la brecha productiva más la disminución de la inversión tuvieron, asimismo, un impacto muy negativo sobre el empleo. Estos factores alejaron a la economía chilena de la velocidad de 7% anual, a la que se expandía la frontera productiva en la década de los noventa.

A pesar de la brecha de 1998-2000, el PIB efectivo creció 6% en 1990-2000, esto es, más de dos veces la tasa registrada en los años setenta y ochenta. Sin duda, la fuerza principal detrás de ese desempeño sobresaliente fue la elevada inversión productiva de los noventa: la tasa promedio fue 10 puntos mayor que durante el experimento neoliberal en 1974-89 (cuadro I.1, en moneda de 1986).

Por otra parte, durante los noventa, la tasa de ahorro nacional alcanzó un promedio de 22% (a precios corrientes), la más alta en los últimos decenios, y un tercio más elevada que el 16,4% obtenido en 1985-89 (cuadro I.3). Aquélla financió el 87% de la inversión total. La alta tasa de ahorro estuvo asociada al estimulante entorno macroeconómico enfrentado por las empresas, lo que condujo a una elevada utilización de la capacidad instalada y a mayores tasas de utilidades y niveles de reinversión (Agosin, 1998; Ffrench-Davis, 1999, cap. VI).<sup>14</sup>

La capacidad de ahorro es afectada fuertemente por los términos de intercambio. Estos continúan siendo extremadamente inestables para Chile. Por ejemplo, el alto precio del cobre en 1989 significó entradas adicionales equivalentes a 3,8% del PIB al fondo de estabilización del cobre, que es una fuente de ahorro público y nacional. Por el contrario, en 1999 el fondo desaccumuló el equivalente a 0,7% del PIB. Resulta una diferencia neta de 4,5%, que debiera utilizarse para analizar las cifras brutas de ahorro nacional y ahorro público en el cuadro I.3, y así medir mejor el esfuerzo efectivo de ahorro en cada año. Sin embargo, ésa es sólo parte de la historia. El FEC corresponde a una fracción de la mayor recaudación durante el año por CODELCO (la gran empresa pública), por concepto de sobreprecio del producto. De este modo, hay un efecto residual del cambio de precios del cobre sobre las utilidades netas de CODELCO; estas utilidades son íntegramente transferidas al gobierno central. Por ello, los cambios en este precio tienen un efecto sobre el ahorro que va más allá de aquél del FEC. Por otro lado, también el ahorro privado es afectado por los términos de intercambio, particularmente cuando se ven afectadas las empresas nacionales exportadoras.

---

14 Reiteramos que la convergencia entre trayectorias de la frontera productiva y la demanda efectiva es un atributo esencial de una política macroeconómica eficiente. La ausencia o debilidad de este equilibrio macroeconómico fundamental ha sido característica en las economías de América Latina desde los ochenta. Véase CEPAL (2000, cap. 8).

Durante los noventa, el volumen de las exportaciones de bienes y servicios creció 9,5% anual, comparado con una expansión del PIB potencial de 7%. De este modo, tanto las exportaciones como la inversión (que aumentó 10,4% anual en este período) fueron las principales fuerzas conductoras del crecimiento económico, aumentando los vínculos externos de la economía chilena<sup>15</sup> y su potencial para un crecimiento sostenido. Es interesante notar que la tasa de crecimiento de las exportaciones de las tres últimas décadas ha sido relativamente similar. En este contexto, corresponde destacar que el crecimiento del PIB fue notablemente más alto en los noventa gracias a que el sector no exportador también se expandió con gran dinamismo, lo cual es indicativo de mayor competitividad sistémica y de la mayor calidad de los equilibrios macroeconómicos.

Los gobiernos de la Concertación se comparan favorablemente en términos de expansión del PIB, inflación, nivel de los salarios reales y superávit fiscal (véase los cuadros I.1 y I.3). Es interesante destacar que el desempeño de la inversión y el ahorro, así como la generación de nueva capacidad productiva, ha sido notablemente superior. Sólo en lo que respecta a la tasa de desempleo, aunque es inferior a la mitad de la tasa promedio del régimen de Pinochet, no se ha logrado recuperar, en forma sostenida, los niveles de los años sesenta<sup>16</sup>. Más aún, hoy, luego de este prolongado desequilibrio recesivo, el desempleo se acentuó, y se manifiesta como uno de los mayores desafíos para reasumir la senda de crecimiento con equidad. Otro gran desafío es reencontrar el modo de volver a los equilibrios macroeconómicos sostenibles y así contribuir a recuperar tasas altas de inversión productiva.

15 En 1999 las exportaciones de bienes y servicios representaron 42% del PIB real (a precios de 1986), es decir, 17 puntos porcentuales más que en 1980. La cifra en precios corrientes para 1999 es de 29% solamente, por causa de precios reales de las exportaciones más bajos y un tipo de cambio más apreciado que en 1986.

16 La menor tasa de desempleo se registró durante el gobierno del Presidente Allende. Sin embargo, como es sabido, detrás de esta tasa había mucho empleo en el sector público de baja productividad y subyacían enormes desequilibrios macroeconómicos, los cuales la hacían insostenible.

## 2. LAS TENDENCIAS DE LARGO PLAZO DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Hemos planteado que políticas macroeconómicas que sostengan un uso elevado de la capacidad productiva constituyen una variable determinante de la calidad de la acción pública. Para crecer con equidad, lo vamos demostrando a través de todo el texto, es imprescindible mejorar la calidad de las políticas macroeconómicas. Para analizar el tema requerimos avanzar en la estimación del PIB potencial, capacidad o frontera productiva (FP). Eso hicimos aquí para el último medio siglo.

El PIB potencial es el máximo de oferta agregada que se puede alcanzar en cada momento, dadas las imperfecciones existentes en el proceso de producción y la calidad de los factores; la variable determinante para que se logre ese máximo es una demanda efectiva consistente con la oferta potencial económicamente productiva.

Existe una asimetría importante en el sentido de que es posible que la economía se sitúe muy por debajo de la FP, en cambio no es posible ubicarse mucho más allá de la FP de manera sostenida. La FP puede excederse transitoriamente, pero con agotamiento de inventarios, presiones inflacionarias crecientes, déficit externo inabarcables, o *shocks* positivos transitorios de los términos de intercambio.

Contar con una estimación creíble de la FP contribuye a entender la historia económica y a orientar la política macroeconómica futura: las políticas monetaria, fiscal, cambiaria y de regulación prudencial de la cuenta de capitales. ¿Cómo se puede calcular el PIB potencial?

Hay métodos de estimación del PIB potencial sofisticados técnicamente, que tienen el gran defecto de no poder controlar o corregir por el efecto de recesiones fuertes. La consecuencia es que se llega a estimaciones del PIB potencial que están sesgadas hacia abajo, más bien reflejando el PIB de tendencia o promedio histórico, incluyendo por lo tanto los ciclos experimenta-

dos<sup>17</sup>. Basarse en esas estimaciones para análisis históricos o para la aplicación práctica de políticas macroeconómicas lleva a reproducir en el futuro las recesiones del pasado y oculta lo principal que queremos comparar: cuál es la frontera económica sostenible –de pleno uso de capital, trabajo y capacidad de gestión– alcanzable, a la cual debe apuntar el conjunto de políticas macroeconómicas.

El método que adoptaremos recoge lo esencial de lo que nos interesa. Con los antecedentes que están disponibles, identificamos los máximos o *peaks* de uso de capacidad, sobre lo cual hay mucho consenso entre los especialistas: por ejemplo, en los últimos tres decenios, en 1971, 1974, 1981, 1989, 1997. Suponemos que el PIB efectivo de esos años era similar al PIB potencial<sup>18</sup>. Luego calculamos el aumento del producto (PIB neto de depreciación del stock de capital) y lo relacionamos con el aumento del stock de capital (resultante de la suma de la inversión neta de cada año), desfasado en un año (por ejemplo, el aumento de la capacidad productiva en 1999 se supone que depende de la inversión neta de 1998). De ello, resulta un coeficiente producto/capital o de productividad marginal bruta<sup>19</sup>. Con él

17 Por ejemplo, el popular filtro Hodrik-Prescott para obtener PIB de tendencia o estimaciones de funciones de producción que no controlan adecuadamente por la subutilización del capital o la sostenibilidad de la trayectoria de crecimiento del PIB. Una de las manifestaciones de su sesgo son las erráticas estimaciones que entrega de la productividad total de factores.

18 En cada uno de los *peaks* identificados hemos examinado si existen sesgos importantes. Aquí hemos corregido, procurando ser conservadores, por los dos principales. Uno en que el PIB efectivo subestima la FP al trabajar con cifras anuales, con el *peak* cubriendo sólo parte del año (por ejemplo, en 1974, con una recesión iniciándose en el tercer trimestre). El otro que sobreestima la FP por un exceso de importaciones, no financiable sosteniblemente, que permitió un elevado valor agregado en su comercialización (intensamente en 1981, en parte compensada por subutilización en la producción de transables, deprimidos por un tipo de cambio demasiado apreciado; moderadamente en 1997).

19 Aquí estamos asociando los aumentos de producción a la formación neta de capital fijo. Aparte de la inversión en capital humano, ha habido cambios en el uso de otros factores, como tecnología y recursos naturales (Marfán y Bosworth, 1994). El número de ocupados creció 1,9% por año en los sesenta, 1,7% en 1974-81 (con una fuerza de trabajo que se elevaba 3%), y 3,9% en 1982-89. Por otra parte, aumentó la intensidad de uso de los recursos naturales. Hay numerosos trabajos empíricos que controlan por cantidad de trabajo y por calidad de traba-



interpolamos entre *los peaks*, para calcular el PIB potencial en los años intermedios<sup>20</sup>.

Chile perdió posición relativa entre los países de América Latina y del mundo en desarrollo en las primeras décadas de la posguerra. Mientras la capacidad productiva o PIB de la región creció 5,5% al año en los tres primeros decenios de posguerra, para Chile esa tasa promedió 4,6% en los sesenta, y decayó a menos de 1% en 1971-73 y a 2,9% en 1974-89. Con una expansión demográfica de 2,3% en el primer período y de 1,6% en 1974-89, las tasas de crecimiento per cápita se reducen a 2,4% y 1,3%, respectivamente.

La capacidad productiva potencial se expandió de manera relativamente estable en los años sesenta, con tasas de uso comparativamente altas en relación con las notables brechas entre la frontera productiva y la utilización de ese potencial, que prevalecían en los setenta y ochenta. En efecto, la evolución de la capacidad y su uso se tornó mucho más inestable en estos dos decenios (gráfico I.1). La escasa formación de capital y lenta expansión de la frontera productiva están asociados al bajo uso promedio de capacidad y a los desequilibrios macroeconómicos de esos dos decenios. La brecha entre PIB efectivo y potencial resulta de la evolución de la demanda agregada, de su relación con la demanda efectiva (la que se localiza en recursos internos) y de la adecuación entre las estructuras de la demanda y la oferta, tanto de productos como de factores.

---

jo y capital. Véase Hofman (1999); Morandé y Vergara (1997) y Coeymans (1999). Este último autor avanza más que otros autores en controlar por el ciclo.

20 Marfán (1992) obtiene, para 1960-88, tasas de variación anual de la capacidad productiva similares a las obtenidas en esta sección. La similitud de los resultados, en el lapso común a ambos estudios, a pesar de una diferencia en la definición de la inversión, es determinada por la elección del método de los *peaks* y la concordancia en la identificación de éstos. Dada la alta ciclicidad de la economía chilena, trabajos empíricos que no controlan por el nivel de actividad pueden arrojar resultados notablemente sesgados sobre la productividad total de factores (PTF). Por ejemplo, Roldós (1997), en uno de los estudios más interesantes, da una variación anual de -3,8% para 1981-85 y 0,9% para 1986-90, evidentemente distorsionada por la recesión de 1982. ¿Cuál estimación refleja mejor la tendencia de la productividad y con cuál proyectar? El promedio se aproxima más a la PTF real.

La inestabilidad del nivel de actividad económica repercute negativamente en dos sentidos. Por una parte, la subutilización de capacidad tiende a reducir la rentabilidad (social y de mercado) del capital, disminuye los fondos disponibles para la inversión y deteriora la situación financiera de las empresas. En el sentido macroeconómico, además de desalentar la inversión, reduce su productividad efectiva. Por otra parte, deprime el empleo productivo y el nivel de ingresos sostenible en el futuro próximo.

En el cuadro I.4 se presentan tres indicadores. El primero es el coeficiente marginal producto potencial/capital (PPK) medido entre los *peaks* mencionados. La col. (2) muestra la brecha entre el PIB efectivo y el potencial; o tasa de utilización del PIB potencial. La col. (3) presenta el coeficiente marginal producto efectivo/capital.

**Cuadro I.4**  
**Productividad bruta efectiva y potencial del capital, 1952-98**  
**(promedios de cada período)**

	Coeficiente marginal producto/capital (1)	PIB efectivo/PIB potencial (2)	Coeficiente marginal producto efectivo/capital (1)*(2)
1952-61	0,26	0,96	0,25
1962-71	0,35	0,98	0,34
1972-74	0,12	0,96	0,12
1975-81	0,28	0,90	0,26
1982-89	0,36	0,88	0,32
1990-98	0,46	0,99	0,45
1952-98	0,33	0,95	0,31

Fuente: Sobre datos del gráfico I.1. (1) Es la razón entre la variación del producto y la inversión netos entre *peaks*. La inversión se usa con un año de rezago.

Los antecedentes sugieren que el PPK fue relativamente similar en 1982-89 y 1962-71, y mayor que en 1975-81. ¿Cómo se concilia esto con la imagen de que en los dos decenios más recientes la productividad habría sido muy superior, debido a la apertura externa y a la liberalización de mercados? La respuesta

sería que las empresas sobrevivientes en los años setenta y ochenta eran más productivas pero que la tasa de mortalidad de empresas fue mayor, y lo que interesa medir es la productividad del total de recursos disponibles y no sólo la del segmento ganador de la economía.

La quiebra masiva de empresas implica una destrucción de capital (mucho de él habría sido productivo ante una demanda normal y precios correctos o bien alineados): la destrucción resultante de la liberación abrupta de importaciones y del fuerte atraso cambiario fue muy elevada en los setenta (véase el cap. III); la situación mejoró en los ochenta en parte por el transcurso del tiempo y gracias a macroprecios mejor alineados (el tipo de cambio y la tasa de interés), pero estuvo restringida por el ajuste recesivo frente a la crisis de la deuda externa.

En los años sesenta, el exceso de protección y de trabas administrativas amparó muchas ineficiencias, pero la mayor estabilidad macroeconómica real contribuyó a mejorar la eficiencia, a una menor destrucción de empresas, a la mayor concentración de esfuerzos en crear empresas antes que en transferencias de activos existentes, y proveyó perfiles de demanda más predecibles y precios relativos más estables (estimulantes para la inversión productiva, dada su irreversibilidad). Asimismo, el desarrollo fue más integrado, lo que operó en igual sentido al ofrecer más oportunidades productivas a sectores más amplios de la sociedad. Esta combinación de elementos, no obstante las ineficiencias vigentes entonces, explica el mejor desempeño de la productividad respecto de los años cincuenta y setenta, y la cercanía a la productividad potencial de los ochenta.

En cuanto a la productividad efectiva, considerando toda la trayectoria de buenos y malos años en cada subperíodo, en el cuadro I.4 se observa que la alta subutilización de la capacidad productiva en 1974-89 involucra que, en los dos subperíodos correspondientes, la productividad efectiva se desvió muy fuertemente de la potencial. Los años de gran subutilización de capacidad han estado asociados, por una parte, a ajustes recesivos deliberados o involuntarios, luego de expansiones con

desequilibrios fiscales, monetarios o de balanza de pagos. Por otra, la subutilización también se intensificó cuando las políticas estabilizadoras descansaron en sólo uno o dos instrumentos de política de estabilización, en vez de operar con un multianclaje (Ffrench-Davis, 1999, cap. VI). Los años de brechas mayores se ubican en 1954-56, 1959, 1973, 1975-79, 1982-87, y en 1999-2001.

En los noventa, una vez copada la capacidad ociosa en 1989, la frontera productiva comenzó a moverse con vigor, a tasas anuales del 7%, en respuesta a los aumentos de la tasa de inversión que, como proporción del PIB, creció 10 puntos porcentuales entre 1982-89 y 1990-2000 (véase el cuadro IX.4). Las condiciones de gran estabilidad interna predominantes durante casi toda la década, logradas mediante políticas preventivas, contracíclicas, como la regulación selectiva de los flujos de capitales de corto plazo o volátiles, dieron el marco para el círculo virtuoso de una mayor tasa de utilización de la capacidad instalada, generando mayor inversión para su ampliación, y un uso global más eficiente de los recursos productivos, reflejado en un crecimiento importante en la productividad efectiva del trabajo y del capital.<sup>21</sup>

La expansión de la capacidad productiva no es un dato inmutable sino que es una variable resultante de la acción pública y del comportamiento de los agentes económicos, sociales y políticos. Naturalmente, también depende del entorno externo y de las *modas* que condicionan el actuar de unos y otros.

El excepcional desempeño de los noventa, culminó en un punto de inflexión, con la crisis asiática. No obstante, la inflexión estuvo asociada, además, a otros dos factores. Por una parte, uno *estructural*; el dinamismo exportador, de flujos de inversión extranjera directa e inversión interna tuvo un componente muy significativo de recursos naturales (como cobre y forestal) y ser-

---

21 Datos ajustados por calidad dan variaciones de la productividad total de factores de -0,4% en los setenta, -1,4% en los ochenta, y 1,4 en 1991-95 (Roldós, 1997).

vicios públicos (como energía y telecomunicaciones), con mega proyectos. Su réplica en el nuevo decenio, con esa intensidad, es muy improbable (Moguillansky, 1999). Por consiguiente, se requerirían ahora muchos proyectos de menos tamaño y en sectores más intensos en competitividad sistémica. Ello exige una labor más activa y efectiva en *completar* mercados de capital de largo plazo, difusión y adaptación de tecnología, capacitación laboral, y penetrar mercados externos de rubros no tradicionales, con acceso de las PYMEs a todos ellos.

El otro factor se refiere al entorno macroeconómico imperante. Como veremos en el capítulo IX, las políticas aplicadas en la segunda mitad de la década perdieron coherencia y fuerza en el control de la vulnerabilidad de la economía chilena ante los shocks externos. Con la llegada de la crisis asiática, en un entorno macroeconómico propicio para ello, resurgió un clima de inestabilidad que, una vez más, hizo reaparecer la brecha entre el PIB efectivo y potencial desde mediados de 1998. Esta brecha, como lo demostramos a través del texto, ha sido el factor determinante de la caída abrupta de la tasa de inversión en 1999–2000, con la consiguiente desarticulación de alguna capacidad inversora. Doble desafío para retomar el rumbo.

### 3. CONCLUSIONES Y DESAFÍOS

Las clasificaciones o agrupaciones suelen ser arbitrarias. Pero si son coherentes, resultan útiles y orientadoras para el análisis y la acción. Aquí siguen cuatro grupos de conclusiones o lecciones económicas sobre los últimos decenios recorridos por Chile. Luego planteamos desafíos futuros agrupados en 10 puntos.

#### a) Cuatro conclusiones

En primer lugar, el desafío de compatibilizar el crecimiento con la equidad distributiva sigue más vigente que nunca, sobre todo después del deterioro ostensible en el nivel de vida de una amplia proporción de la población en los años setenta y ochenta, y de dos gobiernos democráticos que han respondido sólo parcial-

mente a las expectativas generadas en los años noventa. Está claro que esa compatibilización requiere de acuerdos políticos sustantivos entre los principales sectores sociales y políticos, que permitan concertar una secuencia temporal más equitativa de la distribución de los costos y beneficios del crecimiento económico, con un progresivo mejoramiento de la distribución de las oportunidades, de la productividad y el ingreso. En democracia se requiere que crecimiento y equidad avancen en forma paralela.

En segundo lugar, existe una evidencia abrumadora en el sentido de que los equilibrios macroeconómicos tienen una importancia crucial para el éxito de cualquier estrategia de desarrollo. Hay un componente que habitualmente no se incluye entre los equilibrios macroeconómicos, pero que siempre debería ser protagonista; es la relación entre la creación de nueva capacidad productiva y los aumentos de producción efectiva (o uso de capacidad). Como se ha expuesto antes, en el régimen de Pinochet hubo profundos desequilibrios entre ambos indicadores; la brecha, aunque sin duda en una escala menor, resurgió en 1999-2001 (gráfico I.1). El costo de perder esos equilibrios es siempre muy elevado. Aparte de que producen la reversión de los éxitos iniciales que se puedan lograr en crecimiento y redistribución, la experiencia muestra que también se producen pérdidas políticas muy costosas para los gobiernos que caen en las tentaciones populistas. Estas pueden ser de izquierda (por ejemplo, gastos sociales no financiados) o derecha (por ejemplo, rebajas tributarias que impidan financiar la inversión en capital humano, esencial para el crecimiento y la equidad; o aperturas financieras excesivas, que invitan desequilibrios macroeconómicos).

Las formas de alcanzar equilibrios macroeconómicos pueden ser muy diversas (Cortázar, 1986; Ramos, 1991): pueden ser concentradoras o desconcentradoras; más cíclicas o más estables. Depende, entre otros, del peso relativo que se le otorgue a variables como la inflación y la actividad económica, la composición del gasto e ingreso público, la institucionalidad financiera, e iniciativas públicas que contribuyan a la mayor capaci-

dad y organización de los sectores de menores ingresos. El equilibrio económico más significativo es el uso sostenible de la capacidad productiva. Una economía que trabaja sobre la frontera productiva, con macroprecios correctos, es capaz de lograr mayor productividad, incentivar con más vigor la formación de capital y fortalecer la demanda por trabajo. Requerimos un conjunto de balances macroeconómicos sostenibles, y consistentes con los equilibrios macrosociales.

En tercer lugar, en las décadas de 1970 y 1980 se produjeron diversas reformas modernizadoras de la organización económica. Sin duda, muchas de ellas constituyen logros permanentes y valiosos para las estrategias democráticas de desarrollo. Entre ellas pueden destacarse el significativo crecimiento y diversificación de exportaciones; el ordenamiento del presupuesto fiscal, y el desarrollo de una nueva generación empresarial con características más dinámicas y modernas que las tradicionales clases empresarias. Estas son herencias que aportaron significativamente al buen desempeño de los noventa.

Finalmente, los cambios estructurales adolecieron de varias fallas que repercutieron severamente sobre el crecimiento potencial de la economía y el bienestar de la población. En los años noventa, se impulsaron importantes *reformas a las reformas* emprendidas en las décadas previas, con el objetivo explícito de introducir más pragmatismo en ellas. En particular, se incorporó una gran preocupación por disminuir la vulnerabilidad de la economía nacional frente a un entorno globalizado y de creciente volatilidad, junto con avanzar en políticas que favorezcan una mayor equidad en la distribución del ingreso y las oportunidades. Los resultados de este cambio de enfoque, a pesar de diversas contradicciones y retrocesos, fueron notables. Durante casi toda la década se disfrutó de una expansión vigorosa de la capacidad productiva sin precedentes en la historia de Chile, junto con conquistas muy valiosas en la lucha contra la pobreza. La brecha recesiva de 1999-2001, sin embargo, sacó a relucir falencias e insuficiencias, y la falta de mayores *reformas a las reformas*. En una perspectiva optimista, el lado positivo de esta

recesión es que puede contribuir a que se reconozcan estos problemas, y así avanzar en su solución. Con este libro queremos contribuir a la reflexión y al diálogo para la acción, para lograr efectivamente crecimiento con equidad sostenibles.

## **b) Diez desafíos**

¿Cómo recuperar el crecimiento vigoroso y avanzar en la equidad? Primero hay que entender cómo se logra y cuál es el verdadero record como país. El desarrollo se logra cuando es sostenible por plazos prolongados. Si medimos por decenios, contando buenos y malos años, sólo en los noventa se alcanzó un récord de 6-7%. En los sesenta, el PIB creció 4,3% y en los setenta y ochenta menos de 3%. Recuperar lo excepcional no es fácil. Hemos agrupado algunas tareas prioritarias, para crecer con equidad, en los diez puntos que siguen:

1. Recuperar un entorno macroeconómico para el desarrollo sostenible, con tres rasgos a) que logre, como lo hizo entre 1991 y 1997, operar con una demanda efectiva cercana a la capacidad productiva; ése siempre debe ser un objetivo clave de un buen equilibrio macroeconómico: evitar auges insostenibles y actuar con fuerza y coherencia en las situaciones recesivas. Si no, cómo pedirle a los empresarios que inviertan si se encuentran en medio de una recesión y consideran probable que los castigue la próxima crisis; b) mantener un tipo de cambio real competitivo y estable, lo que no resulta viable con los extremos de tasa totalmente libre o con la dolarización; c) conseguir que las tasas de interés fluctúen en rangos moderados. Estos tres objetivos requieren una política fiscal más flexible, con una eficaz función anticíclica, y acrecentar la capacidad de desalentar excesos en los flujos especulativos de capitales. El gran peligro es mantener una actitud “populista” al respecto, sin pesar los efectos negativos que provoca para toda la economía real un exceso de flujos —especulativos, de corto plazo o meramente financieros o para comprar lo que ya existe, sin crear nueva capacidad de producción—; la falla principal, en el corazón de la recesión en 1999, fue el desequilibrio provo-



cado por el exceso de ingresos de capitales financieros en 1996-97.

2. El dinamismo exportador es determinante de la capacidad para crecer. Muchas exportaciones intensas en recursos naturales tradicionales perderán dinamismo en este decenio; no podemos seguir haciendo siempre más de lo mismo: los mercados se saturan y los recursos se agotan o muestran productividades decrecientes. Evidentemente, sin perder lo que tenemos, debemos desarrollar nuevos rubros exportables. Ellos incluirían a) sobre la gran base de los recursos naturales tradicionales, avanzar fuertemente en adicionarles valor y tecnología, y en el desarrollo de producciones de bienes y servicios, intermedios y de capital, relacionados con el proceso productivo de aquellos rubros tradicionales; b) recursos naturales no tradicionales y c) encontrar nichos en que se aproveche la capacidad de emprendimiento y experiencia acumulada por los empresarios y técnicos nacionales en nuevas ventajas competitivas. Esto requiere un intenso esfuerzo nacional para *completar* los mercados de tecnología, capacitación laboral, y capital de largo plazo.
3. Tratándose de exportaciones, un apoyo básico proviene de los esfuerzos de integración. Los accesos negociados a los mercados de América Latina son vitales, aprovechando la vecindad (la geografía aún cuenta mucho, como lo atestiguan los norteamericanos que venden la mitad de todas sus exportaciones a sus dos vecinos, o los europeos que lo hacen en 60%). El MERCOSUR y su conexión futura con la Comunidad Andina son esenciales para la diversificación de las exportaciones: son mercados más significativos para los rubros no tradicionales que los Estados Unidos. Es preciso enfrentar constructivamente los problemas que probablemente estarán surgiendo, entre ellos la inestabilidad macroeconómica en algunos de sus países miembros; debemos actuar maduramente, pensando en el futuro. Un proceso de integración comercial bien diseñado es un ingrediente esencial para *hacer* globalización.

4. El desarrollo siempre deja atrás a algunos sectores productivos. Más vale prever que curar al enfermo ya grave; recordemos la costosa imprevisión de Chile con el carbón. Una macroeconomía para el desarrollo sostenible ayuda mucho para minimizar el número de perdedores en el progreso. Pero se necesitan políticas sectoriales y regionales pragmáticas y con sentido de futuro; parte de la agricultura y de la minería requieren una mayor reflexión y acción oportuna para una reconversión creativa.
5. No es posible crecer sin inversión física. En 1999-2000 cayó asociada a la crisis asiática y al manejo macroeconómico. La economía chilena necesita más y no menos inversión productiva. En primer lugar, es preciso cuidarse de un peligroso sesgo, acentuado en los años recientes, de carácter rentístico; hay demasiadas energías y capacidades canalizadas a fusiones y transferencias de lo existente. Hay que refortalecer la iniciativa creadora; generar una mayor calidad macroeconómica y *completar* mercados de factores y de exportación. Segundo, se precisa tener presente que, en todo el mundo, una proporción abrumadora de la inversión es nacional; de cada 10 pesos que se invierten, sólo uno es extranjero. El ahorro y la inversión nacionales son lo determinante. Es imprescindible diseñar mecanismos para que el ahorro de largo plazo de Chile –como es el de las AFP– cruce, con las garantías adecuadas, hacia las empresas nacionales, en especial las PYMEs. Se necesita también promover el financiamiento para la innovación productiva.

La tendencia, predominante en Chile, de empujar el ahorro de las AFP hacia el exterior es, lamentablemente, inconsistente con el objetivo de aumentar el ahorro nacional para elevar la formación de capital en Chile. Sin duda, el ahorro no sobra, sino que falta para financiar una mayor inversión productiva en Chile. Es prioritario mejorar los canales de transmisión de estos fondos de largo plazo hacia el financiamiento de la inversión productiva. Naturalmente, con los resguardos y garantías necesarios para proteger los

ahorros de los trabajadores. En cuanto a las tasas de rentabilidad promedio, es indudable que son mayores en Chile que en las economías desarrolladas.

6. La inversión en capital humano es un ingrediente clave para el crecimiento con equidad. La reforma educacional iniciada en los noventa es un gran paso adelante. Pero estamos al comienzo; hay que darle la prioridad que merece, y siempre tener muy presente que la educación se hace con los profesores; hay que reconstruir confianzas y reconocimiento social a su alta función. Sin embargo, los frutos de la educación operan a largo plazo; la gran mayoría de la fuerza de trabajo del próximo decenio corresponderá a chilenos que ya salieron de la educación formal. Chile enfrenta, así, un gran desafío de mejorar su entrenamiento. Por lo tanto, se requiere un enorme esfuerzo nacional, con gran eficacia y un horizonte extenso (el año 2010), de capacitación laboral para mejorar la calidad y la flexibilidad de la oferta de trabajo.
7. El tema del medio ambiente llegó a quedarse como protagonista significativo de cualquier proceso de modernización. Chile requiere recuperarse de su atraso en abordar el tema, y en integrarlo en el diseño de las políticas públicas. Se necesita un enfoque muy pragmático y participativo, para conciliar el desarrollo productivo hoy, con la prevención y sustentabilidad en el tiempo y con el bienestar de la gente.
8. La distribución del ingreso es muy desigual. Entre otros, Chile debe acentuar los esfuerzos en mejorar la calidad y alcance del gasto social, llegar con eficiencia a la pobreza dura, eliminar la posibilidad de que un joven inteligente no tenga buena educación porque es hijo de pobre; reforzar el combate a la evasión tributaria y a las filtraciones regresivas que subsisten en el sistema, provee financiamiento y contribuye a la equidad. Cabe reiterar en este punto, la importancia de la coherencia global de las políticas y comprensión de sus interrelaciones. La calidad de las políticas macroeconómicas tiene fuertes implicancias sobre la pobreza

y la distribución. La situación al inicio del 2001 mantiene el sesgo regresivo de 1999-2000, por su impacto recesivo sobre la inversión y el empleo productivo.

9. Reforma del Estado, que pasa principalmente por profesionalizar la administración pública, perfeccionar los indicadores de productividad y de buen servicio público y transparencia, haciendo espacio para la participación ciudadana en la identificación de prioridades y deficiencias (en educación, salud, obras públicas, capacitación laboral, etc.). Progresivamente, en paralelo con mejoras perceptibles en la calidad del servicio público, elevar las remuneraciones a niveles consistentes con trabajos equivalentes en el sector privado.
10. Repensar en Chile, con la perspectiva de los desafíos para el bicentenario el 2010. La calidad e intensidad de la reflexión sobre Chile se han debilitado, paradójicamente, junto con el retorno a la democracia; se ha tornado demasiado cortoplacista y concentrada en lo que “el mercado financiero”. Se confía mucho en lo que en otras naciones se ha reflexionado; incluso algunos plantean que otro país nos haga la política macroeconómica (por ejemplo, vía la dolarización), sin considerar cuán importantes son las especificidades y los objetivos de cada nación o región; se ha mitificado la globalización como algo inmutable. Sin embargo, la globalización es heterogénea, incompleta y desbalanceada hacia algunas dimensiones de la vida societal. Chile tiene que repensar, urgentemente, cómo *hace* su globalización para avanzar mejor hacia un crecimiento sostenido con equidad y entonces actuar consecuentemente.

## **SEGUNDA PARTE**

**EL EXPERIMENTO NEOLIBERAL EN CHILE: 1973-82**



## CAPÍTULO II

### EL EXPERIMENTO NEOLIBERAL: UNA SÍNTESIS CRÍTICA\*

Durante la década del setenta, en el Cono Sur de América Latina se estrenaron modelos económicos que se ubican en el extremo neoliberal del espectro de opciones de estrategias a las cuales los países en desarrollo podían recurrir entonces. El ejemplo de mayor ortodoxia neoliberal lo ofrece el modelo impuesto en Chile en el período que se inicia en 1973 y concluye en 1982<sup>1</sup>.

Por cuatro razones el experimento realizado en Chile reviste gran significación. Primero, Chile se caracterizó por su larga tradición democrática, y el amplio pluralismo prevaleciente en sus instituciones y en el comportamiento de sus ciudadanos. En septiembre de 1973, se estableció un régimen dictatorial a cuyo amparo se desarrolló el modelo neoliberal. Bajo ese régimen, los ejecutores del modelo económico dispusieron de una autonomía excepcional para diseñar, poner en práctica y ajustar su acción. Segundo, se trata del principal caso de aplicación moderna de ortodoxia monetaria, por su pureza, profundidad y extensión de su cobertura. Tercero, su prolongada vigencia (1973-82) ofrece un terreno amplio para la evaluación de sus efectos. Cuarto, el caso fue profusamente publicitado como un éxito, con el apoyo

---

\* Publicado en *Colección Estudios CIEPLAN* 9, Santiago, diciembre de 1982; y en *World Development*, vol. 11, N° 11, noviembre de 1983. Agradezco los comentarios de Eduardo García, Ricardo Lagos, Joseph Ramos, Jaime Ruiz-Tagle, Roberto Zahler y de investigadores de CIEPLAN, en particular de José Pablo Arellano, René Cortázar, Alejandro Foxley y Patricio Meller.

1 El modelo se ha denominado también ortodoxo o monetarista global. El oficialismo también lo tituló economía social de mercado. Esta denominación la identificó erróneamente con experiencias como la de la República Federal Alemana, las que otorgan un papel protagónico a los aspectos sociales y a su complementación con la dimensión económica; son humanistas a diferencia del economicismo neoliberal.

de personeros de ciertos medios financieros, algunas instituciones internacionales, y círculos que parecían priorizar la libertad económica a cualquier precio, por sobre otras dimensiones de la actividad humana. El experimento, con frecuencia, fue expuesto por esos medios como el camino que debieran seguir otros países en desarrollo. Por lo tanto, conocer las verdaderas características del modelo y los resultados que provocó, reviste una significación que trasciende el caso particular de Chile.

En este capítulo nos concentraremos en la dimensión económica, examinando los rasgos más característicos del modelo (sección 1). Luego se analizan las políticas aplicadas en tres áreas estratégicas para el modelo, como son el programa antiinflacionario, la reforma del sector financiero y la apertura al exterior (sección 2). En seguida se exponen los principales resultados registrados en lo que respecta a la producción nacional, a la distribución del ingreso y patrimonio, y a la conexión con el futuro que involucran los resultados obtenidos, en particular por las consecuencias que se observan en el proceso de ahorro-inversión (sección 3). El capítulo termina con un breve recuento de lecciones, que se derivan de este experimento neoliberal-ortodoxo.

Los resultados de nuestra evaluación muestran la incapacidad que exhibe el neoliberalismo en tres áreas estratégicas que le impiden funcionar eficazmente en las economías en desarrollo. Primero, la heterogeneidad de las estructuras productivas, los problemas sectoriales y regionales y las persistentes segmentaciones de los mercados constituyen obstáculos insalvables para la eficacia de políticas económicas globales por sí solas; un segmento creciente, pero minoritario, de elevada productividad, coexistió con numerosas quiebras, deterioro de ingresos y calidad del empleo de la mayoría de la economía. Segundo, la desigualdad inicial imperante entre los agentes económicos, que son lanzados indiscriminadamente a competir entre sí, conduce a que la liberalización y privatización generalizada, y la "neutralidad" impuesta a las políticas, acentúe la concentración del poder económico. Tercero, la presencia de tendencias desestabilizadoras y asimétricas en los procesos de ajuste, en el contexto macroeconómico creado por el monetarismo-ortodoxo, han hecho que éstos resulten notablemente procíclicos, cos-



tosos en lo social y en lo económico. El marco macroeconómico resultante tendió a privilegiar en la práctica las fuerzas especulativas en desmedro de la formación de capital y del desarrollo productivo.

## 1. RASGOS CENTRALES DEL MODELO

En América Latina se han registrado muchos intentos de establecer políticas económicas que conceden al mercado un papel mayor que el que habían tenido precedentemente<sup>2</sup>. Ello, sin embargo, puede involucrar intensidades muy diversas del ámbito de acción del mercado, del papel del Estado, de formas de propiedad de los medios de producción y de participación de las distintas fuerzas sociales en las decisiones centrales y en la distribución de los frutos del desarrollo.

Es indiscutible que en 1973 prevalecían en Chile sustanciales desequilibrios macroeconómicos que era indispensable corregir. Asimismo, la economía estaba sobreintervenida, con excesivos controles microeconómicos sobre empresas privadas y públicas. Ilustrativas al respecto resultan las autocríticas planteadas a través de 1972-73 por diversos personeros de la Unidad Popular, la coalición gobernante con el Presidente Allende (Bitar, 1979, cap. V).

La magnitud de los desequilibrios y la inorganicidad del intervencionismo público facilitó que el enfoque neoliberal-ortodoxo se abriese camino después de septiembre de 1973. Así, en Chile, a diferencia de otras experiencias autoritarias en América Latina, se impuso una versión extrema del monetarismo integral (véase Foxley, 1982, cap. 2). El modelo bajo estudio constituyó un caso extremo por la amplitud del papel asignado al mercado, por la privatización profunda de los medios de producción y por el cambio impuesto sobre la organización social del país. Diversos canales de participación y desarrollo social, surgidos en el continuo proceso de democratización registrado en Chile en los de-

---

2 Las experiencias de Chile en 1952-70 se examinan en Ffrench-Davis (1973). Una comparación con las reformas posteriores en América Latina se desarrolla en Ffrench-Davis (1999).

cenios precedentes, fueron suprimidos, controlados o desarticulados después de 1973.

Con la aplicación del modelo se registraron cambios sustanciales en el papel desempeñado por el sector público en la actividad económica. Se postuló su retiro generalizado, paulatino o abrupto, del amplio campo que cubría. Ello abarcó la propiedad pública<sup>3</sup>, el papel activo en el desarrollo y la orientación de las políticas económicas indirectas, respecto de las cuales se planteó que debían ser absolutamente "neutrales"<sup>4</sup>. La concepción de Estado subsidiario se aplicó con una delimitación notablemente estrecha y presupuestando que el mercado podría asumir numerosas funciones que de hecho no pudo cumplir satisfactoriamente.

Para llevar adelante las transformaciones estructurales de la acción pública no se esperó a tener resueltos los graves desequilibrios y distorsiones coyunturales que enfrentaba la economía chilena. Se juzgó, entonces, que una demora en iniciarlas podría involucrar perder la oportunidad propicia que ofrecía el marco político autoritario y el ambiente antiintervencionista prevaleciente en ese momento entre extensos sectores sociales traumatizados, entre otros, por los graves problemas de abastecimiento y burocratismo en el período previo al golpe. Por otra parte, los partidarios del modelo sustentaban que el subdesarrollo vigente habría sido resultado de políticas estatizantes e intervencionistas aplicadas tanto en el régimen del Presidente Allende como en los cuarenta años precedentes, cruzando por gobiernos que cubrieron todo el espectro político nacional<sup>5</sup>.

3 No obstante la intensidad de la privatización en 1982, la propiedad pública aún era más importante en Chile que en varios países latinoamericanos. La norma, sin embargo, fue la pasividad que se le imprimió a las empresas públicas. El caso de la empresa estatal del cobre, que se expone más adelante, es ilustrativo al respecto.

4 Los perfiles más extremos del modelo no se observaron en su totalidad al inicio. El equipo económico fue conformándose y consolidando su hegemonía entre 1973 y 1975, e imponiendo paralelamente su ortodoxia.

5 Véanse al respecto citas de diversos personeros oficiales en DIPRES (1978) y en Moulián y Vergara (1979).

Las principales transformaciones económicas se localizaron en los campos fiscal, financiero, laboral, relaciones económicas con el exterior, y propiedad pública de los medios de producción; más adelante se realizó también una profunda reforma previsional. En todas estas áreas, el campo de acción económica del sector público se restringió de manera persistente a través del período bajo estudio (Vergara, 1981).

La política fiscal comprendió una reforma tributaria y una reestructuración y reducción de la mayor parte del gasto público. La reforma tributaria incluyó la eliminación del impuesto al patrimonio y a las ganancias de capital y la reducción del gravamen a la renta de las empresas. En cambio, se completó el establecimiento del impuesto al valor agregado, y se suprimieron en general las franquicias vigentes para bienes de consumo básico. La línea de los cambios era reducir la carga tributaria, concentrándola en impuestos de carácter "neutro", pues cualquier diferenciación era considerada distorsionadora de la asignación de recursos (DIPRES, 1978).

El gasto público registrado, como proporción del Producto Interno Bruto (PIB), se redujo más de un cuarto respecto de los niveles que había alcanzado hacia fines de los años sesenta<sup>6</sup>, luego de pasar por niveles de gastos y déficit anormalmente altos en 1972-73. La inversión gubernamental decreció en forma espectacular, disminuyendo en más de la mitad como porcentaje del PIB entre 1970 y 1979. También se redujo el gasto público en los sectores productivos, en actividades de apoyo al sector privado, de aportes a empresas públicas y de obras de infraestructura. El gasto social —principalmente en educación, salud, seguridad social

---

6 Había graves problemas de comparabilidad de las cifras sobre gasto público. La cifra oficial de gasto social lo sobrestimaba, en comparación con 1970, debido a sesgos de la definición usada y a un deflactor erróneo. Cifras homogeneizadas y un análisis para el período 1969-79 se presentan en Marshall (1981). Todas las cifras del texto provienen de ese trabajo. Un exhaustivo estudio sobre el impacto distributivo de los ingresos y gastos públicos hacia fines de los años sesenta se desarrolla en Foxley, Aninat y Arellano (1980).

y vivienda— aumentó su participación en el gasto público. Ello fue proclamado, en forma reiterada, como un indicador del carácter social del modelo. No obstante, lo efectivo es que el gasto real por habitante se redujo y también disminuyó como proporción del PIB. Como se demuestra más adelante, la mencionada baja del gasto social público por habitante se registró en un contexto de notable aumento del desempleo y de deterioro de los ingresos reales de los sectores medios y bajos. En consecuencia, el marco socioeconómico requería, por el contrario, un incremento compensador del gasto.

En el ámbito financiero, la mayoría de los bancos estatizados en el régimen anterior se privatizaron en 1975. Las tasas de interés se liberaron totalmente, se eliminaron regulaciones respecto de los plazos de operación y del destino de los créditos, y se autorizó el establecimiento de nuevas entidades financieras sujetas a escasas limitaciones. Por último, se redujeron gradualmente las restricciones sobre los movimientos de capitales con el exterior.

En lo que se refiere al comercio internacional, se eliminaron prácticamente la totalidad de las restricciones distintas a las arancelarias, y los aranceles se redujeron rápidamente desde los altos niveles imperantes en 1973 (una tasa media simple de 94%) hasta un arancel uniforme de 10% para todo tipo de bienes, vigente desde 1979. Asimismo, en virtud del proceso de liberalización del intercambio, se suprimieron los mecanismos, tales como las bandas de precios, dirigidos a atenuar la transmisión de la inestabilidad externa hacia la economía nacional. Con el objetivo de abrirse indiscriminadamente frente al exterior, Chile se retiró en 1976 del Pacto Andino.

En cuanto a la privatización de los medios de producción, el proceso no se limitó a traspasar empresas tomadas, requisadas o expropiadas durante el régimen del Presidente Allende. Se extendió, además, a empresas creadas en los sucesivos gobiernos que rigieron los destinos de Chile a partir de la creación de la Corporación de Fomento (CORFO) en 1939. En 1970 la CORFO controlaba la propiedad de 46 empresas, número que se elevó a

cerca de 300 en 1973<sup>7</sup>. En 1980 permanecían en poder de esa institución sólo 24 empresas, la mitad de las cuales estaba en proceso de licitación. Además había alrededor de una decena de empresas públicas que dependían de otras reparticiones gubernamentales. Entre ellas se contaban la Corporación del Cobre (CODELCO) y la Empresa Nacional de Petróleo (ENAP).

La venta de empresas se efectuó, en una parte importante, en períodos de recesión y tasas de interés muy elevadas en el mercado interno. A consecuencia de ello, escasos grupos tuvieron la posibilidad de acceder a su compra. Este hecho constituyó una de las causas de la aguda concentración de la propiedad registrada en esos años<sup>8</sup>. En ese proceso fue notoria la escasa participación directa de empresas transnacionales, en contraste con las expectativas oficiales de un vigoroso flujo de inversión extranjera directa. Sin embargo, un masivo incremento de créditos externos proveyó una fracción sustancial del financiamiento requerido por grupos económicos nacionales para adquirir las empresas que se privatizaban.

En el sector agrícola, la transferencia de propiedad tuvo un significado dramático. La reforma agraria desarrollada durante los gobiernos de los presidentes Frei y Allende tuvo un final abrupto. Después de 1973, alrededor de 30% de las tierras que habían sido expropiadas fue devuelto a sus anteriores propietarios, y entre un quinto y un tercio se remató entre no campesinos. Apenas un tercio de la superficie fue asignada a campesinos. Dada la disminución en una de las funciones que ejercía con anterioridad el Estado, consistente en el apoyo crediticio y técnico a campesinos y cooperativas, éstos fueron una de las víctimas de la reestructuración del gasto público; se estima que ya en 1979 cerca de la mitad de los campesinos asignados se habían visto obli-

---

7 No incluye las empresas intervenidas; éstas eran alrededor de 220 en 1973. Véase Vergara (1981). Bitar (1979, cap. X) examina el programa de constitución del Área de Propiedad Social, las desviaciones que experimentó y los problemas que esto involucró.

8 Adicionalmente, la transferencia se efectuó a precios inferiores a los valores normales de mercado. Véanse Dahse (1979); Foxley (1982); Marcel (1989).

gados a vender o dar en arrendamiento sus predios<sup>9</sup>. Paralelamente, hubo una expulsión masiva de campesinos de los predios en que residían antes y durante la Reforma Agraria.

La jibarización del aporte estatal en la vida económica se extendió a otras áreas también. En forma muy sucinta, y lejos de ser exhaustivo, se pueden mencionar la red de infraestructura agrícola (tales como frigoríficos, centrales proveedoras de semillas e insumos, poderes compradores, asistencia técnica a medianos y pequeños agricultores) y la red de infraestructura minera (plantas de procesamiento de minerales).

En 1980 se dio otro paso trascendental, con la privatización del sistema previsional. El régimen de pensiones, financiado hasta entonces mediante un sistema de reparto, fue reemplazado por uno de capitalización individual en financieras previsionales privadas creadas por el nuevo sistema<sup>10</sup>. Las pensiones vigentes y las de los trabajadores que les faltaban menos de cinco años para jubilar siguieron siendo de responsabilidad del sector público. El resto de los trabajadores pudieron optar entre permanecer en el sistema antiguo o trasladarse a una Administradora de Fondos de Pensiones (AFP). Por el mero hecho de trasladarse, el Gobierno estableció (y en la práctica financió) un alza automática del salario líquido de 11%. La elección entre las distintas AFP la debiera efectuar el trabajador evaluando la rentabilidad que estima que le ofrece cada una durante el tiempo que media hasta su jubilación. La rentabilidad es función de las comisiones que libremente puede definir y modificar de hecho periódicamente cada AFP y la utilidad o interés que ésta obtenga de sus inversiones de los fondos previsionales.

---

9 Un factor financiero que contribuyó a forzar la venta o arriendo por parte de los campesinos asignados fue el alto costo del crédito en el mercado interno de capitales y la ausencia de relaciones previas de los campesinos con la banca comercial. Parece haberse supuesto que competirían en condiciones de igualdad con el resto de los usuarios. Respecto de la situación agrícola y campesina véase Crispi (1980); Foxley (1982); Ortega (1987).

10 Las características que poseía el sistema de reparto, las nuevas disposiciones y un examen comparativo con otras opciones se desarrollan en Arellano (1985).

Hay una actividad de la mayor significación que se salvó de la privatización a ultranza, que es la gran minería del cobre. CODELCO soportó fuertes embates del equipo económico, pero logró sortearlos con éxito. No obstante, sufrió restricciones presupuestarias impuestas por el Ministerio de Hacienda, a pesar de las sustanciales utilidades que ha aportado al Fisco. Sólo pudo efectuar inversiones que le posibilitaron mantener el nivel de producción alcanzado en 1977. Dentro de las contradicciones a que condujo el dogma privatizador, el Gobierno privilegió, infructuosamente, el desarrollo de otros yacimientos de cobre por parte de empresas extranjeras. Paradójicamente, estos yacimientos, a pesar de ser ricos en el contexto mundial, lo eran menos que los que explotaba CODELCO, la que se vio sistemáticamente frenada en su expansión<sup>11</sup>.

Ilustrativo de la fuerza del antiestatismo fue que en medio de la profunda crisis de 1982 se persistió en la venta de empresas públicas. El Gobierno constituyó una Comisión de Venta de Activos como parte del 'programa de reactivación'.

Paralelo a las reformas en el terreno más propiamente económico, se impusieron cambios también estructurales en la organización social. Ellos se insertaban, en el discurso oficial económico, dentro de la línea de crear una sociedad competitiva de hombres libres. Ello involucró cambios del sistema universitario, de la organización y dependencia de escuelas básicas, de las prestaciones de salud, de los colegios profesionales, de las organizaciones estudiantiles y sindicales<sup>12</sup>. Lo último, sin duda, fue instrumental para imponer la política salarial que involucró que los salarios reales en 1981 fuesen inferiores, en promedio, a los niveles alcanzados en 1970 y 1971.

---

11 Véase Vignolo (1982). La principal inversión extranjera, realizada por la Exxon, mediante la compra de un yacimiento en explotación, se examina en Tironi y Barría (1978). Véase también Bande y French-Davis (1989).

12 Véase Brunner (1981); Campero y Valenzuela (1981); Moulian y Vergara (1980); Vergara (1981) y diversos artículos en *Revista Mensaje*, en particular, Ruiz-Tagle (1979; 1980; 1981) y Zañartu (1980).

## 2. EL NEOLIBERALISMO EN TRES ÁREAS ESTRATÉGICAS

Uno de los rasgos distintivos del neoliberalismo es su globalismo; su desconocimiento de los problemas de carácter sectorial, de la heterogeneidad de las estructuras productivas y del acceso al poder de diferentes sectores, de la significación de las segmentaciones de los mercados, y de la dificultad para transmitir información hacia los agentes económicos de manera que éstos contribuyan a la concreción de los objetivos de las reformas. En fin, subestima la presencia frecuente de procesos de ajuste desestabilizadores y de rezagos y sobreajustes (*overshooting*). La existencia de estos elementos constituyen obstáculos insalvables para que políticas económicas globales «neutras» o indirectas resulten, por sí solas, eficaces en las naciones en desarrollo o en proceso de transformación.

En esta sección se examinan tres expresiones de políticas «neutras», a las cuales el gobierno les asignó un papel estelar. Y de hecho lo tuvieron, pero con resultados distintos a los previstos. Primero se examinan la política antiinflacionaria y el monetarismo extremo de economía cerrada, que se aplicó hasta 1976, y luego el monetarismo extremo de economía abierta, que se implantó entre 1979 y 1982. En seguida se analiza la reforma financiera iniciada en 1975. Por último, se estudia sucintamente el proceso de apertura al exterior, comercial y financiera.

### a) La política antiinflacionaria<sup>13</sup>

La política monetaria constituyó, hasta 1976, el instrumento en que descansó la acción antiinflacionaria. En los doce meses precedentes a septiembre de 1973 la inflación había alcanzado a 400% anual, y en los meses de junio a agosto de ese año se situó alrededor de 18% mensual (un 630% anualizado)<sup>14</sup>. El déficit fiscal era del orden de 14% del PIB, fuertemente influenciado por

13 El tema se examina con mayor profundidad en Corbo (1985); Ramos (1975; 1986); Foxley (1982).

14 Todas las cifras de inflación usadas aquí se refieren al índice de precios al consumidor corregido en Cortázar y Marshall (1980). El índice oficial subestimó en forma significativa el alza efectiva de los precios, principalmente en 1973 y en 1976-78.



el control de precios a que estaban sometidas las ventas de bienes y servicios de las empresas públicas.

El control de precios, que se extendía a amplias áreas del sector privado, involucraba una fuerte represión de las presiones inflacionarias y un extenso mercado negro (Bitar, 1979). Pocos días después del golpe se efectuó una liberalización de la mayoría de los precios controlados, en un marco que por cierto era de gran incertidumbre. La consecuencia, que era previsible, fue un espectacular incremento de la inflación, la que se elevó a 88% en un mes, alcanzando 590% en el curso del primer año de aplicación del modelo. Es indudable que hubo un sobreajuste de los precios de mercado, que excedió con creces las presiones inflacionarias reprimidas anteriormente. A medida que la situación fiscal iba siendo controlada, la política monetaria pudo tornarse efectivamente restrictiva en el curso de 1974. La hipótesis oficial era que los nuevos fijadores de precios —los empresarios privados— deberían tomar en consideración el comportamiento de la oferta monetaria para los efectos de definir el nivel de los precios de sus productos. Se sostenía que por propia conveniencia restringirían sus alzas de precios para poder mantener sus ventas en el mercado. Y ello lo harían prestamente, a medida que observaran la reducción del ritmo de expansión de la oferta monetaria.

El hecho concreto es que la información sobre oferta de dinero estaba disponible al público con algunos meses de atraso, y con diversos indicadores contradictorios, y que los precios, dada la elevada inflación, se reajustaban con frecuencia, incluso más de una vez al mes. En esas circunstancias, el principal punto de referencia para cada agente económico resultó ser el comportamiento del conjunto de los empresarios, medida a través de la variación del índice oficial de precios al consumidor. Esto era dado a conocer en los primeros días de cada mes respecto del período precedente. La consecuencia fue que tasas de inflación superiores al 300% anual persistieron hasta avanzado el tercer año de vigencia del modelo, a pesar de la restricción monetaria y un presupuesto fiscal ya equilibrado en 1975.

La restricción monetaria, antes que influir sobre los precios, operó con mayor fuerza sobre el nivel de actividad económica: durante 1975 la producción industrial cayó 28%, el PIB decreció 17%<sup>15</sup> y el desempleo abierto (con PEM) se empinó a 20%<sup>16</sup>. El "precio" que sí se ajustó velozmente hacia abajo fue el de los salarios: hacia 1975 habían perdido cerca de 40% de su poder adquisitivo, en respuesta a la modificación de las normas de reajuste legal y uso de un IPC subestimado y a la represión drástica de la actividad sindical.

La receta monetarista para controlar la inflación no funcionó de la manera prevista por los propugnadores del modelo. En cambio, sí multiplicó los efectos propios de la recesión internacional e involucró un notable costo, tanto social como en términos de actividad económica (véanse Foxley, 1982; Ramos, 1986).

Recién a mediados de 1976 el equipo económico reconoció implícitamente que el control monetario resultaba incapaz por sí solo de frenar la inflación. Entonces se incorporó una segunda variable a la política antiinflacionaria, consistente en la regulación del tipo de cambio condicionada a ese objetivo. Así se inició un largo proceso en que se utilizó el tipo de cambio para desacelerar la inflación: reduciendo el costo de los bienes importados y procurando influenciar las expectativas de inflación. En junio de 1976 y en marzo de 1977 se efectuaron revaluaciones cambiarias que fueron acompañadas de una sistemática campaña de los medios de comunicación<sup>17</sup>. La medida surtió un efecto

---

15 En el curso de 1975 surgió un serio problema de balanza de pagos, asociado a una baja aguda de los términos de intercambio, que el gobierno enfrentó con una acentuación de la restricción monetaria y del gasto fiscal y una fuerte devaluación cambiaria. Los efectos del deterioro de los términos de intercambio, debido a la política adoptada, se multiplicaron aproximadamente por tres en la economía interna. El impacto del deterioro de los términos del intercambio registrado en 1975 debe adicionarse a la cifra del texto de caída del PIB para obtener la caída del ingreso disponible.

16 Las graves limitaciones de las cifras oficiales sobre el nivel de empleo y una serie corregida para el período 1970-85 se exponen en Jadresic (1986).

17 Luego de las publicitadas revaluaciones se aplicaron minidevaluaciones diarias. La política cambiaria se analiza en detalle en el capítulo IV.

apreciable, pues rápidamente la inflación se redujo a menos de 100% anual luego de la primera revaluación y bajo 60% con la segunda<sup>18</sup>. Fue un tardío aprendizaje, con un ingente costo social y productivo para Chile, de que la inflación no estaba siendo generada por un exceso de demanda y de expansión monetaria. El tardío aprendizaje fue, también, incompleto, pues se recurrió a un solo instrumento adicional de regulación. Ello involucró condicionar el tipo de cambio, en exceso, a la política antiinflacionaria, sacrificando así objetivos de equilibrio del sector externo y de producción de transables.

La política antiinflacionaria culminó en 1979 con la congelación de la tasa cambiaria, de nuevo apoyada con todo el peso de la publicidad de la gran mayoría de los medios de comunicación. La nueva versión oficial fue que, ante un tipo de cambio congelado, en una economía con libre importación, como ya era la chilena, los precios internos no podrían subir más rápidamente que la inflación internacional. A estas alturas se había adoptado, por consiguiente, a fardo cerrado, el enfoque monetario de la balanza de pagos, entonces de moda en medios académicos y financieros ortodoxos. En concordancia con la característica de adherir a planteamientos extremos, las autoridades se trasladaron del enfoque monetario de economía cerrada, la verdad oficial hasta 1976, al de economía abierta. En el primero, la inflación interna se suponía resultado exclusivo de la expansión monetaria. En el segundo caso, la inflación interna se suponía que respondía a las variaciones de precios internacionales más la del tipo de cambio; congelado éste, rápidamente debía producirse la igualación entre la inflación interna y la externa.

En el momento de la congelación del tipo de cambio (junio de 1979), la inflación interna era algo superior a 30%, en tanto que la externa se situaba alrededor del 12%. La convergencia entre ambas tasas de inflación se produjo, pero lentamente; durante año y medio la inflación interna superó fuertemente a la

---

18 En ese período también se acentuó el porcentaje de subestimación de la inflación real por parte del índice oficial de precios al consumidor. No obstante, aun el IPC corregido muestra una baja, que es la señalada en el texto.

internacional, con lo cual el tipo de cambio perdió poder adquisitivo. Así, la vigencia del régimen de libre importación involucró una inundación de los mercados internos y un desequilibrio insostenible de la cuenta corriente de la balanza de pagos durante 1981. Para resolver el déficit externo, se confió en que operase un mecanismo de ajuste automático al estilo del patrón oro vigente con anterioridad a la crisis mundial de 1929: supuso que el tipo de cambio real se reajustaría automáticamente gracias a la contracción de la liquidez monetaria, asociada a la pérdida de reservas internacionales que estaba experimentando el Banco Central desde fines de 1981. Esa contracción debía provocar una reducción drástica de los precios y de los salarios nominales (Arellano y Cortázar, 1982). Sin embargo, un detalle aparentemente no considerado, fue el hecho de que el atraso cambiario acumulado entre 1979 y 1981 fuese cercano al 30% (además del efecto rezagado de la liberalización de las importaciones, como se analiza en el capítulo III). El ajuste requerido operó tardíamente y sólo en una pequeña proporción, a través del ajuste automático de los precios, al lograrse tasas negativas de inflación en algunos meses de 1982. Pero paralelamente se registró un espectacular deterioro de las ventas, producción y empleo notablemente más intenso que la recesión experimentada en 1981-82 por otras economías latinoamericanas y un estrangulamiento progresivo de las empresas por la vía de un endeudamiento creciente a tasas de interés reales extraordinariamente altas. A esto retornaremos en seguida.

A pesar de las numerosas e intensas restricciones que pesaban sobre la actividad sindical y de que los salarios reales aún permanecían a niveles medios inferiores a los de 1970, los conductores del modelo le imputaron a las remuneraciones la responsabilidad por la inhabilidad del ajuste automático para operar en forma fluida y rápida<sup>19</sup>. A mediados de 1982 pretendieron decretar una rebaja

19 Los salarios tenían un piso dado por el IPC del período anterior. Varios autores asignan a esta reajustabilidad la causa del costoso ajuste recesivo. No obstante, no se conocen casos de deflaciones masivas producidas por restricción de la liquidez que operen fluidamente, con la intensidad requerida y sin graves problemas para los deudores y la actividad económica. La inflexibilidad a la baja de muchos precios y salarios nominales sigue siendo una realidad a través del mundo, al margen de las normas legales sobre reajustabilidad.

general de remuneraciones, topándose con la imposibilidad de imponer una medida que el equipo económico juzgaba prioritaria. Entonces se optó por la devaluación cambiaria, en medio de una inflación reprimida a niveles inferiores a los de las naciones industrializadas<sup>20</sup>, pero con perturbaciones insostenibles en el aparato productivo y financiero: entre junio y octubre de 1982 el tipo de cambio se devaluó más de 70%, en medio de una crisis generalizada.

### **b) Reforma del sistema financiero<sup>21</sup>**

En 1973, los bancos comerciales estaban mayoritariamente en poder del Estado como resultado de la estatización de la banca impulsada por el gobierno anterior. Durante 1975 la mayoría de los bancos fueron licitados, volviendo al área privada. El principal banco comercial —el Banco del Estado, constituido en 1953— se mantuvo en poder público, pero su participación en el mercado se redujo desde cerca de 50% a inicios del decenio a 14% de los préstamos vigentes en 1981. Con anterioridad —en 1974— se autorizó la creación de sociedades financieras privadas que podían captar y prestar recursos, determinando libremente la tasa de interés. En cambio, los bancos siguieron sujetos a un interés máximo legal hasta abril de 1975. Esta y otras discriminaciones en contra de los bancos, mientras permanecían en poder estatal, favorecieron durante ese período el auge de las nuevas sociedades financieras. Una discriminación con igual signo y enorme impacto tuvo lugar contra el sistema cooperativo de ahorro y préstamo para la adquisición de viviendas (SINAP). Esta discriminación en su contra involucró que los fondos captados por el SINAP decreciesen desde 28% del total de activos financieros en 1973, a 7% en 1977.

Además de liberar la tasa de interés, en 1975 se eliminaron las normas sobre el control cuantitativo del crédito en moneda

---

20 Es importante señalar que la inflación externa que enfrentó la economía chilena fue negativa, en virtud de la apreciación del dólar estadounidense frente a las monedas de los restantes países industrializados. Entre mayo de 1981 y junio de 1982 la inflación externa en 12 meses alcanzó una media de -2%.

21 El tema se examina con detalle en el capítulo V; y Arellano (1983).

nacional y la selectividad del encaje o reservas bancarias, las que se orientaban, principalmente, a canalizar fondos preferentemente hacia la producción en vez del consumo; también se eliminaron las restricciones respecto de plazos de las operaciones bancarias (salvo un mínimo general de 30 días). Luego, se uniformaron gradualmente tanto las operaciones permitidas como sus condiciones para las distintas instituciones financieras. Dentro de esta tendencia a la uniformación del tratamiento se incluyó a la banca extranjera (véase el cap. V).

El equipo económico esperaba que la liberalización del mercado financiero interno, acompañada de la gradual apertura financiera al exterior, llevase a un incremento del ahorro nacional y de la calidad de la inversión, al suprimirse los subsidios existentes anteriormente y al quedar todos los usuarios del crédito sometidos a normas uniformes. La realidad resultó ser espectacularmente distinta, y sitúa a la reforma financiera y al manejo oficial del sector externo en el corazón de la crisis económica que emergió a la superficie en 1982.

Las dos características más notorias del funcionamiento del mercado interno de capitales fueron los plazos y las tasas de interés que prevalecieron a través de siete años de vigencia comprendidos entre 1975 y 1982. El plazo más frecuente de los depósitos y colocaciones fue el de 30 días, con una merma ostensible de los fondos a plazos largos. La tasa media de interés real (descontada la inflación) fue del orden del 38% anual en el periodo 1975-82, abarcando un rango comprendido entre 12% y 120% (véase el cuadro V.5 del cap. V). Esto es, las tasas de interés reales en el mercado interno, aparte de un promedio notablemente elevado, exhibieron una gran variabilidad a través del tiempo.

Los créditos disponibles a plazos extensos y a tasas de interés similares a las internacionales fueron, fundamentalmente, los correspondientes a préstamos externos. A estos tuvieron acceso principalmente las empresas conectadas a los bancos comerciales y a los grupos económicos que se desarrollaron vertiginosamente durante el período bajo estudio (véase Dahse, 1979). La notable

segmentación del mercado a que ello dio lugar fue reconocida parcialmente recién luego de la emergencia de la crisis. En 1982 salió a la luz pública que, por ejemplo, el principal banco del más grande de los grupos económicos tenía el 42% de sus colocaciones totales (las financiadas con fondos internos y externos) en empresas relacionadas con sus directores o dueños.

Reiteradamente, a través de los siete años de vigencia de la reforma financiera, los propugnadores del modelo predijeron disminuciones de las tasas de interés reales. Exclusivamente, durante 1980, se produjo una baja significativa del costo financiero real que se prolongó por nueve meses. Ella estuvo asociada, por una parte, a la congelación del tipo de cambio durante todo el año, y a una tasa media de inflación interna aun superior a 30% anual. A consecuencia de ello, el costo real del crédito externo resultó negativo (-8%) para los deudores nacionales. Por otra parte, el volumen del financiamiento externo aumentó aceleradamente. De esta manera, el crédito externo llegó a representar 40% del financiamiento interno y externo total. Su alto volumen y su costo real negativo, a pesar de la persistente segmentación del mercado interno y externo, arrastró hacia abajo el costo del crédito de origen interno, a tasas del orden del 12%; esto es 20 puntos más que la tasa que enfrentaron las grandes empresas y bancos que lograron acceso a fondos provenientes de la banca comercial internacional.

La política oficial, a través de los siete años, esperó que el mercado libre condujese hacia la igualación de las tasas de interés internas y externas, a un mercado financiero integrado, y a un funcionamiento que estimulara la inversión y su eficiencia. La realidad fue muy distinta: i) prevalecieron incluso en 1980-81 brechas entre tasas internas y externas superiores a 20 puntos anuales; ii) en el mercado interno, la brecha (MIF) entre tasas activas (préstamos) y pasivas (depósitos) fue del orden de 15 puntos; iii) las tasas nominales y reales fueron muy inestables, así como las brechas mencionadas en los dos literales anteriores; iv) se expandió el crédito al consumo, predominantemente de bienes prescindibles importados; v) el alto costo del crédito, su inestabilidad y el breve

plazo de las operaciones (principalmente 30 días) desalentaron la inversión productiva: ¿qué inversiones no especulativas podían solventar tasas reales de interés con promedios anuales de 38%?

En definitiva, la tasa de formación de capital (inversión interna bruta fija como proporción del PIB) fue durante la vigencia del modelo ortodoxo menor que las cifras históricas, y el ahorro tuvo un comportamiento aun más deficiente. Retornaremos al tema en la sección 3.

### c) Apertura indiscriminada al exterior<sup>22</sup>

La liberalización de las importaciones suprimió toda selectividad en la política comercial. El elemento central de la reforma estuvo constituido por la rápida reducción de la protección (entonces evidentemente excesiva) con que contaban los sustitutos de importaciones en septiembre de 1973. Como se expone en el capítulo III, la meta del proceso de liberalización experimentó cambios significativos durante el curso de su aplicación. En 1974, se indicó que en 1977 ningún arancel sería superior a 60%. Luego, en 1975, se definió que el rango arancelario estaría comprendido entre 10 y 35% y que se alcanzaría, mediante sucesivos ajustes, el primer semestre de 1978. Sin embargo, las rebajas finales se anticiparon, culminando ese proceso en agosto de 1977. Tres meses después, por último, se anunció un programa de ajustes mensuales, en virtud del cual, desde junio de 1979 rigió el arancel uniforme de 10%.

Reiteradamente se señaló que el tipo de cambio real subiría a medida que se redujera la protección arancelaria efectiva. Sin embargo, como se expuso recién, al poco tiempo el tipo de cambio se empezó a usar para reducir expectativas inflacionarias, tal como en otras experiencias de la región. El resultado fue que fases avanzadas de la liberalización arancelaria fueron acompañadas de intensas revaluaciones cambiarias, acentuando los efectos desustituidores y contribuyendo a un creciente déficit en cuenta

---

<sup>22</sup> Un completo análisis de la apertura comercial en el período bajo estudio se encuentra en el capítulo III.



corriente. En la práctica, la presencia de voluminosos movimientos de capitales, permitió o estimuló desviaciones significativas respecto de la supuesta compensación entre rebajas arancelarias y tipo de cambio.

Las importaciones totales, medidas en valores de poder adquisitivo constante, se expandieron en montos significativos en relación con el nivel de actividad económica interna. La influencia de la política de liberalización se observó principalmente en la categoría de bienes de consumo, en particular de los no alimenticios, donde se concentró la mayoría de las nuevas importaciones (véase el capítulo III).

Las exportaciones no tradicionales mostraron un notorio crecimiento y diversificación según productos y mercados de destino. Su participación en el PIB se elevó cerca de 4 puntos entre 1970 y 1980. Ello permitió que las exportaciones totales se acercaran a 20% del PIB en este año. No obstante, se observó un notorio quiebre de la tendencia expansiva hacia fines del período. Adicionalmente, las exportaciones que siguieron expandiéndose después de 1976 correspondieron predominantemente a rubros intensivos en recursos naturales (Ffrench-Davis, 1979b; 1983c).

Así como la sustitución de importaciones comprende una etapa fácil, también hay una etapa fácil inicial en la promoción de exportaciones de las economías semi-industrializadas. La expansión de las exportaciones no tradicionales de los años setenta se ubica, en general, en esta etapa. En efecto, se apoyó en recursos naturales ricos y en capacidades instaladas inicialmente subutilizadas. La subutilización característica de procesos de sustitución de importaciones protegidas en forma excesiva y el gran atraso de los tipos de cambio oficiales en 1971-73, luego se vio acentuada por la gran depresión de la demanda interna registrada en 1975-76 y su lenta recuperación en cinco años. La situación descrita permitió expandir inicialmente las exportaciones sin inversiones significativas. Para la materialización de las mayores exportaciones confluyeron cuatro factores adicionales: primero, se aplicó una política cambiaria de minidevaluaciones que, no obstante movimientos contradictorios desde 1976, en combi-

nación con la reducción fuerte del costo de la mano de obra, apoyó las exportaciones no tradicionales; segundo, la presencia de Chile en el Pacto Andino hasta 1976 brindó un mercado ampliado para más de un tercio del aumento de las exportaciones nuevas. Tercero, la reducción de los costos de los insumos importados para los exportadores que no gozaban antes de exenciones arancelarias. Por último, en combinación con los factores mencionados, la posición privilegiada otorgada a la promoción de exportaciones en el discurso oficial contribuyó a fortalecer aceleradamente la, entonces, incipiente mentalidad exportadora de los sectores empresariales<sup>23</sup>.

La brecha entre importaciones y exportaciones se agrandó persistentemente a partir de 1977. Varios factores explican la brecha creciente y el deficiente comportamiento de la producción de bienes transables.

La parte más dolorosa de la liberalización aduanera se efectuó a una gran velocidad y sus efectos negativos fueron reforzados por las revaluaciones cambiarias (véase el cuadro III.2). Acen tuando su gravedad, esa política se realizó en el contexto de una demanda interna muy deprimida y un desempleo abierto notoriamente elevado. En consecuencia, el marco macroeconómico fue poco propicio para la identificación de las ventajas comparativas y las correspondientes oportunidades de inversión (véase el cap. III).

Por último, el desempleo abierto acrecentó la brecha entre las ventajas comparativas de mercado y las sociales. En efecto, la existencia de un alto desempleo y del nivel anormalmente bajo de inversión implicó que la posibilidad de lograr una reasignación efectiva de los recursos fuese escasa; de esta manera, con frecuencia los recursos liberados quedaron desocupados. Por lo tanto el costo de oportunidad de los recursos liberados por los sectores

---

23 La política oficial incluyó la promoción a través de una institución pública (PROCHILE). Ello involucró una desviación respecto de la ortodoxia, que pretendía basar la promoción de las exportaciones exclusivamente en la liberalización de las importaciones y en el supuesto incremento compensador del tipo de cambio. A medida que el enfoque ortodoxo fue adquiriendo el control de la acción pública, PROCHILE perdió significación rápidamente.

afectados negativamente por la apertura tendió a ser inferior a su costo de mercado. En consecuencia, la correspondiente desustitución de importaciones fue ineficiente en muchos casos: desplazó a producción nacional que, en condiciones normales, por ejemplo en lo que respecta a tasas de interés y tipo de cambio, habría podido competir con las mercaderías importadas.

Así, el desempleo, precios macroeconómicos desalineados y la depresión de la demanda interna generaron un entorno real sustancialmente distinto al marco teórico en que se apoya la argumentación en favor del libre comercio. La inestabilidad proveniente de los numerosos cambios registrados en la economía chilena, la deprimida demanda interna, las elevadas tasas de interés, la volatilidad cambiaria y la pasividad extrema del sector público hicieron difícil identificar dónde se localizan las posibles ventajas comparativas adquiribles. En consecuencia, la escasa inversión interna resultante se concentró, principalmente, en rubros intensivos en recursos naturales, siendo menos significativa en las actividades intensivas en valor agregado sobre el componente natural y en ventajas comparativas adquiribles.

Indudablemente, el mal desempeño fue agravado por la congelación del tipo de cambio en 1979 y la pronunciada apreciación real que experimentó en los años siguientes (véase el cap. IV). Incluso aquellas exportaciones basadas en recursos naturales más valiosos, como las frutas, fueron afectadas por el deterioro cambiario. La adopción irrestricta del enfoque monetario de la balanza de pagos y la creencia en un ajuste automático resultó perjudicial, incluso, para uno de los éxitos efectivos que podía exhibir la política económica en sus nueve años de aplicación.

En definitiva, el mensaje reasignador de la liberalización comercial fue más claro para los sectores que debieron contraerse que para los susceptibles de expandirse. El crecimiento más acelerado de las importaciones que de las exportaciones se cubrió con crecientes ingresos de capital extranjero.

El gobierno esperaba un vigoroso ingreso de inversiones extranjeras directas (IED), en respuesta al ambiente económico y

político que ofrecía y a las normas notablemente favorables establecidas por el nuevo estatuto para la inversión extranjera (Decreto Ley 600 de 1974). De hecho, sin embargo, la IED respondió de manera insatisfactoria para las expectativas del equipo económico. Hubo compromisos de eventual inversión de voluminosos montos pero su concreción resultó lenta (véase Lahera, 1981; Vignolo, 1980). Por otra parte, una proporción apreciable de los modestos ingresos correspondió a dos rubros que no involucran creación directa de capacidad productiva. Una corresponde al capital aportado por sucursales de entidades bancarias transnacionales y el otro a la compra de activos productivos o paquetes de acciones.

En contraste, el acceso a capital financiero en los mercados internacionales privados constituyó la fuente predominante de financiación del creciente déficit en cuenta corriente. Su principal destinatario fue el sector privado. Como durante buena parte de los años setenta, las tasas de interés reales fueron bajas o negativas en los mercados internacionales de capitales privados y el acceso a los fondos fue expedito, en el equipo económico y en muchos otros círculos a través del mundo se formó la opinión de que endeudarse era un "buen negocio" y que si los países lo hacían a través del sector privado habría seguridad de que los fondos serían invertidos eficientemente (véase el cap. V).

De nuevo la realidad resultó distinta a lo previsto por los propugnadores del modelo. Una proporción significativa del crédito externo se destinó al consumo. El voluminoso ingreso de fondos, a su vez, contribuyó a promover y hacer viable durante varios años la excesiva liberalización de las importaciones y la apreciación cambiaria. En efecto, de haber sido menor la disponibilidad de crédito externo el gobierno se habría visto obligado a moderar la liberalización arancelaria y/o el atraso cambiario. De hecho la disponibilidad de créditos con que contó Chile fue muy amplia y mayor que la que podía absorber productivamente. Después de un incremento moderado de la deuda en 1977-79, se aceleró en 1980 y creció espectacularmente en 1981, incrementándose cerca de 35% en este último año. A diferencia de otros

países que canalizaron los fondos externos hacia la inversión, en Chile, en vez de tener un proceso de “crecimiento económico promovido por la deuda”, se tuvo un “déficit en cuenta corriente promovido por la deuda”, con un impacto negativo sobre la producción nacional derivado de la inundación del mercado interno por importaciones y del desaliento de las exportaciones. Por último, las condiciones externas cambiaron hacia fines del período: las tasas reales de interés se elevaron abruptamente y el acceso a los fondos se tornó progresivamente difícil en 1981-82.

El experimento en esta área culminó a mediados de 1982 con la devaluación abrupta del tipo de cambio, luego de pasar por algunos meses de costoso e ineficiente “ajuste automático” (Arellano y Cortázar, 1982).

### **3. PRODUCCIÓN, DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO E INVERSIÓN**

En esta sección se efectúa un estudio sucinto de los resultados obtenidos en tres ámbitos. En primer lugar, qué aconteció con el PIB y sus principales componentes. Luego, en qué grado la economía estuvo generando nueva capacidad productiva y mayores corrientes de ahorro. Por último, de qué manera se repartieron los frutos y los costos de la aplicación del modelo. Los antecedentes presentados muestran que i) el crecimiento fue predominantemente ficticio; ii) la tasa de formación bruta de capital fue significativamente menor que la histórica; y iii) los limitados beneficios fueron recibidos por una minoría y elevados costos castigaron a la mayoría, registrándose un grave deterioro de la distribución del ingreso y el patrimonio.

#### **a) La producción global y su composición**

Las cuentas nacionales que miden la evolución del PIB muestran un “crecimiento” elevado entre 1976 y 1981, tanto las cifras oficiales como las corregidas (Marcel y Meller, 1986). Sin embargo, la aplicación del modelo no se inició en 1976 sino en 1973, aun cuando en forma parcial. En segundo lugar, en 1975 se registró una notable recesión de la economía nacional que

multiplicó aproximadamente por tres los efectos depresivos de *shocks* llegados desde el mercado internacional. El resultado interno fue una disminución del PIB de 17%. En consecuencia, medir la evolución económica a partir de ese punto depresivo muestra un “crecimiento” que, en la realidad, es simplemente una *recuperación* de los niveles anteriores; mientras que 1976-81 arroja una tasa de aumento por habitante de 4,7% anual, el período 1974-81 da una de 1,4%. Es obvio que mientras mayor hubiese sido la recesión de 1975, más intensa podría haber sido la recuperación. Por consiguiente, cuanto mayor es la pérdida (social y privada) de producción a causa de la recesión más elevado aparecería el “crecimiento” si se omite considerar el período de recesión y se empieza a medir aquél a partir del punto más bajo. Es un error extremadamente burdo, pero frecuente.

Paradójicamente la recesión interna fue útil en varios sentidos para el gobierno. Primero, le permitió mostrar crecimiento, con amplia difusión en medios de comunicación nacionales y extranjeros. De allí surgió la imagen errónea de que Chile crecía vigorosamente y crecería persistentemente a tasas del orden de 8% por año<sup>24</sup>, al margen de lo que aconteciese en el resto del mundo. Segundo, pudo mostrar que el empleo mejoraba, pero después de que la tasa de desocupación se había elevado desde 6% a 22%, olvidándose del punto de partida. Tercero, al nivel más político, luego de una recesión intensa —en un marco autoritario con un control férreo de los medios de comunicación y la represión de las organizaciones sociales, que permitió la mantención de la política neoliberal—, la recuperación posterior generó una creciente sensación de alivio para empresarios y trabajadores.

El escenario se torna más desfavorable para el modelo cuando se desagrega la composición del PIB. Lamentablemente, para la desagregación que queremos hacer no contamos con cifras revisadas, por lo cual tendremos que recurrir a las oficiales. Ello se realiza en el cuadro II.1. En primer lugar, el endeudamiento externo y su costo se elevaron. Cerca de un quinto del “crecimien-

---

24 Véanse, por ejemplo, las ilustrativas citas recopiladas en Foxley (1980, pp. 5-6).

to" por habitante contabilizado entre 1974 y 1981 correspondió a pagos de intereses y utilidades al exterior; por lo tanto, la expansión del producto nacional resultó inferior a la del PIB por ese concepto. En segundo lugar, dos sectores de gran "dinamismo" en su aporte al PIB fueron el valor agregado por *la comercialización de productos importados y los servicios financieros*. Esto es, dos sectores ligados a la esencia del modelo, que exhiben una espectacular tasa acumulativa de expansión de 13% anual. El primer sector se expandió en virtud del incremento acelerado de las importaciones de bienes de consumo y otros. Como se expuso, éstos no se financiaron principalmente con mayores exportaciones, sino con un incremento de los créditos externos al sector privado. Esa fuente de dinamismo era insostenible en una economía con un débil sustento productivo real. La segunda fuente de dinamismo estuvo asociada a la reforma financiera y obedeció en proporción significativa a la brecha entre las tasas de interés de depósitos (o captación) y préstamos y a la transferencia en Chile de créditos obtenidos en el exterior. Así, el dinamismo dependía de dos factores anormales y perjudiciales para las actividades productivas y para la inversión.

**Cuadro II.1**  
**Evolución del PIB y su composición, 1975-81**  
 (tasas % de variación anual)

	Total		Por habitante	
	1975-80 (1)	1975-81 (2)	1975-80 (3)	1975-81 (4)
1. Producto interno bruto	3,8	4,0	2,3	2,5
2. Producto nacional bruto	3,4	3,5	1,9	2,0
3. Valor agregado				
a) Comercialización de importaciones	15,5	16,2	13,8	14,5
b) Servicios financieros	14,6	14,2	12,9	12,5
4. Producto nacional bruto excluido el valor agregado en 3.	1,9	1,8	0,4	0,3

Fuente: Cálculos basados en cifras oficiales de Cuentas Nacionales, 1960-81, en pesos de 1977. Las cifras revisadas de Marcel y Meller (1986) dan un crecimiento del PIB total de 2,6% en 1975-81, con el ajuste localizado en la industria (incluida en la línea 4). No contamos con desagregación de las cifras corregidas como para rehacer con ellas este cuadro.

Es indudable que los dos rubros contienen, por la distorsión que involucran para la economía nacional, una dosis apreciable de artificialidad. Entonces, resulta muy significativo que el resto del valor agregado por habitante, que en 1974 constituía el 91% del producto nacional bruto, haya permanecido virtualmente estancado, como se aprecia en la columna 4 del cuadro II.1<sup>25</sup>. A ello cabe agregar la baja del PIB superior al 14% en 1982-83, en tanto que América Latina, en su conjunto, tendría una caída de 3,5% en el trienio 1981-83.

### **b) El nexos con el futuro**

La conexión con el futuro económico pasa por el ahorro y la inversión<sup>26</sup>. Los propugnadores del modelo pretendían que éste lograra un incremento sustancial del ahorro, de la inversión y de la eficiencia.

El análisis precedente demuestra que los resultados fueron negativos en el campo productivo. Sin embargo, ello podría ser compatible con un vigoroso proceso de inversión de larga maduración. Desafortunadamente, lo opuesto se acerca más a la realidad. En cada uno de los años comprendidos entre 1974 y 1980, la tasa de inversión bruta fue inferior a la tasa registrada en cada uno de los años sesenta; y, en 1981, era menor que en 1970 (Marcel y Meller, 1986). Paralelamente, una proporción inferior de esa inversión fue financiada con el ahorro nacional; en 1970 cerca del 90% se cubrió con ahorro nacional, en tanto que en 1978-81 apenas alrededor de la mitad provino de esa

---

25 El valor agregado en la producción de exportaciones creció aceleradamente, como ya se señaló. Por consiguiente, en el resto no exportador (alrededor de un 70% del PIB) resultó una contracción sustancial. Dentro de éste, la industria representaba la principal actividad, siendo afectada por la recesión de 1975, la liberalización comercial y la apreciación cambiaria. Véase el cap. III.

26 Hay muchas otras conexiones con el futuro que aquí no se examinan. Entre ellas cabe mencionar el impacto que el modelo pueda haber tenido sobre la capacidad de absorción y adaptación de tecnología; el grado de creatividad del sistema de educación técnica y universitaria; el desarrollo cultural nacional; los canales de participación, que sirven de base para estrategias de desarrollo de consenso nacional; el dinamismo y eficiencia de la función estatal promotora del desarrollo.



fuente. Por otro lado, el fuerte incremento de la desigualdad de esos años se expresó más en una notoria diferenciación de estilos de vida que en mayores niveles de ahorro, como lo atestigua la baja en la tasa de ahorro nacional respecto tanto de 1970 como de 1973.

### c) Concentración del ingreso y la riqueza

Aquí haremos un breve recuento de indicadores de ingreso salarial y pensiones, empleo, consumo, mortalidad infantil y propiedad. Otros se abordan en el capítulo VIII.

**Cuadro II.2**  
**Indicadores de distribución del ingreso y desocupación, 1970-81**

	Ingresos (1970=100)			PEM (%)	Desempleo (%)		
	Remuneraciones	Pensión media	Asignación familiar media		Abierto	PEM	Total
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1970	100,0	100,0	100,0	—	5,9	—	5,9
1974	65,1	51,3	69,5	—	9,1	—	9,1
1976	64,8	52,3	61,8	80,5	16,6	5,2	21,9
1978	76,0	62,1	56,0	45,5	13,8	4,2	18,0
1980	89,0	74,3	54,4	37,6	11,7	5,2	16,9
1981	96,8	78,0	54,0	32,1	10,4	4,7	15,1
1974-81	76,1	61,9	59,3	48,8 <sup>a</sup>	13,0	4,8 <sup>a</sup>	16,8

Fuente: Jadresic (1990) para la col. (1); Arellano (1985) para la col. (2); Cortázar (1983) para la col. (3). La columna (4) indica el ingreso en efectivo de los trabajadores del empleo mínimo como porcentaje del salario mínimo vigente en 1970. Todas las cifras en pesos corrientes han sido deflactadas por el índice de precios al consumidor corregido (Cortázar y Marshall, 1980) hasta 1978 y por el índice oficial en los años posteriores. Las columnas (5) a (7) están basadas en estimaciones de Jadresic (1986).

<sup>a</sup>Promedio 1976-81.

En el cuadro II.2 se aprecia la evolución de algunos indicadores de ingresos de los asalariados activos y pasivos. Todos ellos indican un comportamiento regresivo. Las remuneraciones, en el periodo 1974-81, promediaron apenas tres cuartos del nivel logrado en 1970. Luego de un descenso violento en 1973 y 1974, las remuneraciones reales iniciaron cierta recuperación en 1977, sin haber recobrado aún en 1981 el nivel alcanzado once años an-

tes<sup>27</sup>. Factores determinantes, aunque no exclusivos del deterioro de los salarios, fueron la represión sindical, las políticas oficiales de reajustes ligadas al índice oficial de inflación subestimada sistemáticamente, y la baja inversión productiva; los ingresos mermaron mucho más intensamente debido al alto nivel de desocupación. Las pensiones y las asignaciones familiares pagadas por la seguridad social por las cargas de los asalariados (cónyuge e hijos que no trabajan) experimentaron también un deterioro pronunciado, como se observa en las columnas 2 y 3<sup>28</sup>.

Por último, la situación de empleo también muestra un deterioro notable. A pesar de cierta mejora registrada entre 1976 y 1981, en este año el desempleo abierto duplicaba la tasa de 1970. Como paliativo de la expansión de la cesantía, el gobierno estableció en 1975 un programa de emergencia, llamado empleo mínimo (PEM); sus miembros desempeñaban labores principalmente en municipalidades e instituciones públicas. En 1981 representaban cerca de un 5% de la población ocupada y su remuneración era equivalente a un tercio del salario mínimo vigente en 1970. Si se incluye a los trabajadores del PEM, la tasa de desocupación triplicaba la del año de referencia (cuadro II.2, col. 7). Con la crisis emergida en 1982, el desempleo se había elevado a 31% de la fuerza de trabajo (con el PEM) en 1983.

El deterioro de los salarios reales y del empleo se manifiesta en la distribución del gasto de consumo de la población. Los escasos antecedentes disponibles corresponden a 1969 y 1978<sup>29</sup>. Divididos los hogares en quintiles, se observa que el más pobre

---

27 Nótese que 1970 se toma como un punto de referencia normal. El índice de remuneraciones fue en 1971 muy superior y en 1972 algo menor que en 1970. Véase Cortázar (1983). El índice, calculado por el INE, no comprende a empresas con menos de 20 trabajadores ni asalariados agrícolas ni trabajadores del PEM.

28 En 1973 se igualaron las asignaciones familiares pagadas a obreros y a empleados. La igualación se hizo por abajo, de manera que todas descendieron, aunque en menor proporción las de los obreros: el poder adquisitivo de éstas en 1981 era alrededor de un quinto menor que en 1970.

29 Información basada en encuestas de presupuestos familiares efectuadas en Santiago por el INE.

redujo su consumo en 31% entre ambas observaciones; el segundo y tercer quintiles perdieron 20% y 12%, respectivamente; como el monto de la canasta permaneció estancado, esas caídas fueron similares a las pérdidas porcentuales de participación de esos quintiles. En cambio, el quintil de mayor nivel mejoró notoriamente su participación a expensas de los otros grupos (véase el cuadro VIII.2).

Hay un indicador importante que muestra una mejoría apreciable durante el lapso bajo estudio. Se trata de la tasa de mortalidad infantil, que se redujo de 66‰ en 1973 a 33‰ en 1980<sup>30</sup>, a pesar del deterioro de la situación de empleo y de la distribución del ingreso. El principal factor compensador del impacto negativo del deterioro de la situación económica de la mayor parte de la población después de 1973 estuvo asociado al énfasis puesto por el Servicio Nacional de Salud en el sector materno-infantil y a los programas de nutrición dirigidos a lactantes y desnutridos (Raczynski y Oyarzo, 1981; Monckeberg, 1998).

A diferencia de este rubro específico, como se expuso, el gasto social total del sector público disminuyó entre 1970 y 1981 (Cabezas, 1988; French-Davis y Raczynski, 1990); la caída fue muy fuerte en educación, salud y vivienda, con un descenso de 17%. No obstante, como el gasto total descendió en mayor proporción, el gasto social pasó a ocupar un porcentaje más alto del presupuesto público.

La distribución de los activos y del patrimonio también experimentó una aguda concentración. Este fenómeno estuvo asociado: i) a los cambios registrados en las remuneraciones y empleo, ii) a la privatización de empresas públicas, iii) al impacto de la recesión sobre los empresarios independientes de los principales grupos económicos, en combinación con el peculiar funcionamiento que exhibió el mercado de capitales.

Es indudable que el deterioro ocurrido en el empleo y en los ingresos de los trabajadores impactó sobre la distribución

---

30 En los inicios de los años sesenta era 110‰ y en 1970 se situó en 82‰.

del gasto y del patrimonio. Adicionalmente, los trabajadores de mayores ingresos experimentaron un espectacular mejoramiento, incrementándose la dispersión entre ingresos altos y los medios y bajos. Pero la concentración también fue alimentada por otros componentes del modelo económico. Como se expuso, numerosas empresas en poder del sector público fueron privatizadas en forma apresurada. Ello se realizó en una economía en recesión y con altas tasas de interés. Sólo un reducido segmento del sector privado pudo acceder a su propiedad, y a precios muy favorables para los adquirientes. Por último, la situación de recesión también golpeó a numerosos empresarios privados, que no tenían un acceso privilegiado al crédito interno o al externo. Así, muchos de estos empresarios se vieron obligados a vender sus empresas o derechos en ellas a los mismos grupos económicos que adquirieron las empresas públicas privatizadas. Adicionalmente, el acceso al crédito externo involucró otra fuente de concentración. Ello significó, aparte del poder de compra que otorgaba, una ganancia de capital correspondiente a la enorme diferencia entre las tasas internas y externas de interés (véase el cuadro V.5 y Zahler, 1980, cuadro 14).

Los antecedentes disponibles muestran la notable concentración del patrimonio, con dos grupos desprendiéndose nítidamente del resto. A fines de 1978 los dos principales grupos económicos controlaban empresas que representaban alrededor de 50% del patrimonio de las sociedades anónimas registradas en las bolsas de comercio de Santiago y Valparaíso, cifra notablemente mayor que en 1970 (Herrera y Morales 1979, p. 148). Antecedentes sobre las 250 empresas privadas nacionales y extranjeras más grandes de Chile indican que esos dos grupos controlaban a lo menos un 37% de su patrimonio en 1978 (Dahse, 1979). El proceso de concentración continuó aceleradamente durante los años siguientes. Así lo comprueban estudios posteriores, que indican que entre 1978 y 1980 el patrimonio de las empresas controladas por los dos principales grupos se había duplicado en valores de poder adquisitivo constante (Dahse, 1982). Información de la Bolsa de Comercio para junio de 1982, sobre distribución de la propiedad accionaria de 177 sociedades anónimas

abiertas, indicaba que los 10 principales accionistas de cada una controlaban directamente, en promedio, el 72% del capital.

#### 4. ENSEÑANZAS DEL EXPERIMENTO NEOLIBERAL

En la década del setenta, el neoliberalismo logró situarse en la ofensiva en diversos países y conquistó una posición hegemónica en varios centros académicos a través de países industrializados y en desarrollo. No obstante, su aplicación práctica en el período de postguerra en general había sido limitada y por períodos breves. El caso de Chile, como se señaló, posee gran significación por la profundidad, cobertura y continuidad con que se aplicó el modelo neoliberal ortodoxo. El marco político que permitió su imposición le otorgó, además, gran autonomía a sus propugnadores. Ello le imprime a este caso, propiamente, el carácter de un “experimento”.

El marco externo imperante durante los años de vigencia del modelo comprendió, por una parte, *shocks* externos desfavorables para la economía chilena que condicionaron el éxito del modelo. En particular cabe mencionar el bajo precio del cobre imperante durante la mayoría de los nueve años estudiados. Por otra parte, sin embargo, el marco externo también comprendió rasgos que facilitaron la operación y permanencia del modelo. Entre ellos cabe destacar que, desde 1977, Chile contó con un acceso expedito a capitales financieros, que le permitieron, hasta 1981, compensar con creces la pérdida de ingresos provocada por el deterioro de los términos del intercambio y financiar un desmesurado déficit externo.

La permanente ortodoxización del modelo que tuvo lugar desde 1974 enfrentó su primer traspie importante en 1981, y en 1982 sufrió varios “retrocesos”<sup>31</sup>. Ellos estuvieron asociados a la

---

31 Cabe mencionar el establecimiento de un tipo de cambio preferencial para que los deudores privados paguen a sus acreedores externos, la reintroducción de controles al acceso cambiario y la compra por parte del Banco Central de las deudas bancarias morosas (cartera vencida); estas últimas se habían elevado a más del 50% del capital y reservas de los bancos privados nacionales a mediados de 1982. Véase el capítulo VI.

crisis interna que emergió en 1981-82 con una virulencia inusitada y que se propagó a prácticamente todos los sectores y grupos en la economía nacional. En 1982 se registró una baja del PIB de 14%, la producción industrial descendió 21% y la construcción cerca de 50%; el desempleo afectó a casi uno de cada tres trabajadores en 1983. Estos y otros indicadores muestran un deterioro sustancial respecto de los ya deficientes niveles alcanzados en 1981.

Los problemas presentes en el aparato productivo están estrechamente asociados al funcionamiento del sistema financiero y a la apertura indiscriminada al exterior. El modelo le concedió un papel protagónico a la reforma financiera. De hecho, el sistema financiero se transformó en el centro de decisión dominante de la economía chilena. En 1982 resultaba evidente que el endeudamiento de las empresas (y de las personas naturales) constituía un factor de estrangulamiento de su actividad; crecía aceleradamente debido a las altas tasas de interés vigentes, en tanto que los ingresos de operación de las empresas descendían a consecuencia de la recesión interna. La reforma financiera y la apertura a los movimientos de capitales extranjeros constituyó, primero, un factor determinante de la concentración del patrimonio y un desestímulo para la inversión productiva nacional. Luego, hacia fines del período, dejó de manifiesto la vulnerabilidad adicional que había introducido a la economía nacional y la disfuncionalidad para el desarrollo económico que involucró el "financierismo" desenfrenado a que dio lugar.

Los resultados registrados efectivamente obedecen tanto a características intrínsecas del modelo como a errores en su ejecución. Por ejemplo, la congelación del tipo de cambio a \$39 por dólar no es intrínseco del modelo; éste era compatible con una tasa fija mayor y/o con una tasa libre<sup>32</sup>. Pero, dado el modelo, en ausencia de la congelación del tipo de cambio, no se habría logrado la fuerte

---

32 Es evidente que con una tasa libre, la apreciación habría sido aún mayor, y la crisis entonces habría tendido a ser también mayor. Véase Harberger (1985) para una conclusión similar.

reducción de la inflación alcanzada en 1981, y ello constituyó el objetivo prioritario del equipo económico oficial en el momento de la congelación cambiaria.

Los componentes intrínsecos del modelo se ubican en tres áreas, que constituyen pilares del neoliberalismo (véase Ffrench-Davis, 1999, cap. I). Se refieren i) a su creencia en que la privatización y la supresión de la intervención estatal conducen rápidamente a mercados integrados, flexibles y bien informados, y generan espontáneamente un desarrollo dinámico; ii) que los procesos de ajuste son estabilizadores y que se caracterizan por su rapidez, y iii) que la “competencia”, aunque sea entre desiguales, conduce a un mayor bienestar para la mayoría. Los tres supuestos probaron ser falsos en este experimento.

En primer lugar, el establecimiento de políticas económicas “neutras” se aplicó en un marco de “competencia” entre desiguales; ello dio lugar a una intensificación de las diferencias. Adicionalmente, en varias instancias decisivas la “neutralidad” se quebró, de manera que instituciones como las cooperativas y un sistema de ahorro mixto (SINAP) fueron discriminados. La restricción de la actividad sindical representó el ejemplo de mayor fuente de acentuación de la desigualdad entre “oferentes” y “demandantes”. Como se demostró, la concentración del ingreso y del patrimonio fue espectacular. Segundo, la lentitud de los procesos de ajuste tiene costos sustanciales, tanto por la ineficiente subutilización de recursos como por el desaliento que suele involucrar para la formación de capital. El enfoque neoliberal, por no entender las implicancias de que para llegar al largo plazo es preciso transitar por una sucesión de cortos plazos que afectan el resultado final (fenómeno de histéresis), ignora estos costos que obstaculizan el crecimiento sostenible y son muy regresivos. Tercero, aun cuando un intervencionismo extremo suele acentuar la segmentación y heterogeneidad estructural de los mercados, la opción alternativa extrema, consistente en el desmantelamiento de la acción estatal y la privatización indiscriminada de los medios de producción, no conduce a una rápida eliminación de la segmentación y rigidez de los mercados; estos rasgos son característi-

cos del subdesarrollo. En consecuencia, el contexto macroeconómico resultante no es propicio para la coexistencia de la trilogía de crecimiento, equidad y autonomía nacional; los tres son ingredientes básicos de un proyecto nacional de desarrollo. La superación de estas fallas del mercado exige un papel activo del Estado, sometido a normas estrictas de eficiencia y transparencia.

En síntesis, el experimento neoliberal generó una sociedad con una acrecentada desigualdad en numerosos frentes y un predominio del economicismo. Su incompresión de la fuerte heterogeneidad existente fue un obstáculo grave para la imprescindible tarea de *completar* mercados. La consecuencia fue que, junto a la generación de un valioso segmento de alta productividad, empobreció a amplios sectores. Profundizó el problema del desempleo en forma notable, desestimuló la inversión y, en general, privilegió las tendencias especulativas y financieristas en desmedro de las actividades proclives al incremento de la productividad y de la capitalización nacional. Intensificó la vulnerabilidad frente al exterior, como lo atestigua en forma indesmentible la mayor fuerza que la recesión de 1982 adquirió en la economía chilena en comparación con el resto de América Latina.



### CAPÍTULO III

#### LIBERALIZACIÓN DE LAS IMPORTACIONES: 1973-82\*

Una característica distintiva de las políticas de comercio exterior puestas en ejecución en 1973 fue la profunda liberalización de las importaciones, entonces sin precedentes modernos en otras economías semi-industrializadas; se suprimió toda selectividad, estableciéndose un arancel uniforme de 10% para prácticamente la totalidad de las importaciones. La apertura comercial fue acompañada por una apertura también irrestricta frente a la inversión extranjera, y la reducción de restricciones sobre la compraventa de divisas y sobre los movimientos de capitales financieros (véase el capítulo V para un análisis detallado de la reforma financiera).

La postulación del libre comercio lleva al planteamiento de cuatro preguntas. En primer lugar, ¿en qué medida la política aplicada ha permitido un uso más eficiente de los recursos disponibles, o se han producido nuevas divergencias significativas entre la “eficiencia” privada y la social? En segundo lugar, ¿qué grado de dinamismo ha caracterizado al proceso, en comparación con su comportamiento histórico; cómo ha afectado la intensidad y secuencia de la liberalización al nivel de empleo, consumo, e inversión? En tercer lugar, ¿había opción a la reforma específica, la oportunidad, profundidad y secuencia? Por último, ¿cuán neutrales resultan efectivamente los efectos de políticas económicas “indiscriminadas”? La aparente “neutralidad” se aplicó en un marco de desigualdad y heterogeneidad productiva en los diferentes

---

\* Basado en artículo publicado en *Colección Estudios CIEPLAN* 4, noviembre de 1980, Santiago; y en J. S. Valenzuela y A. Valenzuela (eds.), *Military Rule in Chile: Dictatorship and Oppositions*, The Johns Hopkins University Press, 1986, Baltimore. Agradezco los comentarios de Augusto Aninat, Vittorio Corbo, René Cortázar, Jaime Estévez, Alejandro Foxley, Dominique Hachette y Pilar Vergara, y la colaboración de Jorge Scherman.

ámbitos de la actividad nacional. Ello implica que esas políticas involucran efectos asimétricos y diferenciados entre distintos grupos productivos y sociales.

Evidentemente, los efectos totales de reformas de tanta profundidad toman tiempo en completarse. Es probable que los costos se tiendan a concentrar al comienzo y los beneficios al final; no debe olvidarse, no obstante, que, dada la preferencia en el tiempo o tasa de actualización positiva, un peso hoy vale más del doble que uno diez años después. Por otra parte, muchas otras reformas tuvieron lugar junto con la comercial, no siendo fácil distinguir los efectos de cada una. Finalmente, los efectos se extienden más allá de la producción de transables, con un impulso positivo a la producción de exportables y uno negativo para los importables; principalmente, nos referimos a la transmisión de innovaciones a través de la exposición a la competencia externa (Luders, 1980; Tybout, de Melo y Corbo, 1991)<sup>1</sup>.

Desde un comienzo queremos despejar la disyuntiva simplista de que la única opción a la reforma que se aplicó, con todos sus detalles, era mantener la situación caótica que existía en 1973. ¿Por qué no aplicar, por ejemplo, una continuación de otra reforma de comercio exterior que estuvo en ejecución entre 1968 y 1970, profundizándola con pragmatismo? Sus rasgos centrales eran gradualidad, complementación entre el impulso exportador y la racionalización de la protección efectiva a los importables, y una política cambiaria activa consistente con la reforma (véase Ffrench-Davis, 1973, caps. III y IV).

En la sección 1 se expone la trayectoria que siguió la reducción de las restricciones que afectaban a las importaciones; el centro del estudio lo constituyen la liberalización arancelaria y la evolución del tipo de cambio real, para determinar en qué grado éste desempeñó el papel compensador que le asignó la política oficial. En la sección 2 se analiza el comportamiento de las principales

---

1 En este capítulo nos concentraremos en la política de importaciones. En Ffrench-Davis (1979b; 1983c); Ffrench-Davis, Leiva y Madrid (1992); Ffrench-Davis y Sáez (1995) examinamos políticas y desempeños de las exportaciones y las interrelaciones entre ambos planos.

categorías de importaciones, en particular de los bienes de consumo, y se examinan algunos efectos distributivos. En la sección 3 se estudia el impacto global de la liberalización sobre el empleo y la producción manufacturera, sus efectos se ilustran examinando la información disponible sobre producción, consumo y comercio exterior según ramas industriales. Por último, en la sección 4 se esbozan las principales conclusiones de este capítulo.

## 1. EL PROCESO DE LIBERALIZACIÓN DE LAS IMPORTACIONES

La liberalización comercial chilena es la más antigua y de aplicación más persistente en América Latina. A fines de 1973, antes de la iniciación de las reformas, el comercio exterior chileno estaba altamente intervenido: un arancel promedio de 94%, innumerables restricciones cuantitativas y tipos de cambio múltiples. Al iniciarse el nuevo régimen, el elemento central de la política de comercio exterior estuvo constituido por la notable reducción de la elevada protección con que contaban los sustitutos de importaciones. El rápido proceso de liberalización, iniciado en 1973 y terminado en junio de 1979, indujo un marcado cambio en las ventajas comparativas de mercado, al modificar tanto la composición de la protección efectiva así como su nivel promedio.

La meta del proceso de liberalización experimentó cambios significativos durante el curso de su aplicación. Lo que inicialmente parecía una reforma moderada, con tasas arancelarias máximas de 60%, al final terminó en un arancel uniforme de 10%.

Los primeros pasos consistieron en suprimir las principales restricciones no arancelarias y en situar en 220% el arancel máximo. En este marco, se eliminó la gran mayoría de las prohibiciones de importar y de los depósitos previos prohibitivos. Estos últimos, que se aplicaban a una tasa de 10.000% a más de la mitad de las importaciones, habían constituido en 1973 su mecanismo más activo de regulación; el ejecutivo suprimía discrecionalmente el depósito, a condición de que los respectivos importadores fijasen sus volúmenes de internación dentro de los márgenes recomendados por el gobierno. De esta manera, el depósito previo se utilizó

como un mecanismo cuantitativo. Naturalmente, este mecanismo, aplicado a varios miles de productos, en conjunto con tipos de cambio subvaluados, generó innumerables problemas de abastecimiento y ganancias especulativas para los importadores. La "normalización" del mercado cambiario (véase el capítulo IV), puesta en marcha en octubre de 1973, y el significativo aumento del precio del cobre ocurrido desde mediados de ese año, facilitaron una rápida remoción de las restricciones cuantitativas y la aplicación de las rebajas arancelarias iniciales.

A comienzos de 1974 se hizo el anuncio general de una reforma arancelaria que se realizaría gradualmente en un plazo de tres años; se indicó que beneficiaría a los trabajadores en general "pues se crearán más empleos en los sectores de expansión que los que podrán desaparecer en algunos sectores de alta ineficiencia"<sup>2</sup>. Se sostenía que las "mayores perspectivas de crecimiento están en la apertura al comercio internacional, en el desarrollo de industrias de exportación y en la intensificación de los procesos de integración latinoamericana" (DIPRES, 1978, p. 35). En esta ocasión no se dieron señales respecto de los niveles arancelarios que se proyectaba alcanzar.

El anuncio de aranceles-meta tuvo lugar en mayo de 1974, indicándose que "en 1977 ningún arancel será superior a 60%. De este modo se ha definido con claridad la política arancelaria a seguir en el futuro, de manera que la industria nacional pueda hacer los ajustes pertinentes, y prepararse para enfrentar en buena forma la competencia del extranjero"<sup>3</sup>.

No obstante estos anuncios, en realidad la política arancelaria no estaba aún definida, pues había disparidad de criterios entre los propugnadores de una política ortodoxa y otros personeros oficia-

2 Declaración del Ministro de Hacienda, del 7 de enero de 1974, reproducida en DIPRES (1978, p. 61). Se anunció también la rebaja a 200% de los aranceles superiores, y la reducción en 10% de las tasas comprendidas entre aquel nivel y 50%.

3 Ministro de Hacienda, octubre de 1974, reproducido en DIPRES (1978, p. 107). Este objetivo es reiterado el 24 de abril de 1975 (DIPRES, 1978, p. 172).

les con una postura más pragmática. Hacia fines de 1974 se insinuaba informalmente que la tasa máxima futura sería sólo de 30%, y en documentos internos se hablaba de un margen comprendido entre 25 y 35% en el que se concentraría la mayoría de los aranceles (De la Cuadra y Hachette, 1992; Hachette, 1976, p. 63). Posteriormente, en 1975, se definió formalmente que el rango arancelario quedaría comprendido entre 10 y 35% y que se alcanzaría, mediante sucesivos ajustes semestrales, el primer semestre de 1978.

Aunque el enfoque inicial, aparentemente más pragmático, había ido cediendo poco a poco frente a la ortodoxia librecambista, la política propuesta a las alturas de 1975 contenía dos elementos heterodoxos importantes. Por una parte, contemplaba diferenciación entre los aranceles nominales (10-35%) según el grado de elaboración de los productos, y mantenía el respeto de los compromisos arancelarios contraídos en el Pacto Andino; a este respecto, en numerosos ítemes, las rebajas se detuvieron en

**Cuadro III.1**  
**Liberalizaciones arancelarias: 1973-79**  
(tasas sobre el valor cif)

Fechas	Arancel máximo		Arancel modal		Arancel promedio simple (%)	Total de ítemes
	Tasa (%)	Porcentaje del total de ítemes	Tasa (%)	Porcentaje del total de ítemes		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
31.12.73	220	8,0	90	12,4	94,0	5.125
01.03.74	200	8,2	80	12,4	90,0	5.125
27.03.74	160	17,1	70	13,0	80,0	5.125
05.06.74	140	14,4	60	13,0	67,0	5.125
16.01.75	120	8,2	55	13,0	52,0	5.125
13.08.75	90	1,6	40	20,3	44,0	4.958
09.02.76	80	0,5	35	24,0	38,0	4.952
07.06.76	65	0,5	30	21,2	33,0	4.956
23.12.76	65	0,5	20	26,2	27,0	4.959
08.01.77	55	0,5	20	24,7	24,0	4.981
02.05.77	45	0,6	20	25,8	22,4	4.984
29.08.77	35	1,6	20	26,3	19,8	4.985
03.12.77	25	22,9	15	37,0	15,7	4.993
06.78	20	21,6	10	51,6	13,9	4.301
06.79	10	99,5	10	99,5	10,1	4.301

Fuente: Banco Central de Chile. Las fechas se refieren a la publicación oficial de los decretos con modificaciones generales del arancel aduanero, registradas entre diciembre de 1973 y de 1977. En esta última fecha se dictó un decreto de ajustes mensuales, que cubrió hasta junio de 1979.

el nivel respectivo del arancel externo mínimo común, en aplicación entre 1972 y 1976, por los países miembros del Acuerdo de Cartagena (Aninat, 1978).

Las rebajas graduales se realizaron aproximadamente una vez por semestre, como se aprecia en el cuadro III.1. Sin embargo, los ajustes finales anunciados para el primer semestre de 1978 se anticiparon, culminando el proceso en agosto de 1977, fecha en la cual el 99,6% del universo arancelario quedó situado entre 10 y 35%, con una media simple de 20%.

Aparentemente, según las reiteradas declaraciones oficiales, la disminución de la protección a los sustitutos de importaciones habría terminado en agosto de 1977. Tres meses después, sin embargo, el ministro de Hacienda anunció otro cambio de política, que consistió en alcanzar a mediados de 1979 una tasa uniforme de 10%, para la casi totalidad de las importaciones chilenas. La liberalización adicional se realizó, con tramos mensuales, entre diciembre de 1977 y junio de 1979<sup>4</sup>. Aparte de la liberalización arancelaria, se suprimieron restricciones no arancelarias (RNA) que provocaban trabas al desarrollo económico y generaban ganancias especulativas (como el depósito de importación de 10.000%); asimismo, se eliminaron cientos de disposiciones que eximían del pago de derechos a personas, empresas, regiones, etc. (De la Cuadra y Hachette, 1992). Las importaciones de bienes de capital, que en la práctica estaban exentas cuando no se producían en Chile, quedaron afectas al pago del arancel, pero en forma diferida. Es evidente que los precios relativos cambiaron a favor del consumo importable y contra la compra de bienes de capital y a favor de la producción de exportables. También se eliminaron regulaciones indudablemente convenientes y perfectibles (como las que obstaculizaban la transmisión de la inestabilidad de precios externos).

Así terminó el proceso de discusión al interior del gobierno, con un predominio indiscutido del extremo más ortodoxo. En efec-

---

4 Con esto concluyó la "primera reforma comercial". La "segunda" fue emprendida a partir de 1983; véase el cap. VI, sección 2.

to, la tasa de 10% era entonces inusitadamente baja entre los países en desarrollo, y su ninguna selectividad era excepcional incluso en los países más desarrollados del mundo. Algunos antecedentes son ilustrativos al respecto. En un país muy dinámico como Corea del Sur, después de más de un decenio de aplicación de sus reformas económicas iniciadas a mediados de los sesenta, el arancel cubría un rango comprendido entre 0 y 150%, con numerosos ítemes producidos localmente afectos a tasas nominales comprendidas entre 30 y 60%<sup>5</sup>. Corea, tal como Taiwán y otros países asiáticos, habían efectuado una profunda apertura externa liderada por las exportaciones en vez de hacerlo por la liberalización de las importaciones (véase Ffrench-Davis, 1999, cap. III).

En lo que respecta a los países desarrollados, a pesar de encontrarse a la cabeza de la industria mundial, mantenían en esos años niveles de protección efectiva diferenciados y notoriamente superiores al 10% para segmentos significativos de su sector externo. La protección arancelaria efectiva en los Estados Unidos, Japón y la Unión Económica Europea alcanzaba tasas elevadas en productos tales como los textiles y confecciones, alimentos procesados e industrias ligeras. Por ejemplo, los textiles y confecciones gozaban de una protección arancelaria efectiva del orden del 40% en esos países, y los alimentos procesados de 68% en Japón<sup>6</sup>. Las importaciones también estaban restringidas mediante numerosos mecanismos no arancelarios (Baldwin, 1981) que afectaban en forma significativa un número creciente de exportaciones industriales de los países en desarrollo. Estimaciones efectuadas para 1973, que cubren a Francia, Estados Unidos, Ja-

---

5 Véase Balassa (1977, pp. 148-51) y Frank, Kim y Westphal (1975). Respecto de otros países en desarrollo cubiertos en un extenso proyecto del NBER, véase Bhagwati (1978). Un estudio anterior, que incluye además un buen análisis teórico que justifica el uso de tasas diferenciadas, aparece en Little, Scitovsky y Scott (1970); véase también Ffrench-Davis (1979a, caps. VII, VIII y IX) y Sachs (1987).

6 Mendive (1978). La dispersión de las tasas de protección efectiva según partidas arancelarias o "productos" es muy alta; a vía de ejemplo, los cigarrillos tenían una tasa de 405% en Japón, el aceite refinado de 466% en EE.UU., y la mantequilla de 1.300% en la UE. Los antecedentes corresponden a la situación vigente con anterioridad a las negociaciones de la Ronda Tokio del GATT.

pón y Suecia, indicaban que en 26 capítulos de la NAB la incidencia ad-valorem promedio de las RNA (tales como regulaciones sanitarias, cuotas de importaciones, restricciones "voluntarias" de los exportadores, y licencias previas) alcanzaba niveles de un 40 a 90% para diversas categorías de productos (Roningen y Yeats, 1976).

Los personeros oficiales señalaron en forma reiterada que la evolución del tipo de cambio y las rebajas de los aranceles marcharían indisolublemente unidas (DIPRES, 1978, pp. 275 y 291); en consecuencia, el tipo de cambio real debía subir a medida que se redujera la protección arancelaria efectiva. Se suponía una relación causal extremadamente ingenua, válida en un modelo competitivo, sin movimientos de capitales. En la práctica, sin embargo, la presencia de voluminosos movimientos de capitales involucró desviaciones notables respecto de la supuesta relación causal unívoca.

En efecto, durante lapsos en los cuales se realizaron las liberalizaciones arancelarias más significativas, el tipo de cambio real (TCR) disminuyó paralelamente. En el cuadro III.2 se presenta

**Cuadro III.2**  
**Costo de las importaciones, 1973-82**

Fases	Fechas	Tipo de cambio real <sup>a</sup> (1)	Variación de (1) en cada fase (2)	Aranceles nominales (%)		Tipo de cambio total promedio <sup>b</sup> (5)	Variación de (5) en cada fase (6)
				Máximo (3)	Promedio (4)		
I	10/73	59,20		220	94	114,85	
	4/75	98,98	67,2%	120	52	150,45	31,0%
II	7/77	59,96	-39,4%	45	22	73,15	-51,4%
III	6/79	68,46	14,2%	10	10	75,31	2,9%
IV	6/82 <sup>c</sup>	47,02	-31,3%	10	10	51,72	-31,3%

Fuente: Banco Central de Chile, Boletín mensual, varios números; Ffrench-Davis (1984) y cuadro III.1.

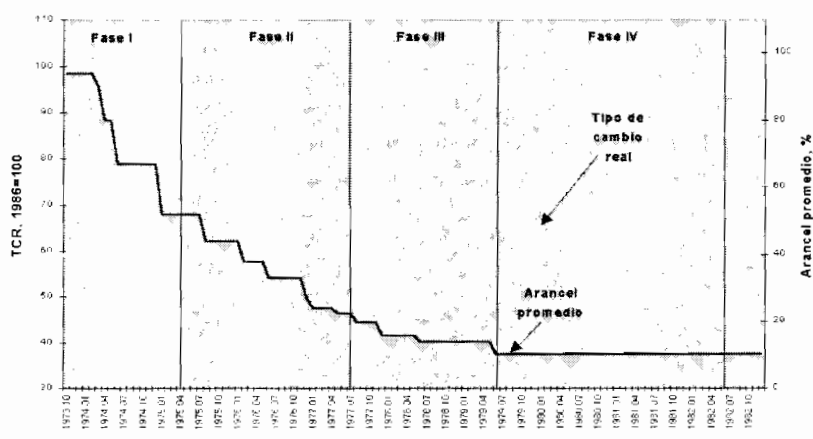
<sup>a</sup> Tipo de cambio nominal deflactado por IPC corregido por Cortázar y Marshall (1980) y multiplicado por el Índice de Precios Externos (IPE), en moneda de 1986. <sup>b</sup> Es la multiplicación de la columna (1) por  $[1 + (4)/100]$ . <sup>c</sup> Promedio del mes hasta el día previo a la devaluación.



información sobre la evolución del tipo de cambio real de importaciones (col.1), del arancel nominal (cols. 3 y 4) y del costo promedio ex aduana por dólar de importación (col. 5) en fechas seleccionadas. Estas se escogieron según la evolución del costo de las importaciones y de la relación entre sus dos componentes: tipo de cambio y protección arancelaria<sup>7</sup>. De acuerdo a este criterio, pueden distinguirse cuatro fases (véase el gráfico III.1).

Las rebajas arancelarias efectuadas en la fase I, que se extiende entre fines de 1973 y abril de 1975, se realizaron con tipos de cambio relativamente muy altos: además, una parte significativa de la reducción correspondió a aranceles redundantes. Esto es, las rebajas iniciales no surtieron efectos sustantivos, pues

Gráfico III.1  
Arancel promedio y tipo de cambio real, 1973-82



Fuente: Cuadros III.1 y III.2, y Ffrench-Davis (1984).

7 Las fechas seleccionadas poseen alguna arbitrariedad, pues los niveles de TCR son sensibles a los índices de precios que se utilizan en el cálculo. El promedio del arancel también se puede calcular de formas muy diversas. Aquí, nos hemos limitado a usar el promedio simple, empleado en diversas fuentes oficiales e independientes; como es sabido, el promedio simple es muy sensible a la desagregación de la nomenclatura que se utilice. En lo tocante al TCR, una estimación del costo total debería incluir, además, el impacto de los cambios en el sistema de impuestos a las transacciones y de los costos financieros de las importaciones.

correspondían mayoritariamente a niveles de protección no utilizados por lo excesivo. A fines de la fase, el costo medio por dólar de importaciones era significativamente superior al inicial, con un alza de 31%<sup>8</sup>. Por ello, el proceso fue principalmente de racionalización durante esta fase, disminuyendo en general la gran dispersión de la protección efectiva, sin que se registrase un impacto sustancial contra la producción de sustitutos de las importaciones; esta producción, sin embargo, sufrió fuertemente con la recesión ya en progresión. La liberalización de las importaciones y el alza cambiaría sí que impactaron, en forma positiva, a los exportables; puesto que las exportaciones disponían, con anterioridad, de franquicias aduaneras para sus componentes importados, la política cambiaría fue la que surtió efectos más sustanciales (Ffrench-Davis, 1979b).

La situación enfrentada por los importables cambió apreciablemente en la fase II; esto es, entre abril de 1975 y mediados de 1977. Las rebajas de la protección nominal fueron más sustantivas, al reducirse su promedio desde 52 a 22%, y la tasa máxima desde 120 a 45%, en tanto que el tipo de cambio disminuyó 39%, reforzando fuertemente el primer efecto. Esto es, a medida que avanzaba la liberalización arancelaria reduciendo rápidamente protección utilizada, el tipo de cambio se revaluaba paralelamente. A consecuencia de ello, la reducción de 30 puntos en el arancel nominal promedio involucró una baja de 51% del costo medio total por dólar importado (col. 6). Este fuerte impacto dio poca oportunidad para una reasignación gradual de la actividad económica, porque se registró en un plazo más breve y con mayor intensidad que la anunciada inicialmente, y porque no se cumplieron los reiterados anuncios de que el manejo cambiario sería "indisoluble-

---

8 Obviamente, el arancel nominal de muchos ítemes, en particular de bienes de consumo, se redujo notablemente más que el promedio, y la correspondiente disminución de la protección efectiva fue aun más intensa; por lo tanto, para muchos de estos rubros, el alza del TCR no alcanzó a compensar los efectos de la liberación arancelaria. Antecedentes sobre aranceles efectivos y nominales vigentes antes del inicio de la liberalización aparecen en Behrman (1976, pp. 137-44), y de la Cuadra (1974). Información sobre la situación vigente en 1975 se presenta en JUNAC (1976).

mente" compensador<sup>9</sup>. El resultado neto fue un rápido aumento de las importaciones "no tradicionales", en particular de bienes de consumo no alimenticio.

En la fase III, que cubre hasta mediados de 1979, ocasión en la cual se congeló el tipo de cambio, se retornó a la situación de ajustes cambiarios compensadores, como se aprecia en la col. (2). En consecuencia, al final de la fase III, el costo medio por dólar de importación se encontraba a un nivel similar al registrado al iniciarse esta fase; naturalmente, los productos relativamente más protegidos perdieron posición preferencial, al converger los derechos aduaneros hacia la tasa uniforme de 10%. Estos cambios operaron en una economía nítidamente más sensibilizada frente a la economía internacional que lo experimentado en cualquiera de las etapas precedentes, con un coeficiente de importaciones que se elevaba persistentemente. El arancel promedio, a través de las tres fases había descendido desde 94% hasta 10%, con un tipo de cambio real que, a fines del proceso, era 16% mayor para las exportaciones que el establecido al inicio de la política que culminó con la apertura irrestricta en junio de 1979; las exportaciones se beneficiaron además de la ampliación de la gama de insumos que podían importar liberados o con el arancel uniforme. En cambio, los sustituidores debieron competir con un tipo de cambio total alrededor de 34% menor en promedio.

Por último, en la fase IV el tipo de cambio se revaluó en forma persistente; ello fue la consecuencia de una tasa nominal fija y de un ritmo de inflación interna mayor que en el exterior, durante el lapso de más de tres años en los cuales el precio del dólar permaneció fijo. Con ello el tipo de cambio real era 21% menor que al inicio de la reforma comercial. En junio de 1982, esta fase terminó con una devaluación abrupta.

En síntesis, la política arancelaria fue tomando forma a través de sucesivos anuncios oficiales, que cada vez eran presentados

---

9 En esta fase los sustituidores de importaciones se liberaron de la competencia andina al tiempo que los exportadores perdieron las significativas preferencias en ese mercado, al retirarse Chile del Pacto Andino en 1976.

como definitivos. Así, la política evolucionó desde una apertura moderada, incluso declarada compatible con el proceso de integración del Pacto Andino, hasta una liberalización prácticamente irrestricta de las importaciones. Respecto al supuesto papel compensador del tipo de cambio, los hechos atestiguan que, en general, no se comportó de acuerdo a los postulados del modelo económico. Entonces, no debe extrañar que los resultados difirieran tanto de los esperados por sus ejecutores.

## 2. COMPOSICIÓN DE LAS IMPORTACIONES

El drástico cambio experimentado por la estructura y nivel de la protección a las actividades sustituidoras de importaciones, tuvo un impacto significativo sobre la composición de las compras en el exterior. Como era previsible, la importación de bienes de consumo, que era la más restringida, fue también la más favorecida por la liberalización indiscriminada. Dentro de aquella categoría, los bienes de consumo no alimenticio son los que exhibieron un mayor incremento.

Diversas variables distintas a las propias de la política comercial afectaron el comportamiento de las importaciones. Entre ellas cabe destacar la intensa contracción de la demanda agregada registrada en 1975-76 y luego la recuperación en 1977-81, la escasa inversión concretada a través del período, y el alza del precio del petróleo.

Las importaciones globales crecieron 127% entre 1970 y 1981 en términos reales<sup>10</sup>. Si se descuentan las compras de combustibles y lubricantes el incremento es de 104%. Estas cifras parecen modestas si se considera que transcurrió una década y que la liberalización fue tan radical. Sin embargo, es preciso tener presente tres factores. En primer lugar, el aumento del precio del petróleo fue un dato para Chile, de prolongada presencia (con una caída de la producción nacional), por lo cual era necesario generar recursos para financiar los mayores desembolsos por ese concepto,

10 Puesto que 1973 presenta anomalías significativas, en el cuadro III.3 se utilizan las cifras de 1970, que es un año relativamente "normal".

sea vía reducción del resto de las importaciones o mediante mayores exportaciones. En segundo lugar, las importaciones de maquinarias y equipos permanecían deprimidas aún en 1981 a niveles insuficientes para sustentar las tasas de crecimiento histórico; y recién en 1981 habían superado el nivel real de 1970. En tercer lugar, el PIB por habitante registró un crecimiento de apenas 10% en los once años, en tanto que las importaciones por habitante distintas a las maquinarias y equipos lo hicieron en 115%.

Este resultado era previsible, dada la notable liberalización de las importaciones. En efecto, puesto que la producción por habitante permaneció prácticamente estagnada entre 1970 y 1981, las mayores importaciones no respondían a un efecto ingreso, sino, predominantemente, a la liberalización y a cambios exógenos en la oferta y demanda de importables (por ejemplo, precio del petróleo y cambios en la distribución del ingreso y del patrimonio).

El comportamiento de los diferentes componentes de las importaciones fue muy disímil. La influencia de la política de liberalización se observa principalmente en la categoría de bienes de consumo no alimenticio, donde se concentra la mayoría de las importaciones "no tradicionales". Las compras de bienes de consumo no alimenticio aumentaron 534% entre 1970 y 1981, y 518% si se compara 1981 con 1973.

La participación de maquinarias y equipos en el total de importaciones cayó desde un 21% a un 11%; y como proporción del PIB disminuyó en un décimo entre 1970 y 1981, en tanto que en los años intermedios fue aun notablemente menor. Esta caída de la inversión está asociada a la política económica del período (véanse los caps. I y II).

El resto de las importaciones también fue afectado directamente por la política de liberalización. Respecto de los bienes intermedios, hubo reducciones de sus demandas ligadas a la desustitución de importaciones de bienes finales, cuya producción nacional insumía componentes extranjeros; un ejemplo es el de los cigarrillos. Al mismo tiempo, la liberaciones arancelarias y la reducción de las exigencias de integración nacional a que esta-

ba sometida la actividad industrial, acarrearón un aumento de la participación de componentes importados en bienes de consumo cuya producción logró subsistir; un ejemplo destacado es la industria automotriz. En consecuencia, los mencionados cambios de la estructura de la producción implicaron que el gasto neto de divisas que involucraron las “nuevas” importaciones fuese menor que su valor bruto. Asimismo, las cifras de producción industrial bruta tendieron a sobrestimar el nivel de actividad interna debido a la baja registrada en la integración de insumos nacionales<sup>11</sup>.

Conscientes de la limitación que encierran las cifras, en el cuadro III.3 se muestran los rubros de consumo (alimenticio o no) que exhiben un mayor incremento entre 1970 y 1981. Las 13 categorías desagregadas cubrían en 1981 aproximadamente el 50% de todas las importaciones de bienes de consumo, y se expandieron 1.093% durante el período, esto es, más del doble que los combustibles, frente a un 62% del resto de las importaciones. Como se puede apreciar, la mayor parte de esas importaciones “no tradicionales” corresponde a lo que habitualmente se han considerado categorías de consumo prescindibles; en numerosos casos las nuevas variedades importadas no se producían localmente, aun cuando sí sustituyen la producción nacional de otras variedades. De hecho, entonces, se registró una diversificación significativa de la composición del consumo.

A pesar de la gran diversificación de las importaciones en términos de variedades y modelos, el consumo de los bienes cuyas importaciones crecieron en forma más significativa exhibe una gran concentración en los tramos de mayores ingresos. Ello, naturalmente, está relacionado con el retroceso en la distribución del ingreso y del patrimonio que se registró en esos años; sin embargo, la concentración según tramos de ingreso es aún mayor en el consumo de los importables en referencia, que en el consumo total.

---

11 Esta es la principal razón de la sobreestimación del PIB según las cuentas nacionales oficiales calculadas con matrices fijas. Véase Marcel y Meller (1986). Respecto de los dos índices de producción bruta industrial disponibles — uno de la Sociedad de Fomento Fabril (SOFOFA) y otro del Instituto Nacional de Estadísticas (INE)— véase Scherman (1981).

**Cuadro III.3**  
**Principales importaciones no tradicionales de bienes de consumo**  
**y total de importaciones, 1970, 1980, 1981**  
(millones de US\$ de 1977)

	1970	1980	1981	Variación % 1970-81
Confitería	0,2	8,2	10,5	5.150
Manufacturas de cueros	1,3	9,0	17,5	1.246
Bebidas alcohólicas y cigarrillos	1,1	22,8	27,5	2.400
Alfombras, ropa, géneros, textiles, y confecciones	24,8	171,9	271,6	995
Productos fotográficos y de cinematografía	8,0	17,4	25,2	215
Calzado, sombreros, paraguas	2,1	24,0	43,3	1.962
Instrumentos ópticos y musicales	4,4	18,1	28,7	552
Juguetes y productos recreacionales	3,5	32,0	42,4	1.111
Alimentos procesados de cocoa, carne, mariscos, vegetales, y otros	5,3	34,6	41,3	679
Perfumería y cosmética	0,1	13,7	19,6	19.500
Televisores	0,7	49,0	66,2	9.357
Radios	4,7	46,0	45,8	874
Automóviles y motocicletas	19,5	144,4	263,0	1.249
I. Total de principales importaciones no tradicionales de consumo	75,7	591,1	902,6	1.093
II. Trigo, maíz y azúcar	43,6	309,9	262,1	757
III. Combustibles	118,0	666,9	689,5	484
IV. Otros bienes intermedios y de consumo	1.155,5	1.561,2	1.714,3	48
V. Equipos de transporte	157,4	317,5	395,8	152
VI. Otros bienes de capital	408,6	376,6	480,6	18
<b>Total de importaciones</b>	<b>1.959</b>	<b>3.823</b>	<b>4.445</b>	<b>127</b>

Fuente: Servicio Nacional de Aduanas para 1970 y registros de importación del Banco Central de Chile para las categorías II, III, V, y VI en 1980 y 1981.

Indudablemente, los sectores populares pudieron acceder a nuevas variedades y nuevos productos de consumo, pero ello fue en un grado muy limitado debido a su reducido y declinante ingreso. Según las encuestas de presupuestos familiares para Santiago, realizadas por el INE, el quintil superior elevó su participación en el consumo desde 44,5 a 51,0% entre 1969 y 1978, y el quintil inferior lo disminuyó de 7,6 a 5,2% (véase el cap. VIII). La encuesta de 1978 permite también apreciar la concentración que muestra el consumo de importaciones "no tradicionales" (cuadro III.4).

De los trece rubros incluidos en el cuadro III.4, en once de ellos el quintil superior cubre una proporción del gasto mayor

**Cuadro III.4**  
**Distribución del consumo de bienes importables:**  
**principales rubros de importación no tradicional en 1978**  
 (porcentajes del consumo total por rubro)

Rubros	20% hogares más ricos	60% hogares medios	20% hogares más pobres
Televisores a color	100,0	0,0	0,0
Automóviles	98,6	1,4	0,0
Whisky importado	94,0	6,0	0,0
Cigarrillos importados	92,0	8,0	0,0
Cassettes	72,8	26,8	0,4
Raquetas de tenis	71,8	28,2	0,0
Licadoras, batidoras y molidoras eléctricas	71,8	28,2	0,0
Motos	65,3	34,7	0,0
Relojes	59,7	34,7	5,6
Juguetes	56,1	41,4	2,5
Equipos modulares, tocadiscos y grabadoras	51,3	48,5	0,2
Radios portátiles	32,9	57,8	9,3
Televisores en blanco y negro	18,8	71,2	10,0
<i>Participación por estrato en el consumo total</i>	<i>51,0</i>	<i>43,8</i>	<i>5,2</i>

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas, III Encuesta de Presupuestos Familiares, Volumen III, Santiago, mayo de 1979. Se incluyen solamente aquellos productos que se logró identificar en la III Encuesta como de importación "no tradicional". Comprenden el consumo de producción nacional e importada, salvo que se especifique lo contrario.

que su participación en el consumo total (51% en 1978). En los dos rubros en que la participación del quintil más rico es menor, ello obedece a que son "bienes inferiores" (elasticidad ingreso negativa). A medida que se pasa a estratos de ingreso mayor, los televisores en blanco y negro son desplazados por los a color, y las radios portátiles por equipos modulares y radios de mesa. Este cambio en la composición del consumo se registra en niveles relativamente altos de ingreso, pues los sectores medios, en 1978, eran también consumidores intensivos de radios portátiles y televisores en blanco y negro.

### 3. EFECTOS GLOBALES DE LA LIBERALIZACIÓN SOBRE LA INDUSTRIA

La evaluación de los efectos del proceso de liberalización es indudablemente compleja. Primero, los efectos de cada una de sus fases parecen haber sido muy diferentes entre sí. Segundo, numerosos otros cambios significativos tuvieron lugar simultáneamente.



te con la liberalización. Por una parte, cabe mencionar la depresión de la demanda agregada y de los salarios, la elevada desocupación y la baja inversión en capital fijo, que son determinantes de la naturaleza del proceso de ajuste. Por otra parte, la expansión de las exportaciones, que se inició antes de que la liberalización fuese sustantiva, contribuyó a cierta recuperación del nivel de actividad y a ofrecer oportunidades de inversión en el sector.

En la primera parte de esta sección se examina la evolución global del sector industrial. En la segunda, se intenta profundizar en un análisis más desagregado.

#### **a) Efectos macroeconómicos**

Aquí examinaremos la evolución global del sector industrial sobre la base de los índices de producción, valor agregado y empleo. La información correspondiente aparece en el cuadro III.5.

La producción industrial fue afectada drásticamente por la recesión económica de 1975. En este año, la producción aportada por el sector descendió 26%, en tanto que el PIB lo hizo en 17%. Como era previsible, la recuperación posterior fue más acentuada en el sector en referencia, por lo cual mostró tasas de "crecimiento" elevadas en 1977-79. Sin embargo, la recuperación fue insuficiente para que retomara la participación que tenía en el PIB antes del inicio de la liberalización. En 1981, más de ocho años después de la aplicación del modelo económico ortodoxo, el valor agregado industrial per cápita era aún 18,5% menor que en 1973, como puede apreciarse en el cuadro III.5.

El insatisfactorio comportamiento de la producción industrial significó que su participación en el PIB descendiera notoriamente: desde 26% en 1970 a 20% en 1981. Por último, este deterioro se manifestó también, en la ocupación industrial: desde 1976, ésta permaneció a niveles notoriamente inferiores a los de 1970. Esto obedeció en parte a la pérdida de posición relativa de actividades intensivas en mano de obra, tales como las del sector textil y prendas de vestir; pero también descendió el empleo en las ramas cuya producción bruta aumentó; recuérdese

que el valor agregado por unidad de producción bruta descendió, lo que naturalmente reduce la demanda por trabajo.

En consecuencia, la evaluación de los antecedentes disponibles descarta los planteamientos sobre un presunto dinamismo del sector. De hecho, en términos de producción y empleo global, el comportamiento de la manufactura fue deficiente entre 1973 y 1981; luego de la caída espectacular de 1975, logró una fuerte recuperación entre 1977 y 1979, perdiendo velocidad en 1980 y retrocediendo en 1981. Evidentemente, la invasión de bienes de consumo importados en 1980-81 fue determinante de su desempeño. Por último, sin haber retornado aún a los niveles de 1973 y 1974, según cifras del Banco Central, el sector volvió a sufrir otra caída espectacular, de 21%, en 1982.

Es ilustrativo al respecto evaluar comparativamente la evolución del sector respecto de su comportamiento en los sesenta. Para iniciar la estimación, suponemos que la capacidad productiva se utilizó "normalmente" en 1974; a partir del valor efectivo en 1974, se aplicó la tasa de crecimiento histórico del valor agregado industrial en la década de los sesenta (5,9% anual)<sup>12</sup>, para así obtener los valores hipotéticos de tendencia de la producción del sector. Este procedimiento implica que la capacidad de producción utilizable en 1974 era 5% menor que en 1971. Puesto que la inversión fue baja en el período 1971-73 y se desarticuló gravemente la organización del sector con algún deterioro irreparable, parece razonable suponer cierto descenso de la capacidad productiva. Sin embargo, las aseveraciones de que la industria estaría "destruida" en 1973 son desmentidas por el desempeño de la producción inmediatamente después del golpe: no hubo "destrucción" en general, pero sí se dejó de crecer y se registró una caída; la pérdida de producción acumulada respecto de la tendencia en 1971-73, según los supuestos explicitados, se-

12 Como la producción de 1970 fue inferior a la "normal", en parte debido a los efectos que la elección presidencial ejerció sobre la actividad y las ventas en la economía interna, la tasa de aumento "normal" se usó también para estimar la producción hipotética de 1970, a partir de la producción efectiva del año precedente. El método parece no dar una sobreestimación, pues la producción efectiva de 1971 supera en 3% la cifra normalizada de este año.

ría entre 11 y 14% del valor agregado en 1973. Este es uno de los costos del desorden, indisciplina y desequilibrios macroeconómicos predominantes en ese trienio.

Retornemos ahora a 1974. El método consistente en tomar el nivel efectivo de la producción industrial en 1974, como representativo de su nivel "normalizado", subestima claramente la capacidad de producción existente entonces, pues la restricción excesiva de la demanda agregada ya estaba en operación en el segundo semestre de ese año, afectando negativamente el nivel de producción anual<sup>13</sup>. Ello se constataba, aun cuando no en toda su magnitud, al observar que entre octubre de 1973 y septiembre de 1974, esto es, durante el primer año del nuevo gobierno, la producción industrial fue 3,4% mayor que durante el año calendario de 1974.

A partir de mediados de 1974, e incluso hasta 1981, el sector operó bajo su capacidad productiva y notablemente por debajo de su tendencia histórica: las pérdidas de producción obedecen a una serie de causales. La pérdida de 1975 se debe predominantemente a la restricción de la demanda agregada que llevó a la profunda recesión de ese año<sup>14</sup>; en cambio, en 1977-81 responde principalmente al cambio de la composición de la demanda, inducida por la liberalización indiscriminada de las importaciones y por la concentración del ingreso, y a la baja inversión nacional producto del entorno macroeconómico inestable y recesivo, y de las altas tasas de interés (Mizala, 1992; Agosin, 1998); en el sector, los impulsos negativos por desustitución fueron notablemente mayo-

---

13 A ello se sumó el notable descenso de las remuneraciones registrado en 1974: según las encuestas de enero, abril y julio realizadas por el INE, el deterioro es de 16% respecto de los mismos meses de 1973. Esto impactó fuertemente a sectores productores de bienes demandados intensivamente por consumidores de ingresos medios y bajos, como el sector textil y de prendas de vestir (Scherman, 1980).

14 La restricción de la demanda agregada estuvo asociada, en parte, al deterioro de los términos del intercambio y de la situación de la balanza de pagos registrados a partir del segundo semestre de 1974 (véase el cap. V). El deterioro de la relación de intercambio fue de 6% del PIB en 1975 respecto de 1972. Por otra parte, no debe olvidarse que el deterioro de 1975 siguió a un alza fuerte de 5% en 1973-74. En efecto, durante el primer año de aplicación de la nueva política económica, el precio del cobre fue extraordinariamente elevado, pero los ingresos extraordinarios se gastaron a medida que se recibían.

res que los que los impulsos positivos por especialización y dinamismo exportador. En promedio, en 1975-81 la producción efectiva fue inferior a la "normal" o de tendencia en cerca de 25%<sup>15</sup>. La brecha o pérdida, medida en la forma descrita, es de una magnitud notable: el menor valor de la producción, entre 1975 y 1981, alcanzó un total acumulado equivalente al doble de la producción de 1981<sup>16</sup>.

El cuadro III.5 contrasta la evolución del sector manufacturero de Chile con, por una parte, el conjunto de países desarrollados y, por otra, los países en desarrollo; además muestra la caída del empleo sectorial (col. 5).

Es indiscutible que la liberalización de las importaciones no "destruyó" la industria nacional, así como tampoco estaba "destruida" en 1973, pero sí contribuyó al pobre desempeño global exhibido por el sector, y por la economía chilena en su conjunto, entre 1973 y 1981. La capacidad productiva del sector fue seriamente dañada, muchas firmas murieron, y varias áreas de producción prácticamente desaparecieron. Con todo, a pesar de la evidente necesidad de reducir el nivel promedio y la dispersión de la protección efectiva de las importaciones en 1973, el balance general fue predominantemente negativo. Los antecedentes que siguen prestan apoyo adicional a esta hipótesis.

#### **b) Efectos sobre la estructura de la producción industrial**

La composición de la producción industrial cambió significativamente durante el transcurso de los años setenta. Por lo tanto, para

---

15 Estimaciones realizadas en base al índice de la SOFOFA, desagregado por agrupaciones (a tres dígitos de la CIIU rev) mostraban que, siguiendo el método de "máximos históricos" por bimestres móviles, la capacidad de producción superaría en 37% la efectiva de agosto de 1978 (Ramos, 1978). Véanse también SOFOFA (1977 y 1978) para estimaciones de la capacidad instalada no utilizada, según encuestas a empresarios realizadas en octubre de 1977 y agosto de 1978. Cabe destacar que el índice de producción efectiva del período octubre 1973-septiembre 1974 fue 10% mayor que en 1978.

16 Nótese que no incluimos la caída de 21% en 1982. El libre comercio debía reducir, presumiblemente por un lapso extenso, el ritmo de expansión de la manufactura, pero ello debía ser más que compensado por el crecimiento del resto de la actividad económica. Lo segundo no ocurrió, pues el PIB por habitante creció entre 1974 y 1981 a la mitad de la tasa registrada en los años sesenta.

**Cuadro III.5**  
**Producción manufacturera: Chile y el resto del mundo, 1974-82**  
 (1973=100)

Año	Valor agregado total			Valor agregado por habitante en Chile	Empleo industrial
	Países industrializados	Países en desarrollo	Chile		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1974	100,1	106,3	99,1	97,5	97,5
1975	91,8	108,1	73,0	70,6	88,8
1976	100,1	116,7	74,9	71,4	86,1
1977	103,7	125,3	79,9	75,1	87,1
1978	107,9	133,6	85,0	78,8	88,8
1979	113,3	139,7	91,0	83,1	88,2
1980	112,3	146,8	93,3	83,9	88,8
1981	112,8	147,0	92,1	81,5	87,3
1982	108,5	149,6	72,8	63,4	71,0

Fuente: Para Chile, cálculos basados en datos del Banco Central, Jadresic (1986), y Marcel y Meller (1986); para los países en desarrollo e industrializados, Naciones Unidas, *Monthly Bulletin of Statistics*, mayo de 1983.

detectar con mayor precisión el impacto probable de la liberalización de las importaciones sobre el sector, examinaremos el comportamiento de las diversas agrupaciones en que se divide la producción.

La interacción del sector industrial con el intercambio externo se aprecia en la evolución global de las exportaciones e importaciones de manufacturas. Las exportaciones se expandieron significativamente desde 1974, hasta llegar a representar un 10% del valor (bruto) de la producción del sector en 1981, en tanto que las importaciones representaron 35%; las cifras de 1969-70 fueron 3% y 17%, respectivamente. Es sabido que el comportamiento de las exportaciones no está unido, en forma unívoca e indisoluble, a la política de importaciones que se aplique; a mayor abundamiento, la promoción de exportaciones puede ser plenamente compatible con una política de sustitución de importaciones selectiva<sup>17</sup>. El contundente ejemplo de los países de Asia oriental, como la Repú-

17 Un recuento de diferentes experiencias nacionales aparece en Bhagwati (1978, cap. VIII); véase también Sachs (1987).

blica de Corea y Taiwán, es irrefutable. Por ello, los efectos de ambas políticas sobre la producción nacional son susceptibles de un análisis por separado.

La información desagregada en 29 agrupaciones (CIIU, rev. 2, tres dígitos) compara el promedio de 1969-70, como base, con 1978; esto es, antes de la congelación del tipo de cambio en 1979. La información muestra que la composición del consumo, producción e intercambio comercial han experimentado cambios sustanciales durante el decenio (véase Vergara, 1980). En primer lugar, el comercio exterior muestra "dinamismo" en el sentido que 16 agrupaciones registran mayores exportaciones, en tanto que en 18 se incrementan las importaciones; en 10 casos ambos componentes se expanden, denotando especialización intraindustrial al nivel de los tres dígitos de la información. El comportamiento descrito coincide con bajas en la producción y el consumo en 17 agrupaciones, en cada caso; en 14 de ellas ambos componentes disminuyen, sugiriendo que la depresión de la demanda interna ejerció una incidencia decisiva sobre la producción.

Al nivel de desagregación considerado, muchas agrupaciones son muy heterogéneas, en términos de la forma de producción de los bienes incluidos en cada una y de su intercambio comercial. No obstante, los antecedentes permiten esbozar algunas conclusiones (Foxley, 1982, cap. 3; Vergara, 1980).

En primer lugar, sólo dos agrupaciones muestran un crecimiento de la producción asociado a las exportaciones (maderas y papel); en dos grupos desempeñan un papel significativo, aunque no tan predominante como en los precedentes (alimentos y sustancias químicas)<sup>18</sup>. A un nivel mayor de desagregación, se comprueba que una proporción muy alta de la expansión de las exportaciones se concentró en sólo 5 rubros (papel y celulosa, madera, óxido de molibdeno, harina de pescado y cobre semielaborado): en 1976 cubrieron el 58% de las exportaciones industriales, en 1978 fue 64%, y en 1981 la participación se elevó a 66%.

---

18 Los principales productos alimenticios exportables son harina y aceite de pescado y mariscos congelados; la sustancia química predominante entre los exportables es el óxido de molibdeno.

En lo que respecta a las importaciones, en un mayor número de agrupaciones su aumento fue significativo. Hay tres agrupaciones afectadas fuertemente por las importaciones (equipos electrónicos, material de transporte y equipo profesional); en los dos primeros el incremento de la demanda interna atenuó el impacto negativo de las importaciones sobre la producción, en tanto que en el tercero la demanda lo acentuó. En seis agrupaciones, la apertura contribuyó también al deterioro de la producción, en combinación con una influencia significativa de la reducción de la demanda interna (textiles, vestuario, cuero, derivados del petróleo, productos de barro y loza, maquinaria no eléctrica). En otras cuatro agrupaciones, la variable determinante, hasta 1978, fue la reducción de la demanda interna (calzado, imprenta y editorial, minerales no metálicos, hierro y acero). Una agrupación (otros productos químicos) exhibió aumentos notorios del consumo y de la producción, con un intercambio comercial reducido. Por último, un rubro (industrias varias), que es una agrupación "buzón", como era previsible, muestra un incremento significativo de la producción, consumo, importaciones y exportaciones. Los restantes casos son de más difícil interpretación, pues los resultados dependen fuertemente de los años que se comparen y de la metodología que se utilice para comparar cada variable.

Como se puede constatar, el comportamiento de la demanda interna tuvo un efecto decisivo sobre el nivel de producción. Ello oscurece la apreciación del impacto de la liberalización de las importaciones, al paso que su evolución contribuyó al incremento de las exportaciones de ofertas excedentes. Como es natural, a medida que la demanda interna se recuperó, el peso relativo de las diversas variables cambió. Con todo, luego de 1978, las consecuencias de la liberalización de importaciones ganaron peso, vis à vis la demanda agregada, como factor explicativo del pobre desempeño de las manufacturas. Fue claro que hacia 1978 los efectos de la política comercial todavía no se habían materializado plenamente. En ese momento, la tendencia mostrada por los datos indicaba que el crecimiento de las exportaciones perdía velocidad, mientras las importaciones, especialmente las de bienes de consumo, crecían rápidamente. Esta

tendencia ya era nítida antes de que el tipo de cambio fuera congelado, a mediados de 1979. La apreciación real del peso que resultó de esta medida, reforzó los efectos rezagados de la liberalización de importaciones. Como resultado, la apertura comercial tuvo efectos negativos sobre la producción industrial que fueron más allá del período de implementación de la reforma arancelaria. El impacto negativo de las importaciones no-tradicionales aumentó su peso en relación a los efectos positivos de las exportaciones. La demanda agregada se hizo más intensiva en componentes importados, el cuántum de exportaciones no basadas en recursos naturales detuvo su crecimiento en 1980, y las importaciones (especialmente las de bienes de consumo durables, como lo muestra el cuadro III.3) crecieron incluso más fuertemente que en los dos años previos. El panorama empeoró espectacularmente más en 1981.

El sector se ajustó por tres vías frente a la competencia externa. Una fue simplemente la declaratoria de quiebra, o el cierre de plantas. En otros casos, se avanzó hacia una mayor especialización intraindustrial por dos vías: la fusión de empresas y, mediante la suspensión de líneas de producción, y hubo firmas que se transformaron en importadores de sustitutos de su propia producción anterior.

La comercialización de productos importados por parte de empresas afectadas por la liberalización, les permitió aprovechar la ventaja que les otorgaba el conocimiento del mercado y el control de los canales de comercialización con que contaban. Esta forma de ajuste tiene varios efectos interesantes. En primer lugar, en este caso, las funciones de producción y de importación no se realizan independientemente entre sí, sino bajo una unidad de mando; por lo tanto, por algún tiempo, el factor competencia externa operaría en forma más limitada que lo que supone la teoría ortodoxa. Segundo, la actividad empresarial se inclinó más hacia la función de intermediación comercial y financiera, como lo sugiere el cambio de la composición del PIB que muestran las cuentas nacionales (véase el cuadro II.1); la brecha de divisas dejada por la asimetría de la respuesta de los pro-



ductores de los sectores perjudicados y de los favorecidos por la política comercial se cubrió con un creciente endeudamiento externo. Tercero, el desplazamiento hacia la actividad importadora permitió a diversas empresas defenderse, pero repercutió negativamente sobre el empleo; como es obvio en estas condiciones, las plazas de empleo productivo disminuyeron por unidad de ventas, e incluso lo hicieron por unidad de producción<sup>19</sup>.

#### 4. ELEMENTOS PARA UNA EVALUACIÓN

En estas líneas finales se efectuará un breve examen de los efectos macroeconómicos de las políticas de comercio exterior sobre la balanza de pagos. En seguida se plantearán algunas reflexiones sobre los efectos que aquellas políticas habrían provocado en la eficiencia, dinamismo y competitividad de la economía chilena. Las implicaciones macroeconómicas se examinan a fondo en los capítulos V y VI.

##### a) Balanza de pagos y cuenta corriente

Prácticamente la totalidad de las operaciones de intercambio con el exterior se expandió durante estos años, en particular en rubros de importación y exportación no tradicionales (cuadro III.6). El quantum de las exportaciones registró un comportamiento notablemente dinámico. Luego de un salto brusco y diversificación en 1974-76, siguieron expandiéndose hasta 1980. Un tipo de cambio alto inicialmente, mayor disponibilidad de insumos importados, una economía recesionada y un impulso hacia una "mentalidad exportadora" fueron factores claves. Indudablemente fue el sector productivo dinámico de la economía chilena; las exportaciones proveyeron un impulso al alicaído sector agrícola, pero el efecto neto fue limitado porque luego de la "disciplinización" del sector

---

19 Este fenómeno se puede evaluar, desde la perspectiva microeconómica, como un aumento de la productividad. Pero él tiene consecuencias negativas, sociales y económicas, cuando obedece i) a una reducción mayor del empleo que de la producción, en vez de un incremento mayor de ésta que de aquél; y ii) se realiza en un contexto de desempleo amplio en toda la economía y de concentración del ingreso y el patrimonio.

en 1974, el crecimiento entre 1974 y 1981 fue de apenas 2% anual. La vigorosa agricultura de exportación, principalmente frutera y forestal, convivió con la tradicional que cayó espectacularmente (en particular cereales, remolacha y semillas oleaginosas).

La expansión de las importaciones manufacturadas y totales fue más intensa que la de las exportaciones, por lo cual se registró un déficit comercial creciente; el deterioro fue muy marcado entre 1976 y 1981 (véase el cuadro III.6).

Debido a la presencia de niveles "anormales" de componentes importantes del intercambio, resulta necesario examinar con mayor profundidad el contenido de las corrientes comerciales. Los dos componentes que exhibieron una mayor desviación respecto a valores "normales" son las importaciones de equipos y maquinarias, que perdieron 10 puntos porcentuales en el total de importaciones, y el precio del cobre<sup>20</sup> que se situó, por su parte, en un nivel inferior en un quinto a la cotización "normal"<sup>21</sup>. No obstante, el ingreso neto de divisas por concepto de las exportaciones de cobre experimentó un comportamiento más favorable en virtud de dos factores. Por una parte, las inversiones realizadas entre 1967 y 1970 permitieron un aumento de la producción de 50% inmediatamente después de 'impuesta la disciplina' en las empresas cupreras. Por otra parte, la nacionalización de la gran minería realizada en 1971, posibilitó una mayor captación de la renta económica de los ricos yacimientos chilenos; estos dos efectos positivos son "permanentes", en tanto que la baja del precio presumiblemente era "transitoria".

El déficit en cuenta corriente, que registró en 1981 un monto efectivo equivalente a 1,2 veces las exportaciones, fue cubierto con ingresos extraordinariamente altos de capitales foráneos. El

---

20 Un tercer componente, que tuvo un cambio notable, es el molibdeno, subproducto del cobre, cuyo precio subió ostensiblemente, sextuplicándose durante el decenio de 1970. El mayor valor real exportado (incluyendo óxido y ferromolibdeno) permitió financiar el 46% del mayor gasto en importaciones de petróleo y lubricantes.

21 Véase una discusión metodológica sobre el precio "normal" del cobre en Ffrench-Davis (1973, cap. IV) y Ffrench-Davis y Tironi (1974).

**Cuadro III.6**  
**Balanza de pagos, 1973-82**  
(millones de US\$ de 1977)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
I. Saldo de la cuenta corriente	-442	-256	-535	160	-551	-960	-925	-1.361	-3.213	-1.600
a) Balanza comercial	32	434	76	693	34	-376	-276	-527	-1.817	43
-Exportaciones	1.968	2.612	1.734	2.282	2.185	2.171	2.984	3.250	2.605	2.573
Cobre	1.577	1.971	947	1.330	1.161	1.076	1.469	1.467	1.180	1.170
No Cobre	391	641	787	962	1.024	1.096	1.515	1.782	1.425	1.403
-Importaciones	-1.936	-2.179	-1.657	-1.588	-3.151	-2.547	-3.260	-3.777	-4.422	-2.529
b) Servicios no financieros	-328	-478	-313	-212	-295	-214	-186	-269	-476	-385
c) Servicios financieros	-165	-225	-310	-352	-365	-432	-525	-642	-994	-1.334
2. Transferencias unilaterales	20	13	11	30	75	62	62	78	74	76
II. Ingreso neto de capitales <sup>a</sup>	507	94	305	143	669	1.589	1.740	2.220	3.259	791
III. Saldo de la balanza de pagos	65	-163	-230	303	118	628	815	859	45	-809

Fuente: Cálculos elaborados en base a datos del Banco Central, Balanza de pagos, usando el índice de precios externos (IPE), construido por French-Davis (1984).

<sup>a</sup> Incluye errores y omisiones.

cuantioso ingreso de capitales, captados principalmente por el sector privado, aparte de cubrir el déficit en cuenta corriente, permitió acumular reservas internacionales muy significativas (cuadro III.6); en el intertanto la deuda externa se acumulaba vertiginosamente, hasta alcanzar a 71% del PIB en 1982, cuando explotó la crisis de la deuda (ver caps. V y VI).

Frente a la evolución del sector, las autoridades sostenían dos afirmaciones valederas pero con una interpretación errada de su significación. Se decía que si el Banco Central liberase el tipo de cambio, éste se apreciaría fuertemente. Evidentemente habría sido así, lo que comprueba que la flexibilidad cambiaria frente a un shock de capitales como en 1977-81 resulta fatal; un mal menor fue fijar el tipo de cambio en \$39, pero lo eficiente habría sido frenar el ingreso de fondos y conducir una devaluación real para guiar la reconversión productiva. El otro punto era que el exceso de importaciones se frenaría espontáneamente; ello tiende a ser así pero suele ser válido sólo en rubros durables y demorarse, dejando un saldo elevado de deuda acumulada. Por otra parte, como el tipo de cambio seguía apreciándose hasta 1982, estimulaba cada vez más un gasto mayor en importaciones y desplazaba a la producción nacional y al ahorro interno. Como se subraya en otros

capítulos, el déficit en cuenta corriente de 21% del PIB revelaba un desequilibrio absolutamente insostenible. Esos efectos dejaron huellas indelebles por un prolongado plazo.

## **b) Eficiencia, dinamismo y competencia**

La concepción teórica en que se sustentaba la reforma era que el juego del mercado, libre de interferencias estatales, asignaría eficientemente los recursos según las 'ventajas comparativas'. Esta versión implicaba una concepción idealizada y simple de las ventajas comparativas. En efecto, las ventajas comparativas de mercado dependen del nivel y estabilidad del tipo de cambio, del grado de actividad de la economía nacional y de la internacional, de las fluctuaciones de los precios en los mercados externos, y de muchos otros factores, tales como capital de largo plazo, infraestructura y capacitación laboral. A su vez, las ventajas comparativas de mercado difieren de las sociales, debido a los desequilibrios y distorsiones característicos de las economías en desarrollo; las diferencias pueden ser notables en un país enfrentado a un violento cambio de la política económica, con desocupación elevada y un sector público que abandona abruptamente su papel orientador de la actividad productiva. Las distorsiones en la transición hacia un nuevo equilibrio, pueden ser de gran significación.

### *i) El marco macroeconómico y la eficiencia*

La eficiencia de cualquier medida económica depende del contexto en que se aplica. La coyuntura económica del período 1974-81 fue relativamente propicia para la promoción de exportaciones, en cambio constituyó un factor desfavorable para políticas liberalizadoras de las importaciones.

La expansión y diversificación de las exportaciones inicialmente dio salida a excedentes de producción que de otra manera no habrían tenido colocación. En efecto, la excesiva restricción de la demanda interna, en particular durante el período comprendido entre mediados de 1974 y 1976, dejó a una proporción significativa de las actividades económicas nacionales con capacidad productiva subutilizada. La concurrencia paralela, en los primeros

años, de un tipo de cambio real depreciado, el acceso al mercado andino y los esfuerzos de Pro Chile, dieron salida a cierta proporción de aquellos excedentes de producción. Posteriormente, se ampliaron capacidades productivas, y se explotaron recursos naturales tradicionales y no tradicionales, estimulados por el desarrollo previo de capacidades en los sectores forestal, frutícola y pesquero, por el tipo de cambio aún elevado y la liberalización acelerada de insumos importados, hasta que a inicios de los ochenta el atraso cambiario indujese a un retroceso exportador. A grandes rasgos puede sostenerse, entonces, que la expansión de las exportaciones no tradicionales permitió acrecentar la eficiencia de la asignación de recursos, principalmente mediante el aumento de la tasa de utilización de capital y mano de obra y el aprovechamiento de ventajas comparativas naturales o ya adquiridas.

La situación respecto de las importaciones fue precisamente la opuesta. En efecto, si un proceso de liberalización del comercio exterior es excesivo, demasiado rápido o se realiza en un momento inoportuno, provocará cierres prematuros o innecesarios, la subutilización del capital y trabajo, y el desaliento de la inversión. Por lo tanto, para evaluar los efectos de la política que soportó la economía chilena, es necesario distinguir entre las diferentes etapas de la liberalización y considerar el contexto macroeconómico en que se efectuó.

En una primera etapa (fase I) se eliminaron niveles de protección claramente excesivos. Por lo tanto, las primeras reducciones arancelarias afectaron a márgenes de protección efectiva redundantes, y sirvieron para limitar la capacidad del productor nacional de aplicar precios de venta con márgenes de utilidad excesivos.

En las fases II y III, las rebajas arancelarias adicionales, que disminuyeron la tasa máxima de protección nominal desde 120 a 10%, surtieron efectos mucho mayores. La parte más dolorosa de la liberalización aduanera se efectuó a una gran velocidad, y sus impulsos negativos fueron reforzados por las revaluaciones cambiarias. Esa política se realizó en el contexto de salarios dete-

riorados, una demanda interna muy deprimida, inversión baja y un desempleo abierto notoriamente elevado. La consideración de estos cuatro factores es decisiva para evaluar los efectos de la liberación.

En primer lugar, la restricción salarial actuó como un mecanismo de protección artificial, aun cuando obviamente regresivo, que compensó el menor costo arancelario de las importaciones. De hecho, en 1976 la relación salarios/tipo de cambio se encontraba en un nivel menor a la mitad del registrado en 1970, y en 1979 sólo se había recuperado a un 64% (véase el cuadro IV.3).

Segundo, dada la profundidad que alcanzó la recesión, la recuperación de la demanda y de la producción naturalmente debía mostrar tasas altas. Como simultáneamente se realizaba la liberalización, el oficialismo interpretó que ésta alentaba el incremento de la producción. Como se demostró, ocurrió lo opuesto, pues la imposición del libre comercio en aquellas condiciones macroeconómicas contribuyó a que la recuperación de la producción fuese permanentemente menor que el de la demanda agregada, tornándose ésta cada vez más intensiva en componentes importados. La recesión misma afectó negativamente la eficiencia del proceso. La subutilización de la capacidad y las exorbitantes tasas reales de interés (que promediaron del orden de 38% entre 1975 y 1982) tendieron a elevar los costos medios de producción, haciéndoles a los productores internos más difícil enfrentar la competencia externa.

Tercero, el exceso casi generalizado de capacidad instalada subutilizada desalentó la inversión interna<sup>22</sup>. También las excesivas tasas de interés reales desalentaron la inversión, y distorsionaron los precios relativos y las ventajas comparativas observadas en el mercado. El nivel de inversión menor que el histórico resultó claramente insuficiente para facilitar un ajuste simétrico, o con un balance positivo entre los impulsos negativos de los sectores que se contraían y los impulsos positivos de los que se expandían en respuesta a la reforma arancelaria.

---

22 Véanse análisis del tema en Solimano (1990) y Ffrench-Davis y Reisen (1998).

Por último, el desempleo abierto acrecentó la brecha entre las "ventajas comparativas" de mercado y las sociales. En efecto, la existencia de un alto desempleo abierto y de un nivel anormalmente bajo de inversión, implicó que el costo de oportunidad de los recursos liberados por los sectores afectados negativamente por la apertura al exterior haya sido inferior a su precio de mercado.

En consecuencia, resultaba inoportuno efectuar un drástico desmantelamiento de la protección arancelaria, en vez de una reforma gradual y más integral, en las condiciones vigentes en la economía chilena. Se argumenta por algunos propugnadores de la política oficial, que si ello no se hacía rápidamente, no sería posible realizarlo después. La respuesta a esa argumentación comprende tres partes. Primero, que rebajas tan drásticas como las realizadas desde 1975 (fases II y III) más valía no efectuarlas antes que llevarlas a cabo en medio de la depresión existente: evidentemente, la opción no era todo o nada, más aún dada la férrea represión política. Segundo, de ninguna manera debieron sobreponerse, además, las revaluaciones en ese marco recesivo y de liberalización arancelaria; ello, por lo demás, estuvo en abierta contradicción con las repetidas aserciones del equipo gubernamental. Tercero, el desempleo, la inversión insuficiente y la depresión de la demanda generaron un marco real sustancialmente distinto al marco teórico en que se apoya la argumentación en favor del libre comercio. En consecuencia, la correspondiente desustitución de importaciones previsiblemente fue mayor que la naturalmente necesaria y, por lo tanto, fue ineficiente en muchos casos. Ni la protección excesiva ni la liberalización extrema serían la solución apropiada. No está de más recordar que también se sostenía que con libre comercio y economía privatizada, Chile quedaba mejor equipado para enfrentar crisis externas. Sin embargo, Chile sufrió en 1982 la peor crisis de toda América Latina. Con los errores y dogmatismo imperantes, la economía chilena se había tornado más, y no menos, vulnerable.

*ii) Dinamismo y eficiencia*

Las conclusiones de los párrafos precedentes se refuerzan cuando al análisis se le incorporan aspectos dinámicos. Nos limitaremos a relacionar tres puntos, referidos al grado de simetría de los ajustes, a la tasa de inversión y a las "ventajas comparativas dinámicas".

La velocidad del ajuste en los sectores perjudicados y en los favorecidos por el cambio de las políticas de comercio exterior parece haber sido asimétrica. Presumiblemente el mensaje reasignador fue más claro para los sectores perjudicados, fenómeno reforzado por la depresión general de la demanda agregada y por las altas tasas reales de interés que dificultaron la prolongación de la subsistencia de las empresas afectadas, fuesen o no eficientes en condiciones "normales" o de óptimo social. Todos estos factores le dificultaron a los inversionistas potenciales la identificación de las áreas productivas con "ventajas comparativas".

Un nivel notablemente bajo de la inversión interna bruta contribuyó a la asimetría del ajuste. Como es obvio, éste es más fácil en una economía con tasas de utilización y crecimiento elevadas. El estancamiento exhibido por la economía nacional durante el período analizado, hizo necesaria una contracción absoluta de muchos de los sectores perjudicados para que el ajuste relativo pudiera realizarse. La escasa movilidad sectorial o regional de los recursos productivos y la reducida tasa de inversión obstaculizaron la reasignación efectiva de recursos liberados; el escaso dinamismo resultante contó como compensación solamente con la expansión alcanzada por el sector exportador. Como se expuso en otra ocasión (Ffrench-Davis, 1979 b), el sector canalizó una proporción alta de la escasa inversión interna. Esta se concentró principalmente en rubros intensivos en recursos naturales, siendo menos significativa en las actividades intensivas en valor agregado sobre el componente natural y en "ventajas comparativas adquiribles". De hecho los antecedentes disponibles apoyan la hipótesis de que fue más fácil la identificación de ventajas comparativas que poseen una definida base de recursos naturales. Para las restantes actividades, los numerosos cambios registrados en la economía chilena, la deprimida demanda interna, la inestabili-



dad cambiaria, tasas de interés excesivas y mercados estratégicos *incompletos*, hicieron difícil identificar dónde se localizan las posibles ventajas comparativas. Lo 'difuso' de estas ventajas comparativas representó, presumiblemente, otro de los factores que explican la baja tasa de inversión productiva.

### iii) Competencia y eficiencia

Uno de los resultados que se esperaba que acarrearase la liberalización de las importaciones era un aumento de la "competencia" en el mercado interno. Ello se lograría a través de la presencia virtual o efectiva de los productos importables extranjeros, poniendo un tope al precio interno. Es indudable que ello sucedió en un grado significativo. Pero también se registraron desviaciones importantes respecto de las relaciones vigentes en una economía "competitiva".

En primer lugar, una proporción significativa de las importaciones "no tradicionales" corresponde a rubros en los cuales la diferenciación de productos desempeña un papel decisivo. Por consiguiente, la competencia entre oferentes se realiza en medida importante a través de la diferenciación del producto en vez de hacerlo mediante los precios de venta; la segmentación del mercado de capitales (brechas entre tasas de interés internas y externas) aportó también un factor de "competencia" vía las condiciones crediticias de venta. Esto provoca efectos distintos a los que genera la "competencia" según la teoría ortodoxa. En segundo lugar, los canales de comercialización no son completamente abiertos; a consecuencia de ello, en diversos casos el sustituidor de importaciones se convirtió en el importador de los productos competitivos con su actividad. En tercer lugar, la apertura al exterior promovió una mayor concentración de la gestión y propiedad de la actividad productora interna; este fenómeno fue reforzado por la depresión de la demanda agregada y por la forma de funcionamiento del mercado de capitales, otorgando una ventaja significativa a los grupos económicos ligados a actividades financieras y con acceso al crédito externo.

Por último, en los casos en que el precio interno se situó en línea con el externo, lo que tendió a acontecer con el transcurso

del tiempo, en algunos rubros surgieron dos tipos de problemas: uno de liquidaciones de excedentes o saldos de temporadas por parte de los proveedores extranjeros, como sucedió respecto de la leche en polvo y artículos textiles; el otro problema estuvo ligado a las fluctuaciones pronunciadas de los precios internacionales, como fue el caso, por ejemplo, del trigo y el azúcar. La eliminación de las redundancias arancelarias, y la ausencia de mecanismos anti-dumping, salvaguardias y otros para-arancelarios estabilizadores, implicó la transmisión expedita hacia la economía nacional de los altibajos registrados en los mercados de los mencionados productos, y de muchos otros que individualmente tienen menor significación para el desarrollo de la producción nacional. Así, ésta quedó librada a las fluctuaciones de los precios internacionales y al dumping transitorio, los que inducen reasignaciones de recursos que en definitiva tienden a ser ineficientes para la economía nacional. Posteriormente, en 1984, hubo una reversión significativa, reintroduciéndose bandas de precios y un mecanismo anti-dumping (véase el capítulo VI).

Un argumento central de la política de libre comercio se refiere a los beneficios que la competencia aportaría a los consumidores, a través de la disponibilidad de una gama más amplia de bienes, precios más bajos y mayor eficiencia. En el marco de la teoría ortodoxa del consumidor, la apertura externa se considera positiva, porque los usuarios pueden igualar su utilidad marginal al costo marginal de importación (que se supone igual al precio, por ser Chile "un país pequeño"). La diversificación del consumo es catalogada como especialmente positiva, pues incrementaría la libertad de elección del consumidor. *Ceteris paribus*, ello es muy válido.

Aquí cabe agregar dos comentarios; uno relativo a los efectos que provoca sobre los consumidores en su calidad de productores, y otro que se refiere al impacto en la eficiencia y nivel de la actividad económica.

Primero, durante el proceso de ajuste, la desustitución de importaciones contribuyó a acrecentar directamente el desempleo y a retardar la recuperación del nivel agregado de activi-

dad; lo último desalentó indirectamente la inversión, con su consiguiente impacto negativo sobre la generación de nuevos empleos. Por lo tanto, los consumidores situados en los estratos de ingresos inferiores, que como se sabe son los que sufren tasas de cesantía mayores, en su dimensión de productores (trabajadores) soportaron costos muy superiores a los eventuales beneficios derivados de la diversificación de la canasta de consumo disponible en el mercado, de hecho, para aquellos con capacidad de compra.

En segundo lugar, la diversificación del consumo tuvo un impacto relativo diferenciado según estratos de ingreso, permitiendo una rápida incorporación de un pequeño sector de altos ingresos a los patrones de consumo de las economías más ricas del mundo. El fuerte incremento en la desigualdad registrado en estos años, se expresó en una notoria diferenciación de estilos de vida más que en mayores niveles de ahorro destinado a la inversión productiva; ello lo atestigua la espectacular baja ocurrida en la tasa de ahorro nacional a 8,2% del PIB en 1981 y a 2,1% en 1982. Por último, desde el punto de vista de la actividad económica, la importación indiscriminada contribuyó a la segmentación de la demanda de los bienes en los cuales la diferenciación de productos juega un papel importante. Naturalmente, ello dificultó el aprovechamiento de economías de escala por parte de los productores nacionales y elevó los costos medios de producción en la coyuntura crítica de esos años.

En definitiva, la experiencia chilena deja lecciones heterodoxas. La economía nacional disponía de márgenes de protección claramente excesivos para innumerables rubros importables; por lo tanto, se requería una significativa reducción de la dispersión y nivel de la protección efectiva. Sin embargo, la apertura fue acelerada y excesiva, se realizó en un momento inoportuno y no se coordinó con la política cambiaria. Para sumar, en vez de restar, se debió proceder gradualmente y buscar deliberadamente una complementación dinámica entre la sustitución de importaciones y la promoción de exportaciones. La positiva expansión de las exportaciones habría sido esencialmente compatible con una política arancelaria más pragmática que la implementada, y ha-

bría involucrado más sustitutos de importaciones convertidos en exportables, y una canasta exportadora más diversificada y más intensiva en valor agregado.

Faltó, como en otros terrenos de la política económica, una adaptación de las concepciones teóricas a la naturaleza específica de la economía chilena. Por otra parte, parece indudable que, aun en las condiciones desfavorables que sufrió el mercado interno, la economía en general y el sector industrial poseen cierta capacidad de ajuste frente a cambios en los precios relativos. Al mismo tiempo, resulta claro que parte de la capacidad de respuesta, en particular del sector exportador, se basa en el progreso industrial logrado con anterioridad mediante políticas de sustitución de importaciones y el desarrollo de recursos naturales "no tradicionales" (en ese entonces como los forestales, frutícolas y pesqueros). Finalmente, la hipótesis convencional de que la apertura indiscriminada promovería la expansión de actividades intensivas en mano de obra y la contracción de las intensivas en capital, aparece por lo menos parcialmente controvertida por las características de los cambios registrados en la estructura productiva. Este desempeño estaría ligado a la oportunidad en que se realizó la liberalización del comercio exterior, a la excesiva rapidez, intensidad y el carácter indiscriminado que revistió, a la pasividad impuesta sobre el sector público, y a la ausencia de una estrategia de desarrollo productivo nacional.

## CAPÍTULO IV

### LAS EXPERIENCIAS CAMBIARIAS: 1965-82\*

Chile adoptó por primera vez políticas cambiarias que pertenecen a la categoría del tipo de cambio programado, también denominado de «minidevaluaciones» o «reptante», entre abril de 1965 y julio de 1970. Cabe destacar que Chile fue el primer país en utilizar sistemáticamente una política de esta naturaleza<sup>1</sup>. Posteriormente, desde octubre de 1973 hasta junio de 1979, se implementó una segunda experiencia con este tipo de política cambiaria.

Ambas experiencias involucraron ajustes frecuentes de la cotización cambiaria, tuvieron una vigencia superior a 5 años y comenzaron a aplicarse en coyunturas de agudos desequilibrios de balanzas de pagos y considerables tasas de inflación interna. Sin embargo, se diferencian en cuanto al conjunto de políticas públicas en el cual se inserta cada una, y respecto del papel asignado al tipo de cambio, la estabilidad de la política cambiaria, la magnitud de cada uno de los ajustes nominales, y los criterios empleados para decidir la introducción de modificaciones a la tasa real.

En la sección 1 se presenta una breve discusión en torno a aspectos específicos que son relevantes para evaluar las políticas cambiarias en las dos experiencias. La sección 2 contiene un recuento de las principales características de las políticas aplicadas en uno y otro caso, procurando poner de relieve sus similitudes

---

\* Basado en "Las experiencias cambiarias en Chile: 1965-79", publicado en *Colección Estudios CIEPLAN 2*, Santiago, diciembre de 1979, y en Williamson (1981).

1 Luego de Chile en 1965, Colombia en 1967 y Brasil en 1968, iniciaron políticas sistemáticas de ajustes cambiarios continuos y pequeños. Estas experiencias, y otras desarrolladas posteriormente en países de diferentes regiones, se examinan en Williamson (1981), quien las bautizó como "reptantes" (*crawling-peg*).

y discrepancias. Las conclusiones e interrogantes que fluyen del análisis se debaten brevemente en la sección 3.

## 1. ALGUNOS ASPECTOS PRELIMINARES

Hemos enfatizado que toda experiencia de política pública resulta difícil de evaluar porque genera efectos sobre ámbitos muy diversos y provoca consecuencias indirectas y de largo plazo cuya detección no es tarea fácil.

Tanto el marco interno como el externo ejercen una influencia significativa sobre la elección, los efectos y la interpretación

**Cuadro.IV.1**  
**Indicadores macroeconómicos de Chile, 1964-82**

	1964	1965	1969	1970	1972	1973	1974	1978	1980	1982
1. Índice del PIB (1970=100)										
a) Total	78,9	83,0	96,5	100,0	107,9	103,6	109,2	109,4	124,7	112,6
b) Por habitante	89,4	91,9	98,3	100,0	104,0	98,2	101,9	96,1	106,3	93,0
2. Índice del valor agregado industrial (1970=100)										
a) Total	78,8	83,8	98,7	100,0	116,9	109,3	108,3	92,9	101,9	79,5
b) Por habitante	89,2	92,8	100,6	100,0	112,7	103,6	101,0	81,6	86,9	65,7
3. Coeficiente de inversión	21,4	19,9	19,6	20,4	14,8	14,7	16,5	14,7	17,6	15,0
4. Tasa de desempleo										
a) abierto	7,0	6,4	6,0	5,9	4,0	4,8	9,1	13,8	11,7	19,6
b) con PEM	7,0	6,4	6,0	5,9	4,0	4,8	9,1	18,0	16,9	26,1
5. Tasa de inflación (dicbre a dicbre)	40,4	27,3	33,1	36,1	260,0	606,1	369,2	37,2	31,2	20,7
6. Precio real del cobre (centavos de dólar de 1977)	73,1	85,0	139,1	120,1	85,2	120,1	113,3	54,6	68,5	46,6
7. Superávit fiscal (% del PIB)	-4,0	-4,3	-0,8	-3,5	-14,1	-10,5	-6,6	2,2	5,5	-2,3
8. Balance en cuenta corriente	-312,8	-131,1	-185,4	-166,7	-689,2	-442,0	-256,2	-960,4	-1.361,0	-1.599,7
9. Saldo en balanza de pagos <sup>a</sup>	-55,6	-108,2	269,8	233,3	-411,5	64,6	-162,7	628,5	859,2	-808,7

Fuente: Líneas 1y 2 basadas en Marcel y Meller (1986). Línea 4 según Jadresic (1986). La línea 5 presenta la tasa de variación del IPC. Para 1964-69 se usó Ffrench-Davis (1973); para 1970-78 Cortázar y Marshall (1980) y para 1979-82 el índice oficial del INE. La línea 6 está extraída de Ffrench-Davis y Tironi (1974) y Banco Central de Chile, deflactados por el IPE de Ffrench-Davis (1984). La línea 7 está tomada de Larraín (1991) y corresponde al gobierno general.

<sup>a</sup>Hasta 1972 la definición de reservas internacionales incluye las reservas del sector privado; desde 1973, considera sólo las del Banco Central.

de los resultados de la política cambiaria. En el cuadro IV.1 se presentan antecedentes macroeconómicos relativos a la economía nacional en general.

El marco económico inicial de cada experiencia se ha caracterizado por problemas de balanza de pagos, escasez de reservas, gravosos servicios de la deuda externa, proliferación de restricciones no arancelarias, y niveles de inflación altos y fluctuantes. Todos estos desequilibrios fueron mucho más severos al comienzo de la segunda experiencia, que en la primera. Al sector público le ha cabido una participación apreciable en el sector externo, papel que fue acrecentado después de la nacionalización de las principales empresas mineras de cobre, en circunstancias que este producto ha generado más del 60% de los retornos de divisas por concepto de exportaciones.

Por último, el mercado interno de capitales experimentó profundas transformaciones a lo largo de estos años. En la primera experiencia estuvo sujeto a mayores regulaciones y hubo cierto racionamiento del crédito por políticas distintas a la tasa de interés, si bien la tasa de las colocaciones bancarias fue, en términos reales, siempre positiva (véase cuadro IV.3, col. 4), alcanzando niveles cercanos al 6-10% anual establecido en las metas de políticas. En el segundo caso, el mercado interno de capitales fue ampliamente liberalizado, removiéndose por completo los controles que afectaban a las tasas de interés. La tasa real fluctuó en forma considerable, promediando 38% anual entre 1975 y 1982. Un importante segmento del mercado financiero interno operó sobre la base de períodos de 30 días (véase el cap. V, en este volumen).

En cuanto al contexto internacional, exhibió como característica básica la inestabilidad de la cotización del cobre, con un precio superior al "normal" durante la primera experiencia. Respecto del segundo episodio, el alza espectacular del precio de las materias primas en 1973-74 fue muy favorable a Chile, debido a la elevada ponderación del cobre dentro del comercio exterior del país. En el cuatrienio 1975-78, empero, la relación se invirtió, tornándose desventajosa, ya que los precios del cobre se deprimieron

—situándose alrededor de un cuarto por debajo de los niveles normales— hasta que al promediar 1979 volvieron a ubicarse sobre su línea de tendencia. Por otra parte, Chile es un importador neto de petróleo: el desembolso nacional por ese concepto se elevó del 6 al 13% del total de las importaciones entre 1973 y 1980. Finalmente, Chile hizo uso de la mayor disponibilidad de fondos de los mercados financieros internacionales. En el curso de ambas experiencias recibió un influjo de capital mayor que el requerido para financiar el déficit en cuenta corriente prevaleciente (cuadro IV.1, líneas 8 y 9), lo que condujo a la acumulación de reservas (y a la correspondiente expansión de la emisión) a un ritmo mayor que el deseado por las autoridades económicas en ambas ocasiones<sup>2</sup>.

La definición utilizada aquí de tipo de cambio programado o reptante coincide con la que emplea Williamson (1981) del *crawling-peg*. Se trata de una política con una tasa nominal determinada por el Gobierno. La paridad se ajusta mediante variaciones pequeñas y periódicas, con el objeto de mantener o moverse hacia el nivel de «equilibrio». La definición de “pequeñas” implica montos reducidos de ajustes en términos de su influencia sobre los precios relativos y sobre las oportunidades de que se generen ganancias especulativas. Esto último puede fundarse sobre criterios más objetivos, vinculados a los costos que involucra el intercambio de moneda nacional por divisas (y eventualmente a los costos de invertir y desinvertir en otros activos generadores de renta). Es evidente que mientras más alta sea la tasa neta de inflación del país, más frecuentes deberían ser los ajustes del tipo de cambio si es que se desea evitar que cada uno de éstos genere actividad especulativa e ingresos rentísticos a expensas del Banco Central.

El conjunto de políticas públicas en el cual se inserta el manejo cambiario y los objetivos específicos asignados por los respectivos gobiernos a la política cambiaria son de una importancia determinante. Cabe señalar que en ambas experiencias existió aparentemente el deseo de implementar medidas “realistas”, procurando

---

2 La escasa profundidad del mercado, a diferencia de los años noventa, no permitía operaciones masivas de esterilización monetaria.



imponer una tasa de "equilibrio" y lograr cierta mayor estabilidad en las relaciones de precios. No obstante, la interpretación acerca de lo que se entiende por "equilibrio" no fue uniforme. En la primera experiencia se relacionó dicho concepto con el "equilibrio" de la cuenta corriente, estimado a partir de un precio normal, o de tendencia, del principal producto de exportación, y de cierto nivel de endeudamiento menor que en el régimen precedente (Ffrench-Davis y Carrasco, 1969; Ffrench-Davis, 1973). La segunda experiencia pareció en un comienzo orientada a conseguir que el tipo de cambio recuperara el poder adquisitivo de 1970, pero posteriormente la variación en la disponibilidad de reservas internacionales pasó a tener influencia decisiva, con lo que el manejo del precio de la divisa se transformó en una herramienta de la política monetaria, antes que en un mecanismo estable de asignación de recursos. Enseguida, en un cambio de enfoque, el tipo de cambio fue utilizado no tanto como una herramienta para el logro de una balanza de pagos equilibrada, sino como el principal instrumento de regulación de las expectativas inflacionarias y luego como ancla del precio de transables. El papel tan variable asignado al tipo de cambio, consecuencia de revisiones en la prioridades de política y de las restricciones (subjetivas y objetivas) que afectaban el empleo de determinados instrumentos de acción pública, se tradujo en significativos vaivenes en el valor del tipo de cambio real (TCR)<sup>3</sup>.

## 2. EVOLUCIÓN DE LAS POLÍTICAS CAMBIARIAS

Las políticas cambiarias implementadas en Chile con posterioridad a la crisis mundial de 1929 y hasta mediados de la década del sesenta, comparten muchas características con las aplicadas en la mayoría de los LACs en el transcurso del mismo lapso. Durante largos períodos, Chile tuvo un tipo de cambio nominal fijo. La economía interna estaba afectada por una tasa de inflación persistentemente superior a la externa, por lo que el nivel

3 Por TCR se entenderá el tipo de cambio bancario vendedor nominal dividido por un índice de precios internos y multiplicado por un índice de precios externos. Véase el cuadro IV. 3.

real de la cotización tendió siempre al deterioro, dando origen así a recurrentes crisis de balanza de pagos. La respuesta habitual de las autoridades fue recurrir a diversas prácticas restrictivas, evitando introducir modificaciones a la paridad cambiaria; pero tarde o temprano se hacía inevitable alterar esta relación. Algunas veces se decretó la devaluación (aumento) de un tipo único. En otras oportunidades se crearon cotizaciones múltiples, fijándose niveles más elevados para los grupos de bienes considerados "no prioritarios", categorías cuya cobertura estaba, por lo demás, en constante revisión. Hubo ocasiones en las que, aparte de la vigencia de gravámenes arancelarios diferenciados y de restricciones de carácter cuantitativo, coexistían varios cientos de tasas múltiples, las cuales cubrían rangos tan amplios como una relación de uno a quince entre la mínima y la máxima<sup>4</sup>. Esporádicamente se establecieron tipos de cambio libres que cubrían la totalidad del mercado o sólo segmentos de él, los cuales, en realidad fluctuaban libremente (e intensamente) o eran intervenidos extraoficialmente por el Gobierno. En unas cuantas oportunidades, la autoridad decretó series de devaluaciones de pequeña monta, aunque por períodos breves y sin una política claramente definida.

El rasgo predominante del período en referencia fue el propósito de amarrarse a una cotización nominal fija, pero en realidad ésta terminó siempre modificándose, en respuesta a las crisis de balanza de pagos, con devaluaciones masivas e inestabilidad de la cotización real.

#### **a) La política cambiaria "programada" en 1965-70**

En 1962, la economía chilena afrontó una aguda crisis de balanza de pagos, al cabo de tres años de vigencia de un tipo de cambio nominal fijo y de una significativa liberalización del intercambio y de los flujos de capital. A la mantención del valor nominal de la divisa se le asignó un importante papel como ancla de expectativas antiinflacionarias; de hecho, logró ese objetivo y jugó un papel decisivo en la estabilización de los precios internos entre

---

<sup>4</sup> Las políticas aplicadas en el período 1952-70 se analizan en Ffrench-Davis (1973, cap. IV).

**Cuadro IV.2**  
**Ajustes nominales del tipo de cambio, 1965-76<sup>a</sup>**

Fecha	Número de ajustes	Números de días (promedio) entre ajustes	Tasas (%) de ajuste		
			Máxima	Promedio	Mínima
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1965 (mayo-dic)	8	30,0	2,9	1,52	0,4
1966	12	30,4	2,3	1,75	1,2
1967	16	22,8	2,4	1,78	0,7
1968	24	15,3	1,9	1,17	0,8
1969	19	19,2	1,7	1,40	0,8
1970 (enero-jul)	12	17,6	1,9	1,71	1,4
1973 (octubre-dic)	3	30,7	19,3	9,00	1,8
1974	24	15,2	15,9	7,16	3,3
1975	26	14,0	18,2	6,06	1,8
1976 <sup>b</sup> (enero-jun)	18	10,1	-10,1	3,35	0,9

Fuente: Banco Central, *Boletín Mensual*, varios números.

<sup>a</sup> Tipo bancario a futuro. <sup>b</sup> A partir de junio de 1976 los ajustes se efectuaron diariamente.

1959 y 1962. Pero al producirse finalmente la modificación de aquella paridad, luego de casi cuatro años de permanecer fija, el efecto expectativas cambió de signo, con una repercusión intensa, toda vez que los ajustes cambiarios fueron considerables (devaluaciones de 72% entre octubre de 1962 y enero siguiente). La devaluación se había hecho inevitable ante la concurrencia de tres factores: las exportaciones se habían expandido mucho menos que lo esperado, mientras que con las importaciones se daba el fenómeno contrario; y los flujos de capital, que habían servido para cubrir las crecientes brechas tanto en la cuenta corriente como en el presupuesto fiscal, declinaron en 1961. Al producirse la devaluación, el tipo de cambio cuyo congelamiento había contribuido hasta entonces a reprimir las alzas de los precios internos, abrió camino a un severo recrudecimiento del proceso inflacionario (que saltó de 9% en 1961 a más de 40% anual en 1963 y 1964).

La elección de política cambiaria que se adoptó en 1965 estuvo influida, también, por otros dos elementos del contexto inicial. Por una parte, se habían registrado grandes flujos espe-

culativos de capital, acompañados de cuantiosas ganancias de capital para los agentes económicos que habían sido capaces de «prever» el estallido de la crisis de 1962. Por otra parte, en 1961 se había establecido un régimen cambiario dual, con un mercado de corredores para las divisas relacionadas con actividades turísticas, diversos servicios y flujos de capital financiero. El acceso a este último mercado, lo mismo que la determinación del precio de la divisa de corredores, fue libre. La tasa cambiaria correspondiente experimentó intensas fluctuaciones, hasta que fue puesta de facto bajo control del Banco Central permaneciendo entonces congelada hasta fines de 1964. En consecuencia, la revisión de los acontecimientos recientes llevó a concluir que tanto una política de tipo de cambio congelado como de tasa libre acusaban un comportamiento desestabilizador y distorsionador de la asignación de recursos (Ffrench-Davis, 1964).

En noviembre de 1964 se inició un nuevo período presidencial de seis años. Las autoridades económicas habían diseñado un programa destinado a reducir gradualmente la tasa de inflación, que a octubre de 1964 había bordeado el 50% anual. Se estimó, entonces, que aun cuando en constante disminución, el fenómeno iba a persistir durante varios años, registrando intensidad apreciable. Por otra parte, el nuevo régimen deseaba proseguir, en una forma más planificada, la sustitución de importaciones y la expansión y diversificación de las exportaciones, y evitar los flujos especulativos y los efectos traumáticos de las crisis de balanza de pagos sobre la economía, las cuales habían constituido un fenómeno recurrente en el transcurso de los diez años anteriores (Ffrench-Davis, 1964; y 1973, p. 98; Molina, 1972). Sin embargo, no existía consenso en lo relativo a la naturaleza de las políticas de comercio exterior que era necesario aplicar para la consecución de tales objetivos. El debate al interior del Gobierno acerca del diseño de la nueva política cambiaria demoró algunos meses, comenzando a aplicársela en abril de 1965.

Se optó por una política de tipo de cambio “programado”. Se estableció que el tipo de cambio sería anunciado periódicamente por el Banco Central, introduciéndose en cada oportunidad peque-

ños ajustes hacia arriba. El propósito era disponer de un tipo de cambio real relativamente estable, evitando saltos bruscos, con el objeto de suministrar señales orientadoras para la asignación de recursos y evitar ganancias especulativas de capital y shocks agudos a la economía nacional<sup>5</sup>. La tendencia de la tasa real dependería de las perspectivas de mediano y largo plazo que enfrentara el sector externo chileno (Ffrench-Davis y Carrasco, 1969).

El nuevo esquema mantuvo la existencia de tres tipos de cambio: uno, el principal, que regía para el grueso del comercio (tasa bancaria a futuro); otro, válido para las empresas de la gran minería del cobre, en ese entonces de propiedad extranjera (tasa bancaria contado), y un tercero para el turismo, movimientos de capital financiero y diversos servicios (tipo de cambio de corredores).

El tipo bancario a futuro funcionaba de manera tal que en cada transacción el flujo de fondos internos (pagos efectuados por los importadores y pagos recibidos por los exportadores) ocurría alrededor de dos meses antes que su contraparte en divisas, al tipo de cambio vigente al iniciarse el trámite. En consecuencia, se eliminaba el "riesgo cambiario" por ese lapso, y los importadores concedían un préstamo libre de interés en favor de los exportadores. El valor presente del componente a futuro ascendió aproximadamente a un 2%, a lo que habría que agregar el efecto "disponibilidad de crédito" en un mercado financiero algo restringido y segmentado como era el de la economía chilena (cap. III; y Ffrench-Davis, 1973, cap. V).

El tipo de cambio bancario contado exhibió tradicionalmente un nivel inferior al de la cotización a futuro, con el objeto de gravar en forma indirecta la renta económica que era captada por los inversionistas extranjeros del cobre. Esta tasa empezó a ser aumentada en forma gradual, de manera de reducir la brecha existente con la tasa principal. La medida formó parte de un acuerdo sus-

5 Se pensaba que el tipo de cambio influenciaba los precios internos en proporción directa a su incidencia sobre los costos de la oferta interna de bienes y servicios; se suponía que efectos inflacionarios mayores estaban asociados a devaluaciones masivas, a través de su impacto sobre las expectativas. Cabe señalar que los bienes exportables poseían una participación poco significativa en el gasto interno.

crito entre el Gobierno de Chile y las compañías Anaconda y Kennecott, con vistas a conseguir un aumento considerable en la producción de cobre, dentro de un enfoque en el que la tributación se basaría en las utilidades, antes que en un impuesto cambiario; pero la medida pretendía también inducir un incremento de la participación de los insumos de origen nacional en el proceso de producción cuprera<sup>6</sup>.

La tasa de corredores fue mantenida persistentemente a un nivel superior al bancario a futuro, procurándose que el precio implícito promedio pagado por el demandante de divisas fuera similar, tanto si las usaba para importar bienes como si las demandaba para hacer turismo fuera del país. La brecha entre ambas cotizaciones que se adoptó como referencia fue 20%, cifra que reflejaba la tasa promedio de gravámenes sobre las importaciones<sup>7</sup>.

Las tasas nominales fueron devaluadas una o dos veces al mes, como se aprecia en el cuadro IV.2. El alza promedio en cada oportunidad ascendió a 1,55%, fluctuando entre 0,4 y 2,9%. Al cabo de los 63 meses que estuvo en vigencia esta política, el tipo de cambio real (bancario futuro) se encontraba a un nivel 35% superior al inicial (columna 1 del cuadro IV.3.)

La principal variable que se tuvo en cuenta para guiar los ajustes en el tipo de cambio nominal fue la tasa de inflación interna esperada. En cuanto a las variaciones reales, el propósito de las autoridades fue elevar el poder adquisitivo del tipo de cambio. Primero, para reducir la acelerada alza que había registrado en la década precedente

6 En Ffrench-Davis y Tironi (1974, pp. 227-32), se examina la respuesta del coeficiente de insumos nacionales/extranjeros, a los precios relativos y a las regulaciones directas. Allí se comprueba un significativo efecto de las políticas públicas sobre el mayor grado que se logró de integración de la gran minería del cobre a la economía nacional.

7 Esta estimación, que se funda en los ingresos efectivos provenientes de gravámenes aduaneros, tiende a subestimar la protección nominal y efectiva promedio de que gozan los sustitutos de importaciones. La brecha entre cotizaciones se aumentó en los momentos de escasez de divisas, con el objeto de desalentar el turismo hacia el exterior y de promover el ingreso de fondos. Se suponía, correctamente, que estos cambios de corto plazo no surtirían los mismos efectos nocivos que variaciones de la tasa bancaria podrían provocar sobre la asignación de recursos.

el endeudamiento externo; y, segundo, porque se proyectaba reducir la protección promedio a los sustitutos de importación, lo que requería un ajuste compensador en el tipo de cambio<sup>8</sup>.

La trayectoria del tipo de cambio real en el sexenio 1965-70 estuvo determinada por tres factores principales: la tasa de inflación mundial; un problema de balanza de pagos anticipado en 1967 por las proyecciones de los expertos gubernamentales, y el comportamiento del precio del cobre y de los flujos de capital.

La existencia de inflación externa —del orden del 2,4% anual en promedio para ese período— fue la principal variable que contribuyó a una devaluación real a través de todo el período. El déficit de balanza de pagos visualizado en 1967 permitió una fuerte compensación real. Como parte de su política económica, el Gobierno había mejorado y extendido un sistema de proyecciones periódicas sobre movimientos de reservas, registros de importación y cuenta corriente. Estas proyecciones advirtieron que se avecinaba un desequilibrio, cuya superación requería la aplicación de una serie de medidas. Las que se pusieron en vigencia a mediados de 1967 (Ffrench-Davis, 1973, p. 104) contemplaron una reducción del gasto fiscal y un aumento más rápido del tipo de cambio real (con ajustes más frecuentes), que fue incrementado 12% entre julio de 1967 y febrero de 1968, registrándose un aumento más acelerado en el caso del de corredores. La devaluación real ayudó a superar el desequilibrio de la balanza de pagos, moderando así el shock correspondiente sobre la actividad económica. Esta coyuntura señaló que la adopción de la nueva política cambiaria había logrado sacar al tipo de cambio de su papel tradicional de gran formador de expectativas inflacionarias en las situaciones críticas.

A partir de 1968, y por el resto de este período, la balanza de pagos acusó considerables superávits debido al alza que expe-

8 La mayor parte de las prohibiciones y de los depósitos de importación fue suprimida; asimismo, se inició una racionalización arancelaria, que implicó una disminución significativa de redundancias arancelarias y una reducción de la dispersión y del promedio de la protección efectiva (Ffrench-Davis, 1973, pp. 96-116).

**Cuadro IV.3**  
**Tipo de cambio, salarios y tasas de interés, 1965-82**  
 (promedios de cada período)

	Indice de tipo de cambio real (1970=100)	Indice de salarios reales (1970=100)		Tasa de interés real (%)
		Deflactado por tipo de cambio	Deflactado por IPC	
	(1)	(2)	(3)	(4)
1965	80,1	84,1	67,3	-0,5
Abril	77,8			
1966	84,2	89,6	75,4	8,8
1967	91,0	94,2	85,7	10,8
1968	95,6	89,5	85,6	6,5
1969	99,0	92,8	91,8	5,6
1970	100,0	100,0	100,0	6,9
Julio	104,7			
1973	83,9	56,0	78,3 <sup>a</sup>	n.d.
Octubre	113,4			
1974	130,5	45,0	65,1	n.d.
1975	179,0	31,9	62,9	121,0 <sup>b</sup>
1976	144,6	49,8	64,8	51,2
Enero	180,7			
Junio	155,9			
Julio	130,8			
1977	120,3	60,6	71,5	39,4
Julio	114,8			
1978	133,5	58,1	76,0	35,1
Febrero	133,1			
1979	133,4	64,3	82,3	16,9
Junio	131,1			
1980	116,6	80,1	89,0	12,2
1981	99,2	102,6	96,8	38,8
1982	115,1	88,2	97,1	35,2
Junio	90,0			

Fuente: 1965-70, Ffrench-Davis (1973); 1970-82, cálculos sobre datos del Banco Central de Chile, Cortázar y Marshall (1980), Ffrench-Davis (1984) y Jadresic (1990). Para el tipo de cambio real, se señalan los meses en los que hubo un cambio de política. En la columna (1), el tipo de cambio nominal fue inflacionado por el índice de precios externos (IPE) y deflactado por el IPC. Las columnas (2) y (3) tienen como numerador al Índice General de Remuneraciones del INE, y como denominador al IPE multiplicado por un índice de tipo de cambio nominal y el IPC, respectivamente. La columna (4) es la tasa activa de interés nominal anual, deflactada por la inflación.

<sup>a</sup> Promedio de las tres observaciones disponibles antes del golpe de septiembre: enero, abril y julio.

<sup>b</sup> Segundo semestre, después de la liberalización de las tasas de interés.



rimentó el precio del cobre, producto que representaba cerca de las dos terceras partes de las exportaciones chilenas, y al incremento de la participación gubernamental en la renta generada por la explotación de este recurso. Ello indujo también una mayor afluencia de capitales de corto plazo, asociada a los inicios de la oferta de eurodólares a países en desarrollo "exitosos". El flujo fue alentado por la acumulación de reservas y el buen precio del cobre, por la mayor capacidad de pago de Chile y por la relativa escasez de crédito interno. Obviamente, el Gobierno fue objeto de fuertes presiones, tanto en su seno como, principalmente, desde fuera de él, para que congelara el tipo de cambio. No obstante, con una notable responsabilidad, las autoridades económicas lograron mantener el mejoramiento real alcanzado en 1967-68, y elevarlo al continuar con las devaluaciones periódicas de la divisa a un ritmo similar al de la tasa interna de inflación y ganar el diferencial por la inflación externa.

Dado el superávit en balanza de pagos y la naturaleza y fuerza de las presiones contra la política en boga, es probable que las expectativas cambiarias predijesen una reducción de la cotización real; ello, junto con la natural brecha real entre las tasas interna y externa de interés, habría sido uno de los incentivos que dieron lugar a un voluminoso ingreso de capital financiero entre 1968 y 1970.

Probablemente, el principal obstáculo que debió afrontar la nueva experiencia de este sexenio estuvo relacionado con la insuficiente, aun cuando creciente, coordinación con otras políticas económicas. De una parte, la política cambiaria se propuso limitar la transmisión de la inestabilidad del precio del cobre a la economía nacional. La balanza de pagos «normal» se proyectó así a partir de una cotización del cobre inferior a la que se dio en la práctica (Ffrench-Davis y Carrasco, 1969). Aparte de conducir la política cambiaria en función del precio "normal", era necesario asegurar que también los receptores de los retornos de exportación del cobre dispusieran de ingresos relativamente estables. Esto fue ampliamente conseguido por la política gubernamental en el caso de los grandes productores del metal (GMC). En el caso del in-

greso fiscal se logró mediante acuerdos anuales entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda respecto de cuánto usar de los ingresos captados de la GMC; el exceso lo mantuvo la Tesorería en su cuenta en dólares en el Banco Central. Fue el origen «informal» del Fondo de Compensación del Cobre, creado dos decenios después.

Por otra parte, los flujos de capital financiero tendieron a ser desestabilizadores. El Gobierno dispuso sólo de herramientas débiles para controlar esta situación o atenuar sus efectos: únicamente pudo establecer un período mínimo de repatriación para los nuevos flujos que llegaran al país y reducir el crédito interno para compensar el incremento de la emisión, fruto de la acumulación de reservas. En un mercado de capitales significativamente segmentado, la fuerte modificación que experimentó la composición de las fuentes de creación de dinero se tradujo en cuellos de botella financieros. Este es un fenómeno que se repitió con mayor intensidad y repercusiones más graves durante la segunda experiencia.

En síntesis, dadas las herramientas de política disponibles, durante el período 1965-70 se optó por conseguir mayor estabilidad en la tasa cambiaria real que en el nivel de reservas, debido: i) a su incidencia directa sobre la asignación de recursos, particularmente en lo concerniente a las exportaciones; ii) al supuesto de efectos derivados de la rigidez a la baja de los precios internos si la tasa de cambio seguía las fluctuaciones transitorias en los términos del intercambio o en los movimientos de capital; y iii) por último, a la creencia de que el precio vigente del cobre era superior al «normal» y de que caería drásticamente en el futuro, como efectivamente ocurrió al promediar 1970.

#### **b) La política cambiaria en 1973-79**

En octubre de 1973, se inició la segunda experiencia formal con una política cambiaria de devaluaciones frecuentes. En este período es posible visualizar tres fases distintas, que tienen en común el factor frecuencia de los ajustes, pero que difieren en otros aspectos significativos. La primera fase concluye en julio de 1976.

La segunda se extiende hasta febrero de 1978, en tanto que la última tiene vigencia hasta mediados de 1979, cuando se retorna a la congelación del tipo de cambio nominal.

*i) La fase inicial, con restricción externa dominante*

Durante la mayor parte de 1973, el país afrontó una crítica situación de balanza de pagos, mientras que la inflación llegaba a niveles cercanos al 400% anual<sup>9</sup>. El gobierno había establecido, en diciembre de 1971, un sistema de tasas cambiarias múltiples, que en agosto de 1973 comprendía 6 áreas distintas, en el cual la más baja equivalía apenas al 3% de la más alta. Aunque las autoridades de la época eran partidarias de una cotización nominal fija, la coyuntura económica las había obligado a decretar substanciales devaluaciones. Asimismo, en marzo de 1973 habían restablecido un tipo de cambio "programado" en la principal área del mercado de corredores. No obstante, la mayoría de los tipos de cambio vigentes se encontraban considerablemente a la zaga del ritmo inflacionario.

Algunas semanas después del golpe militar de septiembre de 1973, se anunció una nueva política económica, orientada a reducir la mayor parte de la intervención pública en este ámbito. A pesar de que la mayoría de los controles de precios fueron suprimidos abruptamente, la fijación de la tasa de cambio siguió en manos de las autoridades. Los numerosos tipos vigentes en 1973 fueron reducidos a tres, retornándose a la situación imperante hasta fines de 1971. La tasa de mayor cobertura, es decir la bancaria a futuro, fue devaluada en aproximadamente 300%. El objetivo era alcanzar un nivel de paridad semejante al vigente en 1970 (aparentemente, sin tener aun conciencia del papel jugado por la inflación externa). Si bien la principal tasa de corredores fue revaluada en 53%, siguió estando por encima de la cotización a futuro, mientras que el tipo empleado para los retornos del cobre se mantenía a un nivel de 40% de la tasa ban-

<sup>9</sup> La tasa oficial de aumento del índice de precios al consumidor, en el período de doce meses finalizado en agosto de ese año, fue de 304%; una estimación de la incidencia de los precios de mercado negro eleva la tasa de inflación al 402% (Yañez, 1979).

caría a futuro. En las tres áreas se aplicaron ajustes convergentes de ellas<sup>10</sup>. De esta forma, en agosto de 1975 el Gobierno alcanzó el objetivo de una paridad cambiaria legal única: sólo subsistió entonces la diferente cotización del mercado negro; de hecho, aparte de los aranceles de importación e incentivos de exportación, la existencia del Impuesto al Valor Agregado (IVA), ascendente al 20%, basado en el principio de gravar según el destino de los bienes, significó que los importadores de bienes (afectos al IVA) pagaban más pesos por dólar adquirido, en tanto que los exportadores (exentos del IVA) recibían más por dólar vendido.

Las paridades cambiarias fueron modificadas entre una y cuatro veces al mes, con una frecuencia similar a la observada en la primera experiencia. Pero como la inflación interna en 1974 era muy elevada, la devaluación promedio nominal fue mucho más grande (véase el cuadro IV.1). Hubo ajustes que llegaron a ser del orden del 18%, y en marzo de 1975 el efecto acumulado de dos modificaciones realizadas en el curso de una quincena alcanzó a 40%. De allí, entonces, que pueda afirmarse que los ajustes no tuvieron la frecuencia requerida por un proceso sistemático de "mini" devaluaciones.

El tipo de cambio principal experimentó entre mediados de 1974 y enero de 1976, un sustancial incremento en términos reales (cuadro IV.3, col. 1). El mejoramiento fue consecuencia directa de la evolución seguida por el precio del cobre. Durante los primeros 10 meses que siguieron al golpe militar, la cotización del metal rojo se elevó a niveles sin precedentes en las décadas anteriores; pero en el segundo semestre de 1974 cayó de manera abrupta, en tanto que las importaciones seguían subiendo. Ello condujo primero a revaluaciones reales coincidentes con la cotización elevada del cobre, y luego, a un acelerado proceso de devaluaciones, que se tradujo en un incremento de 38% en el tipo de cambio real entre el promedio de 1974 y enero de 1976.

---

10 La tasa de corredores fue revaluada hasta mayo de 1974, aproximándola a la bancaria. Asimismo, un gravamen de 53% a la compra de dólares en ese mercado fue rebajado a 13% en agosto de 1974, y eliminado en febrero siguiente.

Los temores de una crisis de balanza de pagos habían sido superados durante este período, con una violenta recesión. Pese a la seriedad que revestía el problema, la liberalización de importaciones siguió adelante en el intertanto. El promedio del arancel nominal había sido rebajado de 67% a 44% entre junio de 1974 y enero de 1976. Las devaluaciones reales compensaron en forma aproximada la caída promedio en las restricciones arancelarias sobre las importaciones, mientras que ambos factores se combinaron para proporcionar una mayor protección efectiva en favor de las exportaciones. El sector externo mejoró, exhibiendo una expansión del 98% en las exportaciones no tradicionales en el trienio 1974-76, que cubrió un tercio de la merma en el retorno de divisas originada en las exportaciones de cobre. Las ventas al exterior se vieron estimuladas por un mejoramiento de la protección efectiva (incluyendo el tratamiento preferencial en el Pacto Andino) y por la capacidad instalada que había quedado ociosa con el dramático deterioro de la demanda agregada interna (véase el cap. III). Este último fenómeno, ligado a una política de "shock" antiinflacionario, provocó una apreciable caída de las importaciones, la cual contribuyó al grueso del ajuste del sector externo. De esta forma se obtuvo un intercambio más balanceado, pero el PIB se redujo 17% en 1975 (Marcel y Meller, 1986), y el desempleo nacional subió al 21,9% (con PEM, y al 16,6% sin PEM).

El *boom* de créditos externos recibidos por Chile desde 1976 (véase el cap. V) y una inflación interna en aumento a tasas entre 11 y 15% mensual, favorecieron una modificación de la trayectoria del tipo de cambio real. En el resto de la fase éste cayó en forma rápida, deteriorándose 14% en el transcurso de los cinco últimos meses. En igual período, la liberalización de importaciones se hizo efectivamente más drástica debido a que las rebajas arancelarias tenían ya un componente redundante mucho más bajo (el arancel promedio se redujo de 44% a 33%), y ahora, la liberalización estuvo acompañada de un descenso en el tipo de cambio, antes que a la inversa como se había señalado reiteradamente por parte de personeros oficiales.

*ii) La fase de las revaluaciones abruptas*

La segunda fase se inició con una abrupta revaluación de 10% en junio de 1976, la cual significó un notorio cambio de política y llamó la atención, no tanto por sus efectos económicos intrínsecos, sino por los argumentos que se esgrimieron para justificarlo.

Las características principales de la segunda fase, que se prolongó hasta febrero de 1978, son la frecuencia diaria de las devaluaciones, que se realizan de acuerdo a tablas anunciadas mensualmente, y una serie de cuatro ajustes cambiarios abruptos: dos revaluaciones y dos devaluaciones.

La revaluación de junio de 1976 fue anunciada con gran espectacularidad y publicidad. Después de unas palabras introductorias del general Pinochet, el Ministro de Hacienda dio a conocer una serie de medidas. La principal consistió en la citada revaluación del peso de 10%. A partir de julio, el tipo de cambio se modificaría diariamente. En julio la paridad sería devaluada en 5%, pese al 12% de inflación interna registrado en junio. Los ajustes en los meses posteriores serían equivalentes al incremento del índice de precios al consumidor durante el respectivo mes anterior<sup>11</sup>.

El Ministro adujo que i) en 1975 el tipo de cambio había aumentado con mayor rapidez que la inflación interna, dando origen a una paridad "no realista" ni susceptible de ser mantenida en el largo plazo; ii) la nueva cotización sería ajustada en forma sistemática, porque se consideraba que su nuevo nivel era realista; iii) el esquema que comenzaba a ser aplicado permitiría a los exportadores operar en un contexto de mayor certidumbre; iv) la revaluación significaría una disminución de los costos industriales, atenuándose así desde julio en adelante las presiones inflacionarias, lo que se traduciría a su turno en un mejoramiento de las remuneraciones reales: la revaluación, se sostuvo, equivalía a un incremento de los salarios y los ingresos de los chilenos; v) las impor-

---

11 No hubo mención de la inflación externa; este punto tampoco había sido recogido sistemáticamente en la literatura para los efectos de medición del TCR. Véase el contraste entre nuestras estimaciones sobre TCR en los sesenta en Ffrench-Davis (1973) y Behrman (1976).

taciones y la actividad económica se verían estimuladas por la revaluación; vi) se reduciría la expansión monetaria originada en las adquisiciones netas de divisas por parte del Banco Central<sup>12</sup>.

La causa de la revaluación puede ser atribuida a una combinación de factores. Primero, la política económica estaba sufriendo las críticas de muchos destacados partidarios del régimen. La tasa inflacionaria mostraba una tendencia alcista, a lo que se agregaba la escasa recuperación de la actividad productiva y el considerable nivel del desempleo. Era necesario un acontecimiento espectacular que permitiera la subsistencia de las políticas drásticamente ortodoxas que se estaban imponiendo al país. En segundo término, la validez del enfoque puramente monetarista (a la Friedman), como fórmula para lograr la estabilización, estaba siendo cuestionado por la negativa experiencia de la trayectoria del proceso inflacionario en los meses anteriores (Foxley, 1982). De allí, entonces, el énfasis que se puso en publicitar profusamente que la revaluación debería provocar un gran impacto antiinflacionario, buscando de esta manera influir sobre las expectativas de los agentes económicos<sup>13</sup>. Tercero, el excedente global de balanza de pagos permitió a las autoridades disponer de reservas para su venta a los importadores, lo que contribuiría también a reducir la emisión monetaria.

El hecho es que todo el peso de la maquinaria propagandística controlada por el Gobierno fue colocada al servicio de la difu-

---

12 Intervención del Ministro de Hacienda, 29 de julio de 1976. Reproducido en DIPRES (1978), pp. 261-2. Alrededor de un 80% de los cambios en la emisión habían tenido su origen en compras netas de divisas.

13 El enfoque antiinflacionario monetarista de economía cerrada que había prevalecido hasta mediados de 1976 se vio cuestionado por la aparición en el mundo académico anglosajón de un enfoque monetarista de economía abierta, al cual la mayoría de los economistas oficialistas pareció haberse convertido. Este enfoque se transformó en definitivamente predominante cuando tres años después el tipo de cambio nominal fue congelado. Es curioso comprobar que economistas que antes auguraban que el tipo de cambio no tenía ninguna influencia sobre el nivel de precios si la cantidad de dinero permanecía constante, ahora aseguraban que el tipo de cambio determina el nivel de precios. La mayor apertura comercial, por supuesto, no justifica aquel cambio tan extremo de enfoque. Constatamos una vez más el peso abrumador de las modas en desmedro del pragmatismo en economía.

sión de la nueva política. La revaluación efectivamente modificó las expectativas inflacionarias: la tasa mensual de incremento de los precios bajó a 6% en agosto y septiembre. Sin embargo, se estancó alrededor de ese nivel durante dos trimestres. En marzo de 1977, el Ministro de Hacienda anunció una nueva revaluación del 10%, además de minidevaluaciones diarias que alcanzaban a 4 y 3% para marzo y abril respectivamente, las que nuevamente serían seguidas por ajustes de acuerdo al ritmo de inflación del mes anterior. La mayor parte de los argumentos esgrimidos por el Gobierno fueron los mismos utilizados en la primera oportunidad, aunque esta vez se confirió mayor importancia a la afirmación de que las exportaciones —salvo las “marginales”—prácticamente no se verían afectadas, ya que “el tipo de cambio de paridad supera en más de 20% al vigente en octubre de 1973 y es sólo ligeramente inferior al promedio imperante durante el segundo semestre de 1976”<sup>14</sup>. Una vez más la tasa de inflación se redujo, esta vez al 3 ó 4% mensual, pero nuevamente también se estancó a este nuevo nivel.

No obstante la primera revaluación, la balanza comercial arrojó un saldo favorable en 1976 y, también, lo que era excepcional, en la cuenta corriente. Esta circunstancia facilitó la revaluación decretada en marzo siguiente. Pero los excedentes de reservas, acumulados pese al bajo precio del cobre, se debieron en realidad a la drástica caída de la demanda agregada, lo que se reflejó en una contracción de las importaciones. La situación cambió substancialmente de signo en 1977 y 1978, en respuesta a cierta recuperación de la demanda agregada, a la liberalización arancelaria y al deterioro del tipo de cambio real. La consecuencia fue la aparición de un considerable déficit en la cuenta corriente, que fue más que compensado con una creciente afluencia de capitales financieros.

En el segundo semestre de 1977 se produjeron dos devaluaciones abruptas, aunque de menor monta: 6% en agosto y 4% en

14 Discurso del Ministro de Hacienda, 4 de marzo de 1977, reproducido en DIPRES (1978), pp. 308-9. La cifra oficial sobrestimó sin duda el tipo de cambio real. Véase cuadro IV. 3. y McKinnon (1977), cuadro 5.



diciembre. La primera estuvo compensada por una rebaja de los aranceles que constituyó un adelanto de la supuesta fase final del proceso de liberalización de las importaciones, en virtud del cual los gravámenes aduaneros quedarían limitados a tasas comprendidas entre 10 y 35%. La liberalización habría concluido, entonces, en agosto de 1977 (DIPRES, 1978, p. 337).

Sin embargo, en diciembre se anunció que se establecería en forma gradual, entre fines de 1977 y junio de 1979, un arancel uniforme de 10% (DIPRES, 1978, pp. 358-9). Se dispuso asimismo una devaluación de 4,3%, con el objeto de compensar el efecto "promedio" de la nueva rebaja arancelaria de diciembre. Una vez más se procuró influir sobre las expectativas inflacionarias, dándose a conocer las series de minidevaluaciones que se realizarían en los dos meses siguientes: 2,2% para diciembre, equivalente a lo que había sido la tasa de inflación del mes anterior, y 3% en enero. Se sostuvo que a posteriori el tipo de cambio se incrementaría a un ritmo ligeramente más rápido que el de la inflación interna, con el objeto de compensar la liberalización concomitante de las importaciones. Esto, sin embargo, no se llevó a la práctica, puesto que la política fue revertida poco después, en febrero de 1978, poniéndose término así a la segunda fase.

En esta fase se asignó al tipo de cambio un papel muy diferente del que había estado desempeñando en la primera. La mayor frecuencia de las devaluaciones podía asimilarse al objetivo de que las tasas reales fuesen más estables. Sin embargo, la modificación del papel que le cabía en el proceso económico llevó a que el tipo de cambio real se tornara más inestable. De hecho, la tendencia a la baja, iniciada en enero de 1976, se mantuvo, con las dos revaluaciones abruptas, hasta mediados de 1977. Después recobró la tendencia al alza, que se vio reforzada con los dos saltos. Durante la parte final de este período el tipo de cambio experimentó una mejoría de 16%<sup>15</sup>, después de un deterioro de 26%

---

15 La inflación externa de 17% constituyó una variable determinante en la explicación de la trayectoria del TCR durante este período. El elevado IPE estuvo asociado a inflación creciente en los países desarrollados y a la devaluación del dólar estadounidense.

durante el primer año, lo que arrojó una apreciación neta de 15% (cuadro IV.3); en el intertanto, el arancel nominal promedio se había reducido de 33% a 16% (véase cuadro III.1).

El tipo de cambio se utilizó activamente para influir sobre las expectativas inflacionarias. En la fase anterior, el propio Gobierno había reiterado que la política monetaria representaba la única capaz de influir con eficiencia sobre tales expectativas. En esta nueva fase, empero, en dos ocasiones se utilizó el tipo de cambio como sustituto de la política monetaria en ese campo, cumpliendo en forma satisfactoria este nuevo cometido. Por supuesto que su eficiencia estuvo relacionada con el contexto económico específico imperante desde 1974: las expectativas de quienes fijaban los precios —los empresarios— se basaban principalmente en la trayectoria de la inflación en el mes anterior, en ausencia de una guía más confiable o de otro punto de referencia.

Por otra parte, la evolución del tipo de cambio real estuvo influida en forma apreciable por variaciones de corto plazo en la balanza de pagos. Las reservas acusaron fluctuaciones ligadas a cambios en las importaciones, asociados a la caída y posterior recuperación del PIB, a grandes flujos de capital, y a ajustes cambiarios que fueron desestabilizadores para la asignación de recursos<sup>16</sup>. Teniendo en cuenta la inestabilidad de las reservas, el papel asignado al tipo de cambio real hizo que éste acusara intensas fluctuaciones, lo que se tradujo en distorsiones en las señales que recibían los productores de bienes comerciables internacionalmente. Ello se vio reforzado por el hecho de que en esta ocasión la economía chilena estuviera claramente más abierta al intercambio comercial; así, las relaciones de precios y la asignación de recursos fueron más vulnerables que en la experiencia anterior a las variaciones cambiarias. La economía estaba más abierta también a los flujos de capital, que ahora se canalizaban de manera predominante vía sector privado. Los substanciales altibajos del tipo de cambio real, sumados a las elevadas tasas

---

16 Dos interpretaciones de un fenómeno similar anterior aparecen en Massad (1975) y McKinnon (1977).

internas de interés, implicaron que quienes habían conseguido empréstitos externos lograran considerables ganancias de capital (Zahler, 1980)<sup>17</sup>.

La fase finalizó en febrero de 1978 cuando se aguardaba el anuncio de la tabla para ese mes. El sistema fue sustituido por un programa de ajustes diarios en la cotización de la divisa para los restantes once meses del año. La fórmula utilizada en los 18 meses anteriores, basada en un tipo de cambio nominal "endógeno" dependiente de la tasa de inflación pasada, fue reemplazada por valores programados «exógenos», determinados en función de las metas antiinflacionarias.

*iii) La fase final: hacia el retorno de la congelación y crisis*

El cambio de política anunciado en febrero de 1978 por el Ministro de Hacienda consultaba tasas decrecientes de devaluación, partiendo con un 2,5%, que equivalía en forma aproximada a la inflación mensual registrada en el trimestre anterior, para terminar con un 0,75% en diciembre. Se afirmó que dada "la excelente situación de balanza de pagos, la apertura de la economía al comercio exterior y la fijación del tipo de cambio hasta fines de 1978 generarán rápidamente importaciones competitivas para todos aquellos productos nacionales cuyos precios internos pretendan ser elevados más allá de límites razonables". Del mismo modo se sostuvo que el Gobierno estaba sentando las bases para que el año 1979 marcara "el inicio de una era sin precedentes en las últimas décadas, en lo que respecta a tasas de inflación"<sup>18</sup>. El contenido de los anuncios oficiales, y de las declaraciones de diferentes personeros oficiales, sugería que lo que se encontraba subyacente en esta ocasión era, más que el propósito de regular expectativas, la creencia de que la economía chilena

17 En el capítulo V se suministra una estimación de las diferencias entre tasas de interés internas y externas, y del volumen bruto de recursos involucrados en estas operaciones en 1975-82.

18 Discurso del Ministro de Hacienda, 3 de febrero de 1978, reproducido en DIPRES (1978, pp. 369-71).

había alcanzado ya un grado de apertura tan considerable que tendría forzosamente que imponerse la “ley del precio único”<sup>19</sup>.

La inflación, medida por el índice oficial de precios al consumidor, se redujo desde 64% en 1977 a 30% en 1978 (desde 84% a 37% en el IPC corregido). Este éxito aparente llevó a adoptar el mismo enfoque al año siguiente. En diciembre de 1978 se dio a conocer el programa de devaluaciones diarias para todo 1979. La tasa anual de devaluación que el Gobierno se proponía aplicar era de 14,7%, del mismo orden que la inflación que se señalaba, en términos informales, como esperada para 1979. No se consideró el incremento de los precios externos (situada sobre 14% anual en 1978-79), ni la progresiva reducción de la brecha entre PIB efectivo y potencial. Si de veras se pensaba que regía la “ley del precio único”, tendría que haberse previsto que la política cambiaria en aplicación tendería a conducir a una inflación por encima del proyectado 15%. En rigor, es probable que las autoridades económicas hayan estado todavía en la etapa de transición desde un enfoque de expectativas a uno de la “ley del precio único”.

En los hechos, durante la primera mitad de 1979, en lugar de decrecer, la inflación interna comenzó a acusar tendencias al alza: en el período de doce meses finalizado en junio, ella llegó al 35%. Todos los indicadores coincidieron en que la inflación, lejos de ser reducida a la mitad, que era lo pronosticado por el Gobierno superaría la marca de 1978.

Esta fase terminó abruptamente en junio de 1979, al desahuciarse la política del tipo de cambio programado y al congelarse la divisa a un nivel 5,7% superior al imperante entonces. El nuevo nivel anticipó el que se había programado alcanzar a fines del año.

---

<sup>19</sup> Esta supone que los precios internos de los bienes comerciables internacionalmente (BCI) son iguales a los precios externos, corregidos por aranceles y tipo de cambio. Por lo tanto, se postula que, para un país pequeño, los precios internos no tienen autonomía para modificarse, salvo que los aranceles o el tipo de cambio varíen. Una versión extrema supone que los precios de los bienes y servicios no comerciables internacionalmente tampoco poseen autonomía debido a su interconexión con los BCI a través de los mercados de factores y de bienes.

Así, al promediar 1979, tras casi seis años de diversas variantes de política y oscilaciones del tipo de cambio real, la divisa se encontraba en un nivel cercano al vigente a fines de 1973; no obstante, en el transcurso del proceso, las restricciones a las importaciones habían sido reducidas drásticamente: la mayoría de las barreras no arancelarias habían sido eliminadas, y los aranceles fueron rebajados desde un promedio (no ponderado) de 94% a una tasa uniforme de 10%. A ello se agregaba que el tipo nominal se congelaba en el contexto de una tendencia inflacionaria del orden de 35%.

Cuando se dispuso el congelamiento del tipo de cambio en junio de 1979, se afirmó que su valor se mantendría fijo hasta el 29 de febrero del año siguiente, con lo que "se obtiene una mayor estabilidad en el sector externo, sin poner en peligro un razonable equilibrio en la balanza de pagos", y significaría poner un freno a las alzas de precios, repercutiendo favorablemente sobre las expectativas inflacionarias. Se puso mucho énfasis en que la disponibilidad crediticia y los gastos públicos serían restringidos drásticamente, de manera que los comerciantes e intermediarios no transfirieran completamente a precios el incremento real del tipo de cambio<sup>20</sup>.

La tasa se mantuvo a \$39 por dólar hasta mediados de 1982. En el curso del trienio en que estuvo congelada, su nivel real se deterioró en cerca de un tercio. La inflación interna descendió en forma significativa, desde 35% anual hasta menos de 10%, pero durante la transición entre ambas, se acumuló un desequilibrio entre precios internos y externos de la magnitud mencionada. En consecuencia, para retornar al nivel inicial del TCR, aparentemente considerado por el gobierno y sus consejeros como cercano al de equilibrio (McKinnon, 1981, p. 34), se requería una inflación en Chile menor en más de 30 puntos que la internacional. Durante los últimos meses de 1981 y el primer semestre de 1982

---

20 Discurso del Ministro de Hacienda, 29 de junio de 1979. Adicionalmente, el margen entre las tasas comprador y vendedor aplicadas por el Banco Central fue aumentado a  $\pm 2\%$ .

se registró una leve deflación<sup>21</sup>. Pero paralelamente tuvo lugar un violento aumento de la desocupación abierta y un acelerado descenso de la producción manufacturera<sup>22</sup>.

El hecho concreto es que, luego de algunos meses de ajuste automático, los resultados económicos fueron desastrosos. El intento de acelerar el ajuste mediante una reducción por decreto de los salarios nominales no logró ser impuesta por el equipo económico. Ello dio paso a la devaluación abrupta de junio de 1982.

En esta fecha se efectuó una devaluación de 18%, seguida por el anuncio de una tabla de minidevaluaciones, que al poco tiempo fue reemplazada por una tasa flexible y libre acceso al mercado, vigente por un corto plazo, y luego por diversas modalidades de minidevaluaciones según la inflación interna o la neta y acceso regulado al mercado.

### 3. CONSIDERACIONES FINALES

Nuestras consideraciones finales pueden ser clasificadas en dos categorías. La primera se relaciona con algunas de las respuestas que fluyen de las experiencias de Chile. La otra se encuentra asociada a interrogantes cuya dilucidación sigue pendiente.

#### a) Algunas lecciones

Esbozaremos cuatro tópicos que tienen que ver con: i) la viabilidad de las variaciones en el tipo de cambio real; ii) expectativas; iii) estabilidad, y iv) corrección de los errores de política.

---

21 El índice de precios al por mayor llegó a descender 8%, principalmente por los bienes agropecuarios, entre mayo de 1981 y de 1982; el IPC descendió 1% entre febrero y mayo de 1982. Sin embargo, a mayo de 1982, los mercados internacionales también exhibían inflación negativa: el índice de precios externos (IPE) descendió 4% en el primer semestre de 1982, empujado por la revaluación del dólar estadounidense.

22 La desocupación abierta (sin PEM) en Santiago se elevó desde 11% a 23% entre septiembre de 1981 y junio de 1982. El valor agregado manufacturero descendió 21% en 1982.

Las dos experiencias consideradas muestran que no sólo el tipo de cambio nominal, sino también el real, son susceptibles de apreciables modificaciones vía decisiones de política. La ley del precio único, aun en una economía con comercio exterior tan liberalizado como el de Chile, posee una validez limitada. En especial, los rezagos pueden ser tan extensos, que involucren ajustes divergentes del equilibrio por lapsos de varios años, generando así señales erradas, mala asignación de recursos y una baja tasa de utilización de la capacidad de producción. De hecho, hay muchos casos de equilibrios múltiples y de TCR que por un prolongado lapso permanecen fuera de un equilibrio sostenible a mediano plazo. Las principales variables que interactúan con las variaciones registradas por el tipo de cambio real han estado representadas por la evolución en los términos del intercambio, el nivel de actividad y el financiamiento externo. La relación del tipo de cambio con otras variables macroeconómicas puede experimentar asimismo modificaciones persistentes y drásticas: en el período 1973-79 los salarios se deterioraron a causa de una decisión política adoptada al inicio del período, lo que explica que el coeficiente salarios/tipo de cambio haya permanecido a niveles sólo equivalentes entre un tercio y dos tercios del que imperaba en 1970 (cuadro IV.3, col. 2); por otro lado, la tasa de interés interna fluctuó intensamente, y estuvo notablemente alejada de las relaciones de paridad con los mercados internacionales (cuadro IV.3, col. 4).

La incidencia del tipo de cambio sobre las expectativas inflacionarias está estrechamente asociada al esquema específico de política que se adopte. Distintas modalidades de políticas de "minidevaluaciones" y de tipo de cambio "programado" han dado origen a resultados disímiles. Una política como la implementada en la primera experiencia y, hasta cierto punto, entre octubre de 1973 y junio de 1976, tiende a atenuar el impacto de las variaciones del tipo de cambio real sobre las expectativas y a limitar sus efectos a la incidencia directa sobre los costos. A la inversa, el programa de devaluaciones diarias decrecientes, cuya implementación fue profusamente anunciada para 1978, opera en el sentido contrario; como tal, puede ser utilizado en forma deliberada y

enérgica para regular las expectativas, pero, al mismo tiempo, actúa de manera "pasiva" si lo que se pretende es modificar la paridad real. Mientras mayor sea el impacto sobre las expectativas, menor será el grado de libertad disponible para alterar el tipo de cambio real en la magnitud deseada; un caso extremo lo constituye la congelación del tipo de cambio nominal. Sin duda, la incidencia neta de los ajustes cambiarios depende también de la forma en que evolucionen otras variables que también influyen sobre las expectativas y los costos de producción.

La trayectoria del tipo de cambio real tiene una repercusión importante sobre las exportaciones no tradicionales. En ambas experiencias las ventas al exterior se expandieron y diversificaron (véase Ffrench-Davis, 1979b, cuadros 4 y 6). El fenómeno obedece a múltiples factores, pero la tendencia al alza real del tipo de cambio, y en particular la mayor estabilidad real de una tasa regulada en comparación con lo que ocurre con el nominal fijo o con uno libre, parecen haber jugado un papel favorable<sup>23</sup>. La mayor estabilidad del tipo de cambio real tiende, por otra parte, a disuadir las maniobras especulativas, que son frecuentes cuando está vigente un tipo de cambio nominal fijo. Sin embargo, si el manejo del tipo de cambio real es sensible a variaciones de corto plazo en las reservas, como sucedió en parte durante la segunda experiencia, la política puede resultar desestabilizadora y generar consecuencias negativas similares a las que provocaría un tipo de cambio libre. Por consiguiente, modificaciones del tipo de cambio que procuren evitar fluctuaciones considerables en torno a la tendencia, suministran mejores señales cruciales para el proceso de asignación de recursos y previsiblemente se tendería a incrementar la demanda por activos nacionales.

Por último, el tipo de cambio programado, manejado con flexibilidad por la autoridad, facilita la corrección de los errores en que a veces se incurre al pronosticar la tendencia de las variables de mayor relevancia, desviaciones susceptibles de ser encara-

---

23 Antecedentes econométricos referidos a 1947-75 dan fundamento a la hipótesis (Behrman, 1976, cuadro 7.2). Véase también CEPAL (1998, cap. IV).



das vía ajustes en la tasa cambiaria nominal. Un caso evidente se relaciona con el ajuste como consecuencia de la abrupta liberalización de importaciones. Esta característica implicó que la aplicación de una política cambiaria con flexibilidad administrada incrementó la factibilidad de evitar crisis recurrentes de balanza de pagos y desequilibrios de carácter acumulativo.

### **b) Algunas cuestiones pendientes**

Las economías mundial y nacional se encuentran en constante ajuste: ni los mercados de materias primas ni los de capital están sistemáticamente en equilibrio de largo plazo. Se requiere detectar en qué circunstancias es necesario introducir ajustes permanentes en la tasa: por ejemplo, en respuesta a alteraciones percibidas como permanentes en los términos del intercambio, o en la estructura de la producción interna o en la oferta de mediano plazo del ahorro externo. También es preciso definir qué hacer en presencia de alteraciones de carácter coyuntural. El criterio general consiste en evitar que ellas repercutan sobre el tipo de cambio. Pero hay dos aspectos que sugieren la conveniencia de introducir alguna flexibilidad en la paridad real. Por una parte, la política cambiaria no es por lo general suficiente per se para impedir la transmisión de la inestabilidad; se requiere, además, el concurso de otras políticas, como la fiscal, la crediticia y monetaria, y la de endeudamiento externo, cada una de las cuales involucra algún costo. Cabe dilucidar entonces cuál es la combinación óptima de estas políticas. Por otro lado, es preciso considerar las secuelas de la incertidumbre y del conocimiento limitado (en oposición a conocimiento perfecto, que puede ser útil como supuesto teórico básico, pero no como reflejo de la realidad). Resulta imposible distinguir completamente entre componentes normales y transitorios de la balanza de pagos; de hecho hay un rango o banda en que la frontera entre ambos es difusa. Así, con el objeto de minimizar los errores, es aconsejable aceptar algún grado moderado de inestabilidad en el corto plazo, puesto que ello puede contribuir a evitar la introducción de ajustes forzosos en el largo plazo en el evento de que los errores se acumulen. ¿Dónde se sitúa el punto óptimo de corte? ¿Cuán-

les son los componentes del intercambio que deben ser normalizados para los propósitos del diseño de la política cambiaria y otras políticas complementarias?<sup>24</sup>

Una característica recurrente ha sido la creciente magnitud de los flujos de capital privado externo y los abruptos cambios, asociados a dicho fenómeno, en las reservas del Banco Central y en la emisión monetaria, que se han observado en distintos momentos históricos en Chile. Los efectos de esos flujos distan mucho de ser neutrales: i) los recursos externos afluyen principalmente a sólo algunos segmentos de la economía nacional; ii) la reacción de las autoridades ha consistido a veces en reducir el tipo de cambio real, o iii) en recortar el gasto público a manera de mecanismo compensatorio. Esta área de problemas se relaciona con las preguntas de cuál es la capacidad real de absorción eficiente de recursos foráneos y cuán estable es la oferta de tales fondos. Parece extremadamente discutible que dichos interrogantes puedan ser resueltos óptimamente por el mercado (véase el cap. IX). ¿Qué mecanismos —los precios y/o las políticas directas— resultan más convenientes en el caso de una economía pequeña semiindustrializada?

El esclarecimiento de estas preguntas contribuiría a mejorar el diseño de una política cambiaria con flexibilidad regulada, que hizo que la evolución del sector externo de la economía chilena fuese más fluida de lo que había sido antes con el tipo de cambio nominal fijo y con los breves episodios de tipo de cambio libre, y que permitió a las autoridades destinar mayores esfuerzos a otras áreas de la política pública y contribuyó a una significativa expansión y diversificación de las exportaciones.

---

24 El marco de análisis para estos interrogantes, en el caso de economías como la chilena, se desarrolla en Ffrench-Davis (1979a y 1999).

## 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.

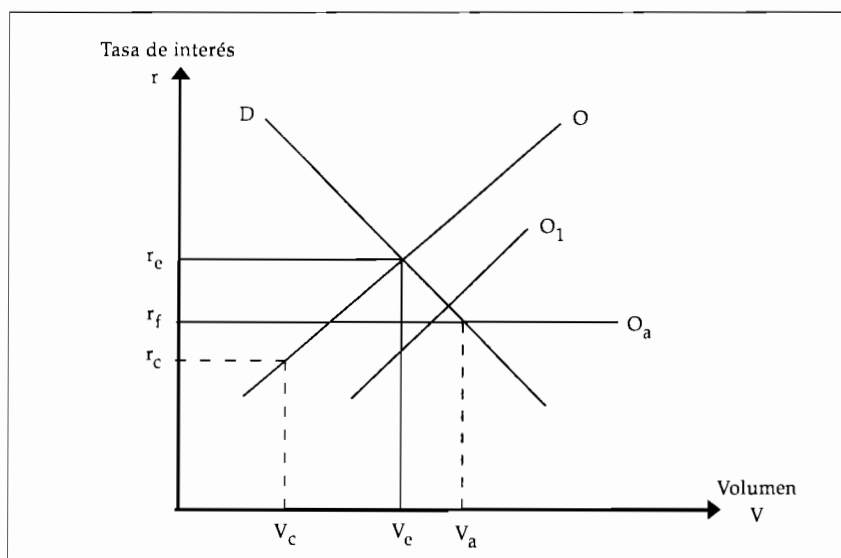
### a) El marco conceptual del experimento

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 ( $r_c$ ), y que la de economía abierta ( $r_f < r_c$ ). 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  $V_f$ ; 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 (ineludiblemente en algunas sería incluso mayor que  $r_c$ , 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  $V_a > V_c$ , 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 Cua-dra, 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 (Röbichek 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 laxa<sup>1</sup>.

---

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 institucional<sup>2</sup>**

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 PIB<sup>3</sup>, 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 (Ffrench-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\$	Instituciones financieras acreedoras	
		Mill. US\$	Participación % en deuda total
	(1)	(2)	(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 %
	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**

## Composición porcentual

Años	Millones de US\$ (1)	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 empujaba 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 (Ffrench-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 atraso<sup>4</sup>**

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

---

<sup>4</sup> 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 corriente<sup>5</sup>. 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 <sup>a</sup>	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.

<sup>a</sup> 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; French-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 elevadas<sup>6</sup>. 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 1981<sup>7</sup>.

---

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 crecimiento<sup>8</sup>. 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 constante<sup>9</sup>. 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 bancarias<sup>10</sup>.

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

<sup>10</sup> 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 internacionales<sup>11</sup> 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 empujaba 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 aceleradamente<sup>12</sup>, 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.

## **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 DEUDA<sup>1</sup>

### 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-

<sup>1</sup> 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 capitalización
	(1)	(2)	Monto (3)	% (4)	Monto (5)	% (6)	(7)	(1) + (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 <sup>a</sup>	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.

<sup>a</sup> 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)<sup>2</sup>, 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.<sup>3</sup> 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).<sup>4</sup> Es claro que el elevado déficit

<sup>4</sup> 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 utili-												
dades 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 <sup>a b</sup>	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 <sup>a b</sup>	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 <sup>b</sup>	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 I.1.

<sup>a</sup>Incluye como ingreso de capitales a las transferencias unilaterales. <sup>b</sup>Datos según Balanza de Pagos, por lo cual hay descates 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 (cambiaria, 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.<sup>5</sup>

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.<sup>6</sup> La devaluación real se efectuó gradualmente en sucesivos saltos de una tasa reptante.<sup>7</sup>

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

Año	Arancel promedio <sup>a</sup> (porcentajes)	Tipo de cambio real <sup>b</sup> (1986=100)
1973	94,0 <sup>c</sup>	65,1 <sup>c</sup>
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.

<sup>a</sup> Promedio simple, excluyendo franquicias y tratamientos preferenciales negociados con PALs y Canadá.

<sup>b</sup> 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. <sup>c</sup> 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 quantum 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.<sup>8</sup>

## 2. GESTIÓN DE LA DEUDA, 1982-89

La deuda externa de Chile se había empujado 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 FMI<sup>9</sup>, 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.<sup>10</sup>

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).<sup>11</sup>

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.<sup>12</sup> 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 <sup>a</sup>	51	-51	-56	-139	-57	-102	-5
Organismos multilaterales <sup>b</sup>	167	248	349	266	253	109	33
Gobiernos extranjeros <sup>b</sup>	-57	-101	-69	-60	-38	213	82
Proveedores <sup>b</sup>	-241	-154	-140	-7	131	-30	-19
Bancos e inst. financieras <sup>b</sup>	-178	-589	-718	-990	-988	-442	-791
Otros med. y largo plazo <sup>c</sup>	-21	-69	-24	-86	-100	-119	-104
Corto plazo <sup>d</sup>	-834	906	0	198	-64	-423	405
<b>TOTAL</b>	<b>-1.113</b>	<b>190</b>	<b>-658</b>	<b>-818</b>	<b>-863</b>	<b>-794</b>	<b>-399</b>

Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>a</sup> Flujos netos de inversión extranjera, menos utilidades netas remesadas, netas de impuestos; excluye conversiones de deuda externa, capitalizaciones de créditos y utilidades reinvertidas. <sup>b</sup> 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%. <sup>c</sup> Incluye intereses netos al FMI y otros flujos de mediano y largo plazo distintos de deuda externa. <sup>d</sup> 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<sup>a</sup>**  
 (millones de US\$; promedios anuales)

Acreedores	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
<b>TOTAL</b>	<b>479,3</b>	<b>799,2</b>	<b>1.587,7</b>	<b>1.499,2</b>

Fuentes: Banco Central, *Deuda Externa* 1989.

<sup>a</sup> 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 públicas <sup>13</sup> 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 vencida 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.<sup>14</sup>

### **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.<sup>15</sup>

La demanda agregada real creció en el bienio 1988-89 velozmente, 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.



## CAPÍTULO VII

### CONVERSIÓN DEUDA-CAPITAL: 1985-90\*

En 1985, el gobierno estableció un programa para convertir endeudamiento externo en activos internos, en un contexto de alto endeudamiento de Chile. En 1985, la deuda externa era equivalente a 1,29 veces el PIB, involucrando un servicio financiero de US\$ 1.900 millones y transferencias netas a la banca comercial acreedora que alcanzaban a 5% del PIB. Estos porcentajes eran todos superiores al promedio de Latinoamérica. El programa de conversión de deuda estuvo enfocado a reducir el volumen de endeudamiento externo y su servicio y, como consecuencia, esperaba recuperar el pleno acceso a los préstamos voluntarios.

Este programa fue apoyado activamente por el gobierno chileno y alabado con entusiasmo por los acreedores (Banco Central, 1988). Según estos últimos, el esquema imperante en Chile debería ser un modelo para las naciones deudoras. En otros círculos, sin embargo, el esquema oficial fue blanco de diversas críticas.

Este capítulo presenta una breve descripción de las características principales de las formas más significativas de conversión de deuda implementadas en Chile, y examina el volumen y origen de las transacciones con pagarés registradas hasta fines de 1989 (sección 1). Luego se revisan los efectos principales de la capitalización de deuda, analizando los costos y beneficios que implica para Chile (sección 2), para cerrar con algunas conclusiones.

---

\* Basado en "Conversión de deuda-capital en Chile", publicado en *Cuadernos de Economía*, Año 27, N° 82, diciembre de 1990. Agradezco a Robert Devlin, Felipe Larraín, Manuel Marfán y Salvador Valdés, por sus valiosas observaciones, y a Andrés Gómez-Lobo y Andrea Repetto por su colaboración.

## 1. EL PROGRAMA DE CONVERSIONES

La literatura académica y aplicada desde hace mucho tiempo que contiene proposiciones sobre conversión de deuda. Como dato histórico, en los años 30, muchos países latinoamericanos recurrieron a una forma de conversión basada en la recompra de sus propios bonos de deuda externa a precios substancialmente reducidos (CEPAL, 1964). Chile, por ejemplo, amortizó casi un tercio de su deuda entre 1935 y 1939, a una tasa promedio de descuento de 89% (Sanfuentes, 1987, p. 29). El valor presente de todos los pagos (capital e intereses) efectuados después de iniciada la moratoria, como porcentaje del saldo de la deuda vigente al comienzo de ésta, se estima en 31% (Jorgensen y Sachs, 1988, cuadro 1). Esto es, un descuento de 69%.

**Cuadro VII.1**  
**Precio de mercado de pagarés de deuda externa,**  
**según país deudor, 1986-91**  
 (valor nominal = 100, promedios anuales)

País	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Argentina	64	48	24	16	15	27
Brasil	74	53	47	30	25	29
Chile	66	62	58	60	67	84
Colombia	81	79	63	59	62	73
Ecuador	65	44	23	13	17	21
México	58	53	48	39	43	53
Perú	20	11	5	4	5	7
Venezuela	75	64	50	37	44	60
Promedio PEDs <sup>a</sup>	62	52	43	34	33	41

Fuentes: Basado en datos de Merrill Lynch International Bank y Banco Central de Chile para 1986-88 y Salomon Brothers para 1989-91. Se usaron promedios de las observaciones mensuales del precio comprador. La diferencia entre precio comprador y vendedor es de 0,5 a 2 puntos.

<sup>a</sup> Promedio entre precio comprador y vendedor para los 26 países en desarrollo cotizados, ponderados según el tamaño relativo de la deuda bancaria vigente de cada país.

En el curso de la crisis de los ochenta, tales proposiciones fueron renovadas y varios países realizaron conversiones, ya sea en el marco de programas oficiales o como operaciones aisladas<sup>1</sup>. Hubo un aumento rápido en el volumen de conversiones. Esto se

1 Información sobre programas en los años ochenta puede ser encontrada en Bouzas y Ffrench-Davis (1990); Lahera (1987); Morgan Guaranty (1987), entre otros.



vio incentivado por los elevados descuentos de los pagarés de deuda en los mercados internacionales. De hecho, el descuento promedio de los papeles de los países en desarrollo subió de 38% en 1986 a 66% del valor par en 1989 (véase el cuadro VII.1).

El programa chileno fue uno de los proyectos formales más tempranos y, en relación con el tamaño de la economía, fue el más significativo (véase el cuadro VII.2)<sup>2</sup>. El esquema oficial estaba compuesto de dos canales principales, uno de los cuales se relacionaba con la inversión extranjera. Es en este último en el cual nos concentraremos en este capítulo. Se trataba de un programa de capitalización de deuda, en virtud del Capítulo XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales en Chile, que estaba disponible para los residentes en el extranjero y diseñado para convertir el endeudamiento de mediano y largo plazo de residentes en Chile con bancos extranjeros. Estos últimos podían usar directamente sus pagarés representativos de préstamos o venderlos con un descuento en el mercado secundario internacional, a otros inversionistas. El inversionista canjeaba, entonces, el pagaré de deuda por capital accionario del deudor, o lo cambiaba con otros deudores por dinero en efectivo o documentos en moneda chilena; estos últimos podían ser vendidos en el mercado secundario nacional y el producto obtenido era aplicable a inversión accionaria o a la compra de activos productivos.

**Cuadro VII.2**  
**Conversión de deuda bancaria y deuda total vigente,**  
**en países deudores seleccionados**

	Monto convertido acumulado a 1989 (US\$mM)	Participación en deuda total de 1985 %	Deuda total en 1989 (US\$mM)	Deuda/PNB en 1989 (%)
	(1)	(2)	(3)	(4)
Argentina	2,5	4,9	65,3	92,9
Bolivia	0,8	16,5	3,6	85,8
Brasil	10,1	9,7	115,9	26,6
Chile	9,0	44,2	18,0	68,8
Filipinas	18,3	10,2	28,7	68,3
México	1,4	9,5	93,8	46,9

Fuentes: Basado en estadísticas de Banco Mundial, *World Debt Tables*, varios números.

2 Una descripción oficial se encuentra en Garcés (1987). Estudios del caso chileno son presentados en Banco Central (1988), Elórtégui (1988), Errázuriz (1987), Fontaine (1988), Larraín (1988), y Larraín y Velasco (1990).

Cuando el Banco Central era el deudor involucrado, pagaba con pagarés cancelables en pesos a largo plazo. Así, evitaba aumentar la oferta de dinero en el corto plazo. Sin embargo, obviamente aumentaba la presión de la demanda por fondos en el mercado secundario local de capitales. Este mercado pudo absorber bien la presión, tanto por su rápido crecimiento en la etapa de desarrollo en que se encontraba como porque el presupuesto fiscal se tornó superavitario nuevamente, dejando así espacio para la oferta adicional de pagarés en pesos del Banco Central y otros deudores.

Posteriormente, el inversionista estaba facultado para comprar divisas extranjeras a la tasa oficial, a fin de remesar dividendos al extranjero después de cuatro años de efectuada la inversión (los acumulados y los corrientes) y a repatriar capital después del décimo año.

A fin de favorecer las transacciones de los inversionistas menores, en 1987 se aprobó la operación de fondos mutuos de inversionistas extranjeros bajo el Capítulo XIX o en virtud del Decreto 600, que es el marco legal que rige la inversión extranjera directa en Chile. Estos fondos se invirtieron en la compra de acciones o en valores de renta fija.

El otro componente formal del esquema (Capítulo XVIII) no estaba relacionado con la inversión extranjera. Su objetivo era reducir la deuda externa sin acceso posterior al mercado oficial de divisas para remesar utilidades o capital. El Banco Central licitaba cupos periódicamente, que daban derecho a los residentes en Chile a adquirir pagarés de deuda en el extranjero. A través de estas licitaciones, el Banco Central captó en 1985-89 el 30% del descuento de los pagarés de la deuda de Chile en los mercados internacionales, quedando el 70% restante en manos de otros agentes. La compra de pagarés de deuda se pagaba con moneda extranjera obtenida en el mercado interno "informal" o con capital "fugado" anteriormente al extranjero, o con "lavado de dinero" proveniente de otras fuentes foráneas.

Otras formas importantes de reducción de la deuda correspondían a la capitalización de préstamos previamente asociados

con inversión extranjera, a recompras directas por parte del Banco Central, a recompras de deudores privados, y a descuentos y condonaciones obtenidas por deudores en mala situación financiera. Hubo una gran heterogeneidad en las implicaciones de bienestar nacional de los diversos mecanismos de conversión.

Hasta diciembre de 1989, se habían transado pagarés por alrededor de 45% de la deuda externa de US\$ 20.000 millones vigente a mediados de 1985 (véase el cuadro VII.3). No obstante, la deuda total se vio reducida en un monto mucho menor: aproximadamente US\$ 2.500 millones, concentrándose esta reducción en 1988-89. Esto se debe a que, a pesar de las transferencias netas negativas con sus acreedores privados (préstamos menos servicio de la deuda), Chile obtuvo préstamos netos que se adicionaron al saldo de la deuda (véase el capítulo VI)<sup>3</sup>, en especial con acreedores multilaterales (Banco Mundial, BID y FMI).

**Cuadro VII.3**  
**Conversiones y reducciones de deuda según**  
**deudor y canal: Chile, 1985-89**  
(millones de US\$)

Deudor	Capítulo XIX <sup>a</sup>	Capitalización D.L. 600	Capítulo XVIII	Canje de cartera	Otros <sup>b</sup>	Total 31.12.89
I. Sector público	1.308	—	852	70	1.323	3.553
1. Banco Central	925	—	485	27	876	2.313
2. Banco del Estado	281	—	192	5	—	478
3. Empresas Públicas	102	—	176	38	448	763
II. Sector privado	1.853	276	1.689	85	1.532	5.435
1. Financiero	1.852	153	1.600	78	75	3.758
(a) Con garantía pública	1.830	2	1.522	78	—	3.433
(b) Sin garantía pública	22	151	77	—	75	325
2. No financiero	1	123	89	7	1.457	1.677
III. Total	3.161	276	2.541	156	2.855	8.988

Fuente: Banco Central, *Boletín Mensual*, enero 1990. Las cifras se refieren a operaciones materializadas.

<sup>a</sup> Incluye US\$ 91 millones correspondientes a Fondos de inversión. <sup>b</sup> Incluye US\$ 440 millones correspondientes a dos licitaciones del Banco Central; US\$ 357 millones corresponden al Acuerdo 1924-01 (fruteros afectados por el caso de las uvas); US\$ 506 millones son de prepagos al amparo del convenio de reestructuración de la deuda externa (cláusula 5.12).

3 La devaluación del dólar estadounidense en 1985-87 también contribuyó a un aumento del valor en dólares de la deuda en otras monedas. Aquella tendencia se revirtió en 1988.

Como resultado, la composición de la deuda experimentó un cambio significativo, con un aumento sustancial en el aporte de acreedores oficiales y una caída importante en las obligaciones con bancos acreedores. Como se expone luego, un tercio de las operaciones de "reducción" solo implican un cambio de la forma de los pasivos externos de Chile (con el correspondiente descuento) y no una extinción de ellos. Con todo, la deuda total y capitalizada de Chile en 1989 era todavía comparativamente alta, 75% del PIB. Su monto absoluto, además, era similar al de 1985 (cuadro VI.1, col. 8).

## 2. EFECTOS DE LA CAPITALIZACIÓN DE DEUDAS

Las conversiones deuda-capital involucran un cambio en la composición de las cuentas externas netas de las naciones deudoras; los pagos de intereses son reemplazados por remesas de utilidades y las amortizaciones de principal por reservas de depreciación y retiros de capital. La fuente de parte del desequilibrio externo se traslada así desde "las cuentas de préstamos" a "las cuentas de inversión".

Bajo el Capítulo XIX se convirtió un total de US\$ 3.160 millones. Además, hubo conversión directa en capital de préstamos asociados originalmente con inversión extranjera bajo el Decreto 600 por US\$ 280 millones. La deuda se redujo, así, en US\$3.400 millones (equivalente a alrededor de 15% del PIB anual). Las operaciones eran aprobadas caso a caso por el Banco Central, sin licitación y sin el cobro de una comisión, que le permitiera al Banco recuperar parte del notable costo incurrido en el rescate de los deudores privados. En general, imperó una actitud permisiva, salvo en el caso de las "grandes operaciones de la minería del cobre u otros proyectos con posibilidades de recibir aportes en moneda extranjera"<sup>4</sup>. No obstante, y como se señala a continuación, el monto de la inversión extranjera neta en efecti-

4 La cita entre comillas proviene de un alto funcionario del Banco Central. El *Mercurio*, 7 de octubre de 1987, p. D9. Ver también Fontaine (1988). Se dio un paso en la dirección opuesta en 1989 al autorizar operaciones del Capítulo XIX en la minería del cobre.

vo fue baja hasta 1989, lo que sugiere que en la práctica fue desplazada en algún grado por la inversión financiada con pagarés. De hecho, un estudio del Banco Mundial revela que hubo sustitución en el caso de los inversionistas no bancarios (Bergsman y Edisis, 1988). Volveremos a esto más abajo.

### **a) El comportamiento de la inversión directa y de la deuda en el ciclo**

Se ha sostenido repetidamente que la conversión de deuda en capital accionario mejora las defensas del país receptor contra los ciclos económicos. Este planteamiento, por lo general, es considerado una verdad establecida; por ende, vale la pena analizar si es o no válido, en qué aspectos y en qué circunstancias. Es útil distinguir entre el stock de capital, su flujo y su remuneración.

Indudablemente, la IED tiene un comportamiento diferente al de flujos de corto plazo. Suele ser realizado por agentes diferentes, con variables determinantes y horizontes distintos. Por ello, los flujos de IED tienden a continuar en proporción importante durante los períodos recesivos o de crisis, en tanto que los de corto plazo tienden a detenerse, principalmente por las expectativas de devaluación. Respecto a los stocks vigentes, la IED es principalmente un activo inmovilizado y los flujos de corto plazo, tales como créditos financieros e inversión bursátil, son muy móviles<sup>5</sup>. En consecuencia, es común observar que el stock de pasivos de corto plazo tiende a caer en las situaciones críticas; esto es, el flujo de ingreso se detiene y el stock de ingresos pasados tiende a revertirse.

Cuando se trata de créditos de largo plazo, la diferencia con la IED se reduce. En particular, cuando se trata de créditos asociados con la IED y con plazos fijos y largos de amortización. También los créditos para la compra de equipos suelen ser estables desde el lado de la oferta. Sin embargo, es la demanda por ellos la que se suele resentir en las crisis, por la caída de la inversión interna.

---

5 Para no ser inducido a error, es importante controlar en las cifras de IED por las "utilidades reinvertidas". Estas se mantienen, en parte, en inversiones financieras, por lo cual no son irreversibles y suelen retirarse en las situaciones críticas.

Por otra parte, se sostiene que intercambiar deuda por capital tiene en los deudores un efecto estabilizante o contracíclico, ya que las utilidades son más sensibles al ciclo económico, tendiendo a caer en períodos de recesión y viceversa. Por el contrario, las tasas de interés tienden a subir durante las recesiones. En síntesis, si la decisión de optar entre tomar en préstamo o de aceptar IED fuera adoptada bajo condiciones “normales”, en virtud de contratos inalterables, la conversión de deuda a capital accionario implicaría para el país anfitrión un servicio contracíclico del capital durante las diversas etapas del ciclo económico.

Hay varias calificaciones posibles de hacer a este caso simple. Una de ellas refuerza la conclusión de la literatura convencional en favor de la capitalización de la deuda. Varias otras operan en la dirección opuesta.

*i) Capitalización de autopréstamo en compañías transnacionales*

El caso de la capitalización por parte de un inversionista extranjero de la deuda que mantiene con la firma matriz es bien preciso. Como se trata de un intercambio de activos extranjeros dentro de la misma transnacional, el retorno bruto total al capital tendería a permanecer inalterado. Lo que antes era distribuido como pagos de intereses, después de la capitalización sería distribuido como utilidades. Si los mismos impuestos rigen en ambas formas de retorno al capital, no hay ningún efecto en el servicio total del capital que paga el país deudor. Si, por ejemplo, sólo se tributa sobre las utilidades, el servicio del capital se vería reducido con la capitalización, mejorando entonces la posición neta del país deudor. La situación de Chile se acerca a este caso, con una tributación muy superior a las remesas de utilidades que a las de intereses; ello contribuye a explicar la escasa conversión de créditos asociados a la IED.

¿Por qué los acreedores capitalizaron una parte de la deuda en este caso? Una de las razones es que el riesgo de sufrir la reprogramación de los pagos del principal e intereses de la deuda es mayor que en el caso del “capital de riesgo”. Esto fue, de hecho, lo que se produjo en los años ochenta en las naciones deudoras. En efecto, hubo reestructuraciones del servicio de la deuda y

situaciones de atrasos y moratorias en muchos países. En cambio, el "capital de riesgo" resultó poco riesgoso en ese sentido.

*ii) Tasa variable de remesas de utilidades*

De hecho, no todas las utilidades son remesadas instantáneamente a medida que son generadas. Por lo general, los inversionistas remesan porcentajes variables de las utilidades anuales. La evidencia disponible sugiere que la proporción remesada del total de las utilidades sería procíclica. En efecto, esto es lo que sucedió en Latinoamérica en los años ochenta, el porcentaje de utilidades de la IED que fue reinvertido cayó abruptamente.

Algunos datos más accesibles, referentes a la IED originada en compañías estadounidenses, demuestran que, después de los shocks de 1981-82, las utilidades de la IED cayeron considerablemente, pero las remesas experimentaron un leve aumento. Es así que la tasa de remesa (remesas como porcentaje de las ganancias netas) subió de un 46% en 1980-81 a un 88% en 1984-86<sup>6</sup>. Se constata así que la IED gozó de mayor flexibilidad que el acreedor crediticio para retirar utilidades remesables y reservas por concepto de depreciación, durante la crisis de la deuda.

Para la estabilidad macroeconómica en el corto plazo, lo que importa es la disponibilidad de divisas. Por consiguiente, otro punto importante es el flujo neto de IED. En condiciones recesivas, o de alguna otra manera crítica, este flujo también tiende a ser procíclico. De hecho, con la recesión de inicios de los años ochenta, el flujo de la IED neta experimentó una caída abrupta en Latinoamérica, pero cabe destacar que siempre fue de signo positivo.

---

6 Cálculos del autor para América Latina que se basan en Lahera (1987) y US Department of Commerce, *Survey on Current Business*. En el período 1980-81 las remesas anuales alcanzaron un promedio de US\$1,68 mil millones, y US\$1,92 mil millones en 1983-86. En 1983 las remesas fueron superiores a las utilidades; por lo tanto, hubo un reparto de utilidades del año; no distribuidas en años anteriores. La IED fue perdiendo importancia relativa frente al aumento acelerado de la deuda bancaria en la década de los setenta, por lo que las cifras involucradas son muy pequeñas en comparación con los pagos de intereses del orden de US\$ 30 mil millones anuales.

El mismo comportamiento procíclico es registrado por la IED en Chile (cuadro VII.4). La IED neta disminuyó bruscamente, desde un promedio anual de US\$ 332 millones en 1980-82 a US\$ 84 millones en 1983-86. Además es posible observar un cambio sustancial en las transferencias netas entre Chile y los inversionistas extranjeros, desde una cifra positiva de US\$ 217 millones anuales en 1980-82 a un nivel negativo de US\$ 32 millones en 1983-86. Pero es indudable que su comportamiento fue mucho más favorable que el de la banca acreedora y los flujos de corto plazo (ver cuadro VI.4, del capítulo anterior). Posteriormente hubo una recuperación de la IED neta, pero las remesas de utilidades también crecieron notoriamente, tal como se observa en el cuadro VII.4<sup>7</sup>.

*iii) La deuda antigua es más riesgosa para el inversor que el "capital de riesgo"*

Bajo circunstancias "normales", el valor presente de los flujos de utilidades tiende a exceder a aquél de los flujos de intereses si ambos son actualizados con la misma tasa de interés; la diferencia estaría asociada al mayor riesgo asumido por el "capital de riesgo". Bajo las circunstancias vigentes desde 1982, sin embargo, que fueron anormales, parece probable que el crédito bancario resultase más riesgoso para los acreedores que la IED típica.

Los acreedores reconocían que las esperanzas de normalizar rápidamente las relaciones con los países deudores eran poco realistas<sup>8</sup>. La percepción dominante era que la deuda bancaria enfrentaba con alta probabilidad las dos alternativas siguientes. Una era la reprogramación a largo plazo de la deuda pendiente,

---

7 En los años ochenta, el Banco Central de Chile sólo contabilizaba las utilidades distribuidas. Por otra parte, debe tenerse presente que una fracción considerable de la inversión efectuada por compañías transnacionales es financiada con préstamos de firmas matrices y de otras fuentes. Esta parte no está incluida en las cifras de IED, sino que en la deuda externa de Chile, pero estuvo excluida de las renegociaciones.

8 Los cambios radicales del sentimiento del mercado se constatan al poco tiempo, al iniciarse los noventa, aunque predominantemente con otros acreedores. Véase Ffrench-Davis (1999, cap. V).



**Cuadro VII.4**  
**Flujos de capital, utilidades y transferencias netas**  
**de la inversión extranjera directa, 1974-89**  
(millones de US\$)

	Inversión extranjera directa (1)	Utilidades remesadas (2)	Transferencias netas (1)-(2) (3)
1974	-16,7	8,9	-25,6
1975	-4,2	7,5	-11,7
1976	-1,2	5,3	-6,5
1977	21,4	23,9	-2,5
1978	181,1	35,3	145,8
1979	244,5	41,1	203,4
1980	213,2	85,7	127,5
1981	383,0	126,0	257,0
1982	400,8	134,0	266,8
1983	131,8	90,7	41,1
1984	71,8	116,8	-45,0
1985	72,1	129,2	-57,1
1986	60,3	126,2	-65,9
1987	105,0	151,8	-46,8
1988	124,2	206,5	-82,3
1989	269,2	261,3	7,9

Fuente: Banco Central de Chile, *Balanza de Pagos*, varios números. Las cifras difieren significativamente de las del Comité de Inversiones Extranjeras debido a distintas definiciones.

(1) Inversión neta. Excluye inversión financiada con conversiones de deuda y créditos asociados a la inversión (incluidos en la deuda externa). (2) Remesas de utilidades netas de impuestos.

con topes a las tasas de interés o financiamiento “involuntario” de los pagos de interés. La otra era la conversión de deuda antigua a deuda nueva, con un descuento a favor del país deudor. El descuento podría tender a acercarse a los descuentos del mercado, que en 1989 promediaron un 66% para el país en desarrollo típico. Por otra parte, parecía más complicado para la nación deudora (o “valer menos la pena”, dado que el stock de la IED era notablemente menor que el de la deuda) modificar las reglas que rigen las remesas de IED. De hecho, el servicio de la deuda se “subordinó” al servicio de la IED.

En consecuencia, dejando de lado por el momento la ganancia de capital implícita en el descuento sobre el pagaré que era captado por el inversionista con pagarés, es probable que para alcanzar un punto de indiferencia, la utilidad esperada debiese ser inferior a los intereses esperados. La evidencia sugiere

que en las conversiones deuda-capital sucedía precisamente lo contrario: el capital accionario se ofrecía a precios castigados por la recesión, a lo que se adicionaba el descuento captado por el inversionista del Capítulo XIX. Por lo tanto, para los eventuales inversionistas resultaba más rentable operar a través de este canal antes que hacerlo vía créditos directos.

El cuadro VII.5 demuestra que los deudores chilenos captaron, con el Capítulo XIX, aproximadamente sólo 12 puntos porcentuales del descuento promedio de 39,5% resultante en el mercado secundario internacional en 1985-89. Si se toman en consideración las tendencias del mercado, un descuento creciente para el país deudor promedio, y las cada vez más numerosas proposiciones de autoridades internacionales para efectuar alguna forma de reemplazo de deuda antigua de los países en desarrollo por deuda nueva descontada, los 12 puntos porcentuales captados por Chile parecen haber sido una extraordinaria subestimación de los descuentos que era posible captar en el período estudiado. De hecho, en dos operaciones de prepago efectuadas por el Banco Central en 1988 y 1989, se obtuvieron descuentos entre 42 y 50%.

Si la tasa real de retorno para el inversionista, después de impuestos, de las conversiones de deuda por capital accionario excediera el 7% (sobre un valor redenominado de 88%), ello implicaría que el servicio del capital accionario resultaría, para Chile, mayor que los pagos de intereses reales ahorrados a las altas tasas vigentes en esos momentos (10% nominal y 6% real, incluyendo márgenes de intermediación). La evidencia sugiere que las tasas de utilidades duplicaron esa marca. Sin embargo, más abajo nos referiremos a las implicaciones positivas de la secuencia cronológica.

#### *iv) La valoración del capital convertido*

Un tercer efecto que opera en la misma dirección —a favor del inversionista extranjero que convierte deuda en capital en el país deudor— es que durante los períodos de recesión el precio de los activos productivos nacionales decae; los precios de las acciones, de hecho, tienden a ser muy procíclicos. El cuadro VII.6 muestra

**Cuadro VII.5**  
**Capitalización del Capítulo XIX: volumen y precios, 1985-89**

	1985	1986	1987	1988	1989	Total
<b>I. Conversión de deuda</b> (millones de US\$)						
1. A valor par	32,3	213,5	707,3	885,9	1.321,8	3.160,8
2. A precios internacionales	21,3	143,6	436,0	515,7	796,4	1.913,0
3. A precios de redenominación en Chile	30,0	198,9	659,3	791,3	1.105,1	2.784,8
<b>II. Precios (% del valor par)</b>						
1. Mercado secundario internacional (I.2/I.1)	65,9	67,3	61,6	58,2	60,2	60,5
2. Redenominación en Chile (I.3/I.1)	93,0	93,2	93,2	89,3	83,6	88,1

Fuente: I.1 es la conversión a través del Capítulo XIX registrada por el Banco Central para el período junio 1985 a diciembre de 1989; I.2 fue calculado con los montos de conversiones y los precios en el mercado secundario internacional; I.3 está basado en los valores de redenominación en el mercado interno.

las notables fluctuaciones reales del índice de precios de las acciones (en pesos) en los ochenta<sup>9</sup>. Esas fluctuaciones se acentúan al expresar el índice en su equivalencia en dólares (lo que permite su cruce con antecedentes relativos a la conversión de deuda externa). El ajuste por el tipo de cambio real muestra un índice que, además de inestable, estuvo notoriamente deprimido; por ejemplo, entre el segundo semestre de 1980 y 1985, el índice real de precios de la bolsa había caído 64%. Si la recesión involucra también una devaluación del tipo de cambio, como mecanismo de ajuste para enfrentar un shock externo, la tendencia anterior se hace más marcada al expresar los precios de las acciones en su equivalente en dólares, mostrando una caída real que se eleva a 77%. Por lo tanto, al iniciarse las conversiones, en 1985, el espacio para recuperación era enorme. De hecho, hacia 1989 el índice real en dólares se había recuperado 187%. Si estos precios se utilizan como referencia al evaluar la conversión de deuda en IED que se concentra en la compra de empresas locales existentes, el

<sup>9</sup> Estamos conscientes de los problemas de hacer comparaciones del índice a lo largo del tiempo. Aparte del efecto de la política de dividendos y las nuevas emisiones de acciones, el índice corresponde a una economía que ha sufrido cambios dramáticos en la propiedad de las firmas, en sus límites y en la estructura de sus activos y pasivos.

diferencial entre el valor presente esperado de las tasas de utilidad y las tasas de interés, que es desfavorable para el país anfitrión, se verá aumentado significativamente.

**Cuadro VII.6**  
**Indice general de precios de acciones en pesos**  
**y convertido a dólares de 1980**

(Indices 1980 = 100)

			Indice general de precios de acciones		
			En pesos		Convertido a US\$
			Nominal	Real	Real
	Tipo de cambio	real			
		(1)	(2)	(3)	(4)
1980	I	104,2	87,5	93,1	89,4
	II	95,8	112,5	105,6	110,2
1981	I	87,2	102,9	88,0	100,9
	II	82,4	87,2	71,3	86,6
1982	I	81,4	79,9	64,4	79,2
	II	111,5	78,3	56,5	50,7
1983	I	120,8	65,3	41,5	34,4
	II	116,1	63,0	35,6	30,7
1984	I	119,6	78,7	41,5	34,7
	II	127,0	77,4	36,8	29,0
1985	I	140,4	87,3	35,1	25,0
	II	161,9	113,1	40,9	25,3
1986	I	164,7	164,0	54,1	32,8
	II	168,1	229,1	70,6	42,0
1987	I	170,9	318,7	89,2	52,2
	II	176,2	394,8	100,4	57,0
1988	I	186,5	407,8	97,2	52,1
	II	183,5	461,9	104,5	56,9
1989	I	176,0	629,7	131,5	74,7
	II	185,0	686,3	129,2	69,8

Fuente: Basado en Banco Central y Bolsa de Comercio de Santiago. Las cifras son promedios semestrales de valores mensuales.

(1) Tasa nominal deflactada por el IPC e inflactada por el índice de precios externos para Chile. (3) Indice general de precios de acciones deflactado por el IPC. (4) Equivalente a (3) x 100/(1).

Un aumento fuerte de los precios de la Bolsa en 1989 involucró una ganancia de capital sustancial para los inversionistas "tempraneros". Esta alza en las cotizaciones, en parte, fue impulsada por el sobrecalentamiento de la economía chilena (véase el capítulo VI), pero también por la intensidad de las operaciones del Capítulo XIX, incluidas la puesta en marcha de los "fondos de inversión extranjera". Sin embargo, aún en 1989 era posible comprar con un dólar real 38% más de acciones que en 1980.

Un porcentaje significativo de las conversiones deuda-capital estuvo asociado a la privatización de empresas públicas, o de empresas temporalmente bajo administración estatal como resultado de la crisis económica de 1982. Consecuente con el deseo del gobierno de privatizar lo más rápidamente posible, con compradores locales o extranjeros, las tasas de retorno del capital invertido fueron considerablemente más altas que las tasas de interés. Los bancos acreedores, que efectuaron directamente algunas de las transacciones más grandes y 40% del total de capitalizaciones, fueron así capaces de convertir préstamos "malos" (riesgosos) en "buen" capital accionario (Dornbusch, 1988b).

La participación de firmas no bancarias aumentó significativamente con el transcurso del tiempo. Después de adquirir pagarés de la deuda en el mercado secundario internacional, éstas compraron parte de las compañías privadas ya establecidas, creando además algunas empresas nuevas.

**b) Tipo de cambio preferencial múltiple: un subsidio implícito para el inversionista extranjero**

Dados los descuentos que prevalecían en el mercado secundario internacional, existía una renta económica inherente a ser distribuida entre los agentes que participan en la conversión. Potencialmente, el descuento podría haber sido captado por las naciones deudoras. Esta sería una contrapartida o compensación por los considerables costos incurridos en el proceso de ajuste desde comienzos de la década de los ochenta.

El Capítulo XIX implicó una ganancia considerable de capital o subsidio implícito para los inversionistas que operaron con pagarés de deuda. El subsidio o diferencial tendió a desplazar la inversión extranjera en dinero efectivo, en favor de la inversión a través de pagarés. En los primeros cuatro años y medio en que estuvo en vigor el Capítulo XIX, los pagarés de deuda externa fueron reconocidos en Chile a un precio promedio de 88% del valor par. El descuento, entonces, fue captado en una proporción muy significativa por el inversionista extranjero. De hecho, sólo entre un quinto y un tercio del descuento del mercado fue cap-

tado por el Banco Central o por otros deudores (cuadro VII.5), con una media de 30% (12 de los 39 puntos). El 70% fue captado por acreedores o inversionistas extranjeros. Este saldo de renta económica, que fue distribuido sin mediar licitaciones u otro mecanismo de asignación transparente, alcanzó un monto de US\$ 870 millones (líneas I.3-I.2 del cuadro VII.5).

El mismo resultado, visto desde la perspectiva del mercado de divisas, implicó que el inversionista que convirtió pagarés de deuda, se benefició del equivalente de un tipo de cambio sustancialmente más alto que el oficial e incluso que la tasa del mercado "informal" (Gemines, 1987). El vendedor de los pagarés recibió, en pesos, alrededor de 88% del valor nominal<sup>10</sup>, en tanto que los pagarés habían sido adquiridos en un precio medio de 60,5% de su valor par. En consecuencia, el monto promedio en pesos recibido por dólar gastado fue 46% más alto que la tasa oficial. ¿Por qué una tasa de cambio preferencial para la inversión extranjera que llegó a través de pagarés?<sup>11</sup> Desde luego, un diferencial cambiario de 46% tiene implicancias distributivas y asignadoras importantes. Debe recordarse que, posteriormente, al momento de retirar el capital y utilidades, los inversionistas estarían afectos a la tasa de cambio oficial.

10 Inicialmente los pagarés extendidos por el Banco Central se cotizaron aproximadamente en 93%. Los pagarés de bancos comerciales habrían sido valorados entre un 92 y un 98% (Gemines, 1987, p. 22). El descuento del mercado secundario interno está asociado a la tasa de interés que el Banco Central pagaba sobre sus pagarés. Inicialmente entregó pagarés reajustables en UF, con un interés 0,50% inferior a la tasa de mercado correspondiente a captaciones a plazos de 90 a 365 días. El Banco Central modificó en diversas ocasiones el descuento respecto a la tasa de mercado. El Banco también entregó, a pedido de los operadores, papeles indexados en dólares.

11 El gobierno de Pinochet sostuvo que "la normativa actual permite que el deudor local capture para el país la porción correspondiente del beneficio". Como resulta difícil justificar un 70% como distribución adecuada en favor del acreedor bancario o inversionista, se señalaba entonces que el inversionista renuncia a la garantía estatal que ofrece el Decreto 600 y se somete a las restricciones no aplicables a los chilenos, lo que en opinión del gobierno - permitía concluir que "la operación es equilibrada". Ver declaración del Ministro de Hacienda, Hernán Büchi, *El Mercurio*, 10 de diciembre de 1987. El enorme monto convertido en 1987-89 y la comparativamente baja IED en dinero efectivo sugieren que este planteamiento era equivocado.

Algunos representantes de los empresarios chilenos reclamaron, justificadamente, sobre esta notoria discriminación contra el inversionista nacional. En especial, en áreas donde sus actividades competían con inversionistas extranjeros beneficiados por la autorización para financiar operaciones con pagarés de deuda externa y un tipo de cambio implícito significativamente preferencial para su inversión.

### **c) El flujo de inversión extranjera en efectivo**

El problema del desplazamiento de la IED en dinero fresco es más difícil de abordar. ¿Cuánta IED se habría producido en ausencia de las conversiones de deuda? Existe una serie de efectos directos e indirectos, y una diversidad de secuencias cronológicas.

Un tipo de información, obviamente insuficiente, la constituyen los datos sobre el flujo de IED. El flujo total registrado (inversión en dinero efectivo, más aquella financiada mediante pagarés) creció notablemente desde que el Capítulo XIX entrara en vigor. Sin embargo, una porción considerable está cubierta por conversiones deuda-capital. De hecho, la IED neta financiada en efectivo era aún en 1989 inferior al nivel alcanzado a comienzos de la década de los ochenta.

Es evidente que la opción de financiar la inversión con pagarés de deuda transados a un descuento sustancial en los mercados internacionales, y luego rescatados en Chile cerca de su valor par, tiende a ser más rentable para el inversionista extranjero que la inversión directa de dinero efectivo en Chile. La IED neta en efectivo alcanzó un promedio de US\$ 97 millones al año en 1986-88, exhibiendo un notorio descenso, si la comparamos con los US\$ 332 millones registrados en el período 1980-82 (véase el cuadro VII.4), y estando también por debajo de las estimaciones oficiales de US\$ 315 millones al año proyectadas a mediados de 1985 para el período 1986-88 (Ministerio de Hacienda, 1985)<sup>12</sup>.

---

12 Todas las cifras se refieren a "capital de riesgo". El flujo neto de créditos relacionados con la IED alcanzó a US\$ 385 millones en 1988.

La IED neta se recuperó en 1989, elevándose a US\$ 270 millones; un componente nuevo significativo fueron los US\$ 87 millones correspondientes a los fondos de inversión autorizados a operar en la bolsa de valores, con una reducida tasa de impuesto a las remesas de utilidades (una distorsión que premia la inversión "financiera" en desmedro de la creación directa de capacidad productiva).

La brecha entre las mencionadas proyecciones y los resultados efectivos pueden responder a una posible sobreestimación del flujo de IED en las proyecciones gubernamentales, y a los efectos de otras variables que influyen en el comportamiento de la IED; pero también puede reflejar que inversiones que pudieron haberse efectuado en dinero efectivo fueron desplazadas por pagarés de deuda.

En algunos casos el subsidio implícito es, sin duda, determinante de la decisión de invertir. En otros casos la existencia del subsidio es un incentivo para que el inversionista extranjero cambie la forma de la inversión que tenía intención de hacer de todas maneras. En lugar de financiarlas con dinero fresco, y sujeto al tipo de cambio oficial, naturalmente preferirá cubrirla con pagarés comprados con un descuento que capta para sí. Dado que las operaciones vía Capítulo XIX fueron realizadas simultáneamente con una privatización de empresas chilenas, en un marco de escasa capacidad local para adquirirlas y un tipo de cambio oficial alto (depreciado), el precio de tales empresas para los extranjeros resultó bajo, y su rentabilidad esperada era alta.

La tendencia a desplazar la inversión en efectivo podría haber sido contrapesada sistemáticamente con disposiciones que exigieran un aporte específico en dinero por cada conversión de pagarés. En Chile, algunas grandes operaciones comprendieron ambas formas de inversión extranjera. Esta es una manera de promover los aportes en efectivo, sólo entonces traspasando a los inversionistas parte del subsidio implícito o tasa de cambio preferencial (ver Bouzas y Ffrench-Davis, 1990).



Existe una segunda clase de información, a nivel microeconómico, basada en un estudio conducido por la Corporación Financiera Internacional (Bergsman y Edisis, 1988), en base a información de inversionistas que operaron con pagarés de la deuda en Argentina, Brasil, Chile y México. Los datos se presentan en forma agregada para los cuatro países, pero se diferencian entre inversionistas bancarios y no bancarios. En el caso de los primeros, el estudio revela que ninguna de las inversiones efectuadas por los bancos se habría producido sin un programa de conversión (Bergsman y Edisis, 1988, p. 8). Esto se denomina 100% de "adicionalidad". En el caso de los inversionistas no bancarios, un 33% de las transacciones estudiadas fueron adicionales y 10% parcialmente adicionales; por consiguiente, más de la mitad no fue adicional. Esto último revela un grado significativo de desplazamiento de IED en dinero fresco en las transacciones cubiertas por el estudio.

¿Qué implicaría 100% de adicionalidad? Con frecuencia, prevalece un sorprendente error de interpretación con respecto al concepto y al aporte de las conversiones al financiamiento de la formación de capital. Si el desplazamiento es cero (100% de adicionalidad), ello implica que los flujos netos de capital resultantes de las conversiones deuda capital son también cero: entonces la IED en efectivo permanece constante, y las inversiones con pagarés no aportan fondos frescos al país. Una adicionalidad inferior al 100% implica un flujo de capital negativo para el país deudor.

Es importante, entonces, destacar que las conversiones por sí mismas reducen la deuda, pero no proveen financiamiento en la cuenta de capital. La literatura que se refiere a los agentes que realizan conversiones tiende equivocadamente a relacionar el volumen de ésta con una afluencia adicional de capital y con un aumento de la inversión interna (ver algunos fragmentos en Banco Central, 1988).

Si hay una conversión deuda-capital con una firma local ya existente, no se produce ningún efecto directo en la inversión

interna global. Sólo se trata de un traspaso de propiedad productiva. Si el financiamiento interno obtenido con la conversión se utiliza directamente para crear nueva capacidad productiva, *ceteris paribus* se produce un aumento de la formación de capital. Sin embargo, de hecho, esto no es financiado por una afluencia neta de capital, sino por el mercado de capitales local, como, por ejemplo, con el producto recibido por el inversionista que vende, en el mercado secundario interno, los pagarés en pesos extendidos por el Banco Central. La venta de esos papeles en el mercado secundario local tiende a presionar las tasas de interés al alza y a desplazar a inversionistas nacionales. Con el objeto de ahorrar espacio, no nos referiremos aquí a todos los efectos que son puestos en movimiento. Lo que importa reiterar es que las conversiones no proveen financiamiento externo de manera directa y en muchos casos se limitaron a comprar activos existentes. Sin embargo, sí pueden mejorar las expectativas del mercado.

#### **d) Otros efectos**

Los efectos directos en la balanza de pagos son de suma importancia en una crisis de deuda externa, pero existen también otros efectos interesantes. Algunos de ellos se reseñan a continuación.

Uno de los más significativos es la relación entre la IED y el desarrollo productivo, y la capacidad para sustentar una política económica nacional. ¿Puede la IED ser reconciliada con el desarrollo nacional y una política nacional elaborada por el propio país? Desde luego que puede ser reconciliada; más aún, puede ser un complemento significativo. La IED puede aportar financiamiento, tecnología y mejor acceso al mercado para las exportaciones.

Este último argumento es, sin duda, más valedero si, en lugar de involucrar la desnacionalización de empresas existentes, la IED contribuye principalmente a aumentar la capacidad productiva junto con una inversión vigorosa por parte de las firmas locales.

¿Qué ha pasado con la inversión interna *pari passu* con la capitalización de deuda? El coeficiente de inversión bruta en ca-

pital fijo (FBCF) registrado en 1987-89 era compatible con un crecimiento de la capacidad productiva de 4% (capítulo I; y Marfán, 1992, cuadro 5). Consideraremos dos interpretaciones alternativas del aumento de la tasa de inversión, de un 14,8% en 1985 a un 17,4% del PIB en 1987-89 (todas cifras en precios de 1977).

Una interpretación extremadamente conservadora supone que el coeficiente de formación de capital en 1985 reflejaba un valor de tendencia estable<sup>13</sup>. Luego, el alza posterior sería un efecto asociado a las conversiones de deuda y al ajuste estructural que se producía en ese período. Es evidente que el supuesto de que un coeficiente de inversión bruta de 14,8% era un valor estable resulta indefendible. Esta tasa sólo era capaz de sustentar un crecimiento de la capacidad productiva del orden de 2,5% anual. Por lo tanto, la tasa de 1985 estaba notoriamente bajo un rango que pudiera sostener un crecimiento como en los años sesenta, cuando se registró uno de 4,6% con una tasa de inversión de 20,2%.

Es fácil deducir de los antecedentes expuestos junto con la información de que la IED vía DL 600 también aumentó, que el coeficiente de FBCF bajo gestión o propiedad de inversionistas locales (neto de activos traspasados a extranjeros) disminuyó entre 1985 y 1987-89. Esto refleja un traspaso masivo de empresas existentes a conversionistas extranjeros, sin la suficiente creación de nueva capacidad por parte de los productores nacionales. En todo caso, está claro que, no obstante una cantidad considerable de conversiones y de recuperación de la IED, la inversión global siguió en un nivel reducido, estando por debajo de los logros históricos (véase Banco Central, 1990).

Resulta bastante ilustrativo constatar que un alto porcentaje de las operaciones iniciales fueron meros traspasos de actividades existentes. En varios casos, también, la conversión deuda-capital involucró a firmas que producen bienes y servicios no

---

13 En Agosin (1998) y Solimano (1990) se examina empíricamente el comportamiento de la FBCF en Chile. En ambos, el ambiente macroeconómico y la correcta alineación de precios, como el tipo de cambio y las tasas de interés, son determinantes del desempeño de la inversión.

comerciables internacionalmente (Errázuriz, 1987). Según antecedentes del Banco Central a julio de 1990, poco menos de la mitad del monto operado correspondió a proyectos nuevos o ampliaciones. Con el tiempo, esa tendencia se modificó abarcando, en forma creciente, la expansión de la producción de exportables.

La implicación del traspaso de activos de productores de bienes no transables es que no existe aporte por parte del inversionista extranjero en cuanto a un mejor acceso a mercados de exportación, y que las futuras remesas de utilidades no se ven contrapesadas por un aumento en la oferta de divisas. Desde luego, lo mismo sucedería si las operaciones de conversión se efectuaran con los actuales productores de bienes exportables y posteriormente las exportaciones no aumentarían significativamente.

A inicios de 1990, el Banco Central anunció políticas que involucraron mayor selectividad del Capítulo XIX. Fueron excluidos del acceso al Capítulo XIX las inversiones en inmuebles, seguros, AFP, fondos de inversión, agencias de valores y, en general, servicios financieros; se dio prioridad a la creación o ampliación de empresas especializadas en la producción de rubros transables internacionalmente (Garcés, 1990). Con la reaparición de la oferta de capitales privados desde principios de los noventa, los precios de los pagarés se elevaron rápidamente, en especial los de Chile, gracias a la calidad de la transición a la democracia y de la política macroeconómica, situándose por sobre 90% en 1992<sup>14</sup>. Así, murió naturalmente el mecanismo oficial de conversión de deuda entre 1990 y 1991.

### 3. ALGUNAS CONCLUSIONES PARA LAS NACIONES DEUDORAS

A menudo se afirmaba que al reducir la exposición de los acreedores, con conversiones deuda-capital, se contribuía a la reanudación del crédito voluntario. En primer lugar, debe aclararse a

---

14 En 1990 se reconvirtieron US\$ 1.096 millones, de los cuales US\$ 418 millones correspondieron al Capítulo XIX, con un precio promedio de 67% y una redenominación de 81%. Así, la renta económica captada por los intermediarios se redujo desde 23 puntos en 1989 a 14 puntos en 1990.

qué se refiere la afirmación. No hubo refinanciamiento "voluntario" de la deuda antigua.<sup>15</sup> Sí, en cambio, varios PALs tuvieron a fines de los ochenta algún acceso a financiamiento voluntario para proyectos rentables de inversión, como lo tuvo Chile de manera creciente. ¿En qué medida esto dependió del Capítulo XIX o fue función de las oportunidades de inversión, de la política macroeconómica y de la estrategia exportadora en el país deudor? Lo probable es que los tres últimos sean los determinantes. No puede ignorarse, por otra parte, el papel decisivo desempeñado por el alto precio del cobre. En el bienio 1988-89 éste involucró un aporte extraordinario a la cuenta corriente de la balanza de pagos del orden del 8% del PIB de 1989.

Segundo, la conversión fue incentivada por los descuentos existentes en el mercado secundario de la deuda. No obstante, el mismo descuento desincentivó la reanudación de los créditos voluntarios, que una vez concedidos el mercado valorizaría por debajo de la paridad. Un mayor volumen de conversiones a partir de 1985 se produjo *pari passu* con una caída en el precio de los pagarés. El precio promedio para países en desarrollo disminuyó desde 62% en 1986 a 34% en 1989 (véase el cuadro VII.1). Todavía en 1989, la percepción de que el problema de la deuda no estaba siendo solucionado era más poderosa que la presión de la demanda ejercida por las conversiones que se realizaron con títulos de numerosos países deudores.

Tercero, en el caso del Capítulo XVIII hubo una clara reducción en el servicio del capital. Sin embargo, con el Capítulo XIX el servicio futuro del capital tendió a aumentar, con un crecimiento de las remesas de utilidades mayor que la caída en los pagos de intereses.

---

15 Debido al «efecto rebaño» entre los banqueros, los países cuya exposición había disminuido más fuertemente siguieron siendo negativamente afectados por la alta exposición de los deudores restantes (Devlin, 1989). Este «efecto rebaño» resultó perjudicial incluso para Colombia, en donde el crédito externo en la década de los setenta fue utilizado moderada y eficientemente (Bacha, 1983; Dornbusch, 1988a, p. 67).

Los efectos positivos de la conversión deuda-capital están concentrados principalmente en el ahorro actual del pago de intereses, en un período de gran escasez de financiamiento externo, también contribuyó a un mayor conocimiento de la economía nacional por parte de los inversionistas extranjeros, y como una variable de negociación con los acreedores. Simultáneamente, están las diversas desventajas y riesgos descritos en otras partes de este capítulo. Esto implica que hay conversiones positivas y negativas: en el texto se ha destacado que la variedad estuvo presente en la reciente experiencia de Chile.

Las conversiones deuda-capital pudieron desempeñar un rol positivo en el desarrollo nacional siempre y cuando adhiriesen a reglas, tales como las siguientes: i) el descuento fuese retenido principalmente por el país, ya sea por intermedio de negociación o subasta. Esto involucra pagar por los pagarés un precio similar a la cotización del mercado internacional, como sucedió en casos de prepago de deuda por el Banco Central, y no una cifra sustancialmente mayor, como sucedió en el Capítulo XIX. No se justifica que el inversionista extranjero con pagarés reciba un tipo de cambio tan preferencial, en contraste con el trato a los restantes inversionistas nacionales o extranjeros. ii) Las transacciones se centrasen en aumentar la capacidad productiva, principalmente en bienes exportables, de manera de aliviar la restricción externa.

De haberse aplicado estos principios, los montos transados habrían sido indudablemente inferiores a aquéllos que se operaron en Chile, pero el Banco Central habría recuperado una proporción mayor del costo de la crisis financiera y se podría haber asegurado que contribuyesen mejor al bienestar nacional.

## **CUARTA PARTE**

### **LOS DESAFÍOS DE LA DEMOCRACIA**





## CAPÍTULO VIII

### DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO Y POBREZA\*

El tema de la distribución del ingreso se ha reactivado fuertemente en Chile. Ello es saludable, pues los problemas no se pueden comprender y resolver si su existencia no se reconoce. Al margen de la efectividad de los esfuerzos hechos en los noventa para corregir el deterioro registrado en los años setenta y ochenta, la pobreza es aún una realidad para uno de cada cinco chilenos, y subsiste una manifiesta desigualdad de oportunidades e ingresos. Predomina una evidente falta de equidad en la economía y en la sociedad chilena.

Ha habido cambios distributivos significativos a través de los últimos treinta años. La evidencia es irrefutable en el sentido de un deterioro pronunciado en los años setenta y ochenta, con aumento de la desigualdad y también de la pobreza. En los noventa, la pobreza se redujo marcadamente. En cambio, los antecedentes sobre distribución no son concluyentes. Alguna información, como la encuesta CASEN, da cierta mejoría respecto de los ochenta en los primeros años de los noventa, y luego una distribución relativamente estable. Otros antecedentes, como la encuesta de presupuestos familiares (EPF) del INE, entregan una mejora significativa entre 1988 y 1997. No obstante,

---

\* Agradezco los útiles comentarios de David Bravo, Juan Carlos Feres, Osvaldo Larrañaga, Carlos Massad, Dagmar Raczynski, Jaime Ruiz-Tagle y Arístides Torche, las conversaciones con Harald Beyer, Guillermo García-Huidobro, Gunther Hinze, Oscar Landerretche, Pilar Romaguera, Jaime Ruiz-Tagle V., Daniel Titelman, Andras Uthoff y Humberto Vega, y la eficiente colaboración de Heriberto Tapia. En particular, agradezco la autorización de Juan Carlos Feres para utilizar antecedentes elaborados en Feres (2001). Por supuesto, todas las interpretaciones son de mi exclusiva responsabilidad.

muestran una distribución también significativamente peor que a fines de los años sesenta y un nivel de pobreza aún muy alto. Lo que es concluyente, entonces, es que i) en los noventa se detuvo la tendencia al deterioro observada durante el régimen de Pinochet; ii) la distribución del ingreso de los noventa fue menos desigual que en los ochenta; iii) la pobreza se redujo sustancialmente; pero, a pesar de este cambio de tendencia en los noventa, iv) el balance neto en estos treinta años muestra que Chile retrocedió en vez de avanzar hacia mayor equidad. La equidad es parte esencial de la modernización.

En este capítulo pasamos revista a los rasgos sobresalientes de la evolución distributiva en los últimos decenios. Ponemos énfasis en tres dimensiones. Dos estructurales, que son la necesidad de profundizar en la cantidad y calidad de la inversión en la gente, o capital humano, y fortalecer la inversión productiva y su asociación con el empleo productivo; ambos contribuyen a difundir la productividad a través de la sociedad, y así a ampliar las oportunidades a segmentos más amplios de la fuerza laboral. La tercera dimensión, a la que le damos una enorme importancia, es el logro de equilibrios macroeconómicos sostenibles; como se demuestra a través de este libro, lo eficiente para los efectos de lograr crecimiento y equidad, es una definición integral de los equilibrios macroeconómicos. Ello incluye, mucho más allá que una inflación baja y un equilibrio fiscal estructural (ambos convenientes y necesarios), el equilibrio de la economía real. Esto es: pleno uso de la capacidad productiva disponible, evitar tipos de cambio y tasas de interés demasiado fluctuantes y desalineados, y un entorno macroeconómico favorable para la inversión productiva<sup>1</sup>.

Enfatizamos, con fuerza, que los más grandes deterioros distributivos, así como la expansión de la pobreza, han estado asociados a desequilibrios macroeconómicos críticos: la

---

1 Como lo comprobamos en Ffrench-Davis (1999), América Latina se caracterizó en los noventa por fuertes desequilibrios de la macroeconomía en su sentido real. Chile fue una excepción notable en la primera mitad de los noventa, deteriorándose, en algún grado, la calidad de su entorno en los años siguientes.

hiperinflación de 1973, y las recesiones de 1975 y 1982. A ello se adicionan los casos de “equilibrios” macroeconómicos logrados a expensas de otros equilibrios, como los desajustes macrosociales en 1985-87, y externos en 1996-97. En el último episodio, la consiguiente pérdida de producción, aunque muy moderada en comparación con 1975 y 1982, representó un traspie grave, con costos sociales, económicos y políticos. La distribución per cápita por hogares empeoró en 1999-2001 con respecto a los noventa, aunque aún es menos desigual que en los ochenta (Larrañaga, 2001). Hemos argumentado que se debilitó la consistencia entre diversos planos, la que es esencial para que los equilibrios macroeconómicos sean sostenibles en el tiempo, y resulten funcionales para el desarrollo socioeconómico (véase Ffrench-Davis, 1999, cap. VI).

## 1. TENDENCIAS DE LA DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO Y LA POBREZA

Medir bien es importante porque aporta información respecto de cuán eficaces resultan las políticas socioeconómicas dirigidas a reducir las desigualdades y pobreza características del subdesarrollo. Sin embargo, la medición de la pobreza y de la distribución del ingreso enfrentan grandes dificultades.

La definición de pobreza es convencional. Se ha generalizado la definición de pobres como “aquéllos con un ingreso per cápita inferior al costo de dos canastas de alimentos y necesidades básicas no alimentarias” (CEPAL, 1997, recuadro 1); ella marca la frontera entre pobres y no pobres en la encuesta CASEN en Chile. La definición no nos dice cuán menos pobres son los muchos que salieron de esa categoría entre 1987 y 1998, y los que retornen en 1999. No es un indicador de distribución, aunque evidentemente la CASEN provee mucha información valiosa para diversos indicadores de distribución y para la caracterización de la pobreza y los puntos estratégicos para enfrentarla (De Gregorio y Landerretche, 1998).

La distribución del ingreso es mucho más difícil de medir, en particular los extremos más pobres y más ricos. A su vez, aun

cuando las cifras disponibles fuesen correctas, también hay muchas formas alternativas de organizar la información. Por ejemplo, por ingresos o por gastos del hogar o por miembro del hogar; y las diferencias en los resultados son notables<sup>2</sup>. Una vez clasificada la información, también hay diversas maneras de medir la distribución; existen numerosos indicadores, algunos más crípticos (como el tradicional Gini) y otros, muy simples, como la razón entre la participación del decil o quintil más rico y el más pobre. Este último indicador es de uso bastante común; adolece del defecto que no considera qué sucede en el 60 u 80% de sectores medios y da mucho peso al papel que juega el tramo más rico cuya medición es muy defectuosa.

Hay diversas fuentes de información sobre distribución en Chile. La de más larga data es la encuesta de empleo de la Universidad de Chile que una vez al año, desde 1958, recolecta información sobre ingresos en el Gran Santiago. MIDEPLAN realiza en todo Chile la encuesta CASEN, disponible para 1987 y cada dos años, desde 1990; la cobertura y la encuesta se han perfeccionado en los noventa, de manera que la comparabilidad con 1987 es limitada<sup>3</sup>. El INE, cada decenio aproximadamente, efectúa una detallada encuesta de presupuestos familiares en el Gran Santiago (cubriendo el 40% de la población del país), que está disponible para 1969, 1978, 1988 y 1997; el INE también recolecta datos de ingreso en una encuesta suplementaria a la de ocupación. Algunos resultados difieren radicalmente entre las distintas fuentes, habiendo bastante divergencia entre los especialistas respecto de las virtudes de cada una.

El debate sobre qué variables determinan la distribución y

---

2 Ajustar por número de miembros del hogar es recomendable, pero surgen dos problemas complejos que se deben afrontar: las necesidades de gasto varían con la edad (lo que se puede intentar corregir trabajando con un "adulto equivalente" como unidad de cuenta) y hay "economías de escala" en el hogar (Contreras y Ruiz-Tagle V., 1997).

3 Hay una encuesta CASEN para 1985 cuya base de datos no está disponible. Un análisis interesante sobre esta encuesta, que dio origen a la constatación de que había 5 millones de pobres en Chile, destacada durante los meses previos al plebiscito de 1988, se presenta en Torche (1987).

su evolución está también abierto. Hay investigaciones, interpretaciones y propuestas de política recientes basadas en los antecedentes que proveen las mismas encuestas. Aquí mencionaremos cuatro variables fuertes, que a su vez son resultado de las estructuras socioeconómicas y de las políticas públicas.

Primero, el nivel de ingresos está relacionado muy positivamente con los años de escolaridad. No obstante, hay dos calificaciones a esta relación, que tienen profundas implicancias para la política pública en esta área específica. Por una parte, la calidad de la educación y la adecuación de la oferta a la demanda por capacidades son claves (Bravo y Contreras, 1999; Larragaña, 2001). Ello lo ilustra el hecho de que, si bien el trabajador medio tenía 3,5 años de mayor escolaridad en 1992 que en 1970 (Hofman, 1999), la remuneración promedio era similar, después de estar deprimida en los años intermedios. Por otra parte, la escolaridad se mide basándose en los años de educación regular, sin considerar la capacitación durante la vida laboral. La capacitación es esencial para poder fortalecer la productividad de los trabajadores con escolaridad baja o de una calidad disfuncional para la actual demanda por trabajo.

Segundo, el aumento de la participación de la mujer en la fuerza laboral es un factor muy determinante en la reducción de la pobreza familiar. Datos elaborados por Beyer (1997), sobre la base de la CASEN 1994 y el Censo de Población de 1992, muestran que en el quintil de hogares más pobres, sólo un quinto de las mujeres forma parte de la fuerza laboral; en el quintil V, o más rico, lo hace la mitad de las mujeres; 57% de las mujeres con 13 o más años de educación participa en la fuerza laboral, en tanto que menos de 14% de las con 3 o menos años de escolaridad aparece como activa. La participación laboral de la mujer es determinante del porcentaje de miembros del hogar remunerados; éstos son 22% en el quintil inferior y 51% en el superior, con una progresión casi lineal en los tramos intermedios. Mejorar las oportunidades y facilidades (tales como salas cuna) para el trabajo de las mujeres de menores ingresos es decisivo para aumentar la equidad.

Tercero, el desempleo es otra variable muy influyente. La tasa de desocupación del quintil I era diez veces la del quintil V en la CASEN 1998; la sensibilidad ante el ciclo económico es muy alta, incluso frente a fluctuaciones moderadas como las de los noventa. En el quintil I, la desocupación de 22%, en 1990, se redujo a 14 y 15%, en 1992 y 1996, respectivamente, elevándose a 28% en 1998 (MIDEPLAN, 1998). El desempleo también es notablemente mayor entre los jóvenes y en la población con menor escolaridad. En consecuencia, las políticas que fortalezcan la demanda por trabajo y que generen una oferta más flexible, capaz de adecuarse a los cambios tecnológicos, juegan un papel muy significativo para mejorar la distribución de oportunidades: las principales políticas son la estabilidad macroeconómica sostenible, la formación vigorosa de capital físico y la inversión creciente en la capacitación laboral.

Cuarto, el gasto social tiene una incidencia progresiva, representando una proporción creciente del bienestar de los pobres en los noventa.

#### **a) El récord histórico hasta 1973**

Al inicio de los años setenta, Chile se situaba entre los países de América Latina con mayor desarrollo social. El nivel educacional, el sistema nacional de salud, la organización para la construcción de viviendas populares y un programa masivo de alimentación para escolares eran de los más adelantados de la región. Asimismo, se había desarrollado un amplio segmento de clase media, aunque concentrado inicialmente en las áreas urbanas. El progreso se extendió también a los obreros organizados sindicalmente y al sector rural, fenómeno asociado a la reforma agraria realizada entre 1965 y 1973 (Ffrench-Davis, 1973).

Los mencionados avances fueron el fruto de un proceso continuo, que tomó fuerza durante los años veinte, y que se intensificó con los gobiernos radicales entre 1939 y 1952, y luego con los Presidentes Ibáñez, Alessandri, Frei y Allende (1952-73).

No obstante los avances sociales registrados en los años cincuenta y sesenta, la distribución existente hacia 1970 era consi-

derada claramente insatisfactoria. Por ello, en los partidos de centro e izquierda se postulaban diversas propuestas para mejorar la situación distributiva. Varias de ellas se pusieron en práctica durante el gobierno del Presidente Allende. De este modo, los ingresos laborales (salarios mínimos y medios) y el gasto social (pensiones, asignaciones familiares, presupuestos de educación y salud, etc.) se incrementaron masivamente en 1971, aunque de una manera evidentemente no sostenible. El desborde inflacionario de 1972-73 con tasas anuales superiores a 200% y 600%, respectivamente, involucró drásticos retrocesos distributivos, en varios de estos frentes, respecto de 1970 (véase el cap. I).

#### **b) Avances y retrocesos durante el régimen de Pinochet, 1973-89**

Algunos indicadores sociales continuaron mejorando durante el régimen de Pinochet, en tanto que otros se deterioraron fuertemente.

El índice de analfabetismo, ya reducido a 20% en 1952, disminuyó a 10% hacia 1973 y a menos de 6% en 1989; en tanto que el número de estudiantes registrados en la educación primaria, como porcentaje de la población de 6 a 14 años, subió de 65% a cerca de 100% en 1973, para mantenerse hasta inicios de los años ochenta en ese nivel. Sin embargo, en la segunda mitad de los ochenta, la cobertura descendió a 95%, lo que sugiere un problema de deserción escolar a consecuencia de la crisis de 1982. En cuanto a la educación secundaria, ésta daba acceso a 10% de los jóvenes de 15 a 18 años en 1952, cifra que se elevó a 51% en 1973 y a 75% en 1989.<sup>4</sup>

También hubo una evolución muy positiva en lo referente a expectativas de vida y a mortalidad general e infantil, que acentuó la tendencia que estos indicadores ya exhibían en los años cincuenta y sesenta. En particular, se redujo muy marcadamente la mortalidad infantil, con lo que Chile se situó en los años

---

4 Cifras de *Anuarios Estadísticos* de la CEPAL, sobre la base de antecedentes oficiales de Chile.

ochenta en los niveles más bajos de América Latina, junto a Costa Rica, Cuba y el Caribe de habla inglesa. Este buen desempeño obedeció a los esfuerzos públicos de atención materno-infantil —incluidos los innovadores programas de nutrición a los niños lactantes y desnutridos—, al descenso del número de nacimientos, y a factores de naturaleza irreversible como el aumento en el nivel educacional de las madres (Hirschman, 1994; Monckeberg, 1998; Raczynski y Oyarzo, 1981) .

Otros indicadores, en cambio, muestran un desempeño negativo (véase el cuadro VIII.1). Ellos reflejan, en definitiva, la fuerte inestabilidad macroeconómica, la baja tasa de inversión bruta por trabajador (con el consiguiente impacto negativo sobre la productividad por persona ocupada) y las leyes laborales sesgadas contra los trabajadores. En consecuencia, las remuneraciones promedio se situaron en 1989 un 8% por debajo de 1970. Es decir, en casi dos decenios, los salarios promedios, en vez de crecer, que es lo natural, disminuyeron; algo similar aconteció con las pensiones. Asimismo, el ingreso mínimo se deterioró en un porcentaje parecido en el mismo período y su cobertura se redujo sustancialmente, aplicándose niveles inferiores para aprendices, los menores de 21 años (posteriormente rebajado a 18 años) y los mayores de 65. Del mismo modo, las asignaciones familiares, que habían jugado un papel progresivo, creciendo continuamente en importancia hasta inicios de los años setenta (Ffrench-Davis, 1973), después de 1974 experimentaron un persistente descenso, hasta situarse, en 1989, 72% por debajo del nivel de 1970.

El gasto público en salud, educación y vivienda por habitante también decreció. La magnitud de la baja de esos tres componentes alcanzó a 22% respecto de 1970.<sup>5</sup> No puede dejar de mencionarse el notable deterioro sufrido por el Servicio Nacional de Salud. Sólo el gasto previsional muestra un aumento, asociado a un número creciente de pensionados. Sin embargo, hubo

5 El gasto público se financia con el aporte fiscal, las contribuciones de los beneficiarios y variaciones de pasivos. Una fuerte divergencia entre cifras oficiales y "corregidas" de gasto social en los años setenta se aborda en Marshall(1981).



**Cuadro VIII.1**  
**Salarios, asignación familiar y gasto social público, 1970-2000**  
 (índices reales, 1970 = 100)

	Remuneraciones	Ingreso mínimo	Asignación familiar	Gasto social público per cápita		
				Educación	Salud	Total
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1970	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1980	89,0	130,0	81,6	88,6	82,3	90,1
1981	96,8	135,7	80,9	92,1	74,7	97,5
1985	83,2	86,1	54,6	76,0	64,0	90,5
1986	84,6	82,1	45,7	71,5	62,5	86,9
1987	84,3	77,1	38,1	65,7	61,5	84,7
1988	89,8	82,3	33,2	64,1	70,4	86,0
1989	91,6	91,8	28,4	62,5	69,6	83,7
1990	93,3	98,0	33,7	58,8	65,3	81,6
1991	97,8	107,2	41,4	64,7	75,7	87,8
1992	102,2	112,2	42,4	73,1	87,0	95,4
1993	105,9	117,7	43,2	78,2	95,9	102,9
1994	110,7	122,1	43,9	83,9	104,0	107,4
1995	118,3	127,5	45,3	92,3	106,7	113,9
1996	123,2	133,0	47,2	102,7	114,3	123,2
1997	126,1	137,8	49,7	111,6	119,4	128,1
1998	129,5	146,2	51,9	122,6	127,5	135,7
1999	132,6	159,6	53,3	129,4	129,6	144,3
2000	134,4	170,4	53,7	138,4	138,5	151,0

Fuentes: INE y Jadresic (1990) para remuneraciones; Cortázar y Marshall (1980) para IPC corregido; Cabezas (1988) y Dirección de Presupuestos (desde 1986) para gasto social.

Col. (1), Índice General de Remuneraciones hasta abril de 1993 y, posteriormente, Índice de Remuneraciones por hora; el índice de costo de la mano de obra creció 4,8% menos entre abril 1993 y diciembre 2000. Col. (2), es el ingreso líquido. Col. (3), asignación familiar del SSS en 1970, luego la asignación única y, posteriormente, la correspondiente al tramo de ingresos menores. Col. (6) incluye gastos en educación, salud, vivienda y previsión. Todos son promedios de cada año.

una mayor focalización de una parte (minoritaria) del gasto social en los más pobres, lo que habría paliado parcialmente la caída de sus ingresos laborales<sup>6</sup>. Muchos de estos indicadores se deterioraron durante los setenta, se recuperaron parcialmente en 1979-81, y empeoraron, otra vez, entre 1982 y fines de ese decenio (French-Davis y Raczynski, 1990); las remuneraciones promedio y el salario mínimo tomaron una senda ascendente recién en 1988, las asignaciones familiares en 1990, y el gasto social público en 1991.

6 Otras veces, la mala focalización resultó en el empeoramiento de la situación de las clases media y baja. Un ejemplo es el sistema universitario donde, luego de la eliminación del acceso gratuito, no se desarrolló un sistema amplio y eficiente de becas.

El retroceso registrado en los ingresos laborales y en los gastos sociales monetarios, así como la regresividad de las reformas tributarias de esos años, se refleja en el deterioro observado en la distribución de los gastos de consumo. La información más sistemática disponible corresponde a las encuestas de Presupuestos Familiares, realizadas en el Gran Santiago<sup>7</sup>. En general, se reconoce que estas encuestas son de alta calidad. Estas indican, para 1969, 1978 y 1988, un deterioro continuo en los hogares situados en los tres quintiles inferiores de gasto. Más aún, el deterioro es más acentuado cuanto más pobre es el sector de la población (véase el cuadro VIII.2). Por ejemplo, el 40% más pobre de los hogares (quintiles I y II) perdió participación: de 19,4% en 1969 cayó a 12,6% en 1988; es decir, su cuota, en el gasto total de las familias santiaguinas, se redujo en un tercio. En cambio, el quintil más rico mejoró su posición relativa consistentemente, subiendo su participación de 44,5% en 1969, a 51,0% en 1978, y a 54,9% en 1988. Además, éste es el único quintil cuyo nivel de gasto real por familia se elevó entre 1969 y 1988.

**Cuadro VIII.2**  
**Distribución del gasto por hogares, 1969, 1978 y 1988**  
(porcentajes sobre el total)

Quintil	Ordenados según gastos por hogar		
	1969	1978	1988
I	7,6	5,2	4,4
II	11,8	9,3	8,2
III	15,6	13,6	12,6
IV	20,6	21,0	20,0
V	44,5	51,0	54,9
Total	100,0	100,0	100,0

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas, *Encuestas de Presupuestos Familiares*, efectuadas en el Gran Santiago.

<sup>7</sup> Hemos procurado chequear por el eventual sesgo en las EPF, asociado a que Santiago abarca sólo el 40% de la población de Chile y es esencialmente urbano. Comparando los resultados de la CASEN para Santiago y todo el país, se

Estos antecedentes sobre la distribución del gasto indican que el segundo ciclo del gobierno de Pinochet (1982-89) también fue regresivo, acentuándose así la concentración de la riqueza y del ingreso observada durante el primer ciclo, correspondiente a 1974-81.<sup>8</sup> Antecedentes de la encuesta de empleo de la Universidad de Chile, también para el Gran Santiago, muestran, asimismo, un deterioro de la distribución del ingreso, aunque de diferente intensidad y con grandes fluctuaciones año a año. Entre 1974 y 1987 se observa un persistente empeoramiento, sólo detenido durante el auge de 1977-80, culminando con 1987 como el año de peor distribución, sea medida por el Gini o por la razón quintil V/quintil I (Ruiz-Tagle V., 1999).

Hemos examinado, en el capítulo II, la responsabilidad que le cupo a varias de las reformas y políticas del gobierno militar en el agravamiento de las severas crisis enfrentadas por Chile. El enfoque dogmático que imperó en su ejecución, particularmente en su primera mitad, acentuó la vulnerabilidad frente a shocks externos y agravó las pérdidas que generan. Dentro de las consecuencias de las recesiones, destaca el prolongado desempleo predominante en el país (véase el gráfico VIII.1). Ya en 1975 el porcentaje de desocupados se elevó a 15,7% (17,6% con el PEM y el POJH). En 1983, el número de desempleados llegó a 740 mil (19% de la fuerza de trabajo); adicionalmente, los programas de empleo de emergencia absorbieron a más de 500 mil (13% de la fuerza de trabajo)<sup>9</sup>; esto es, un total de 31,3%. Más tarde,

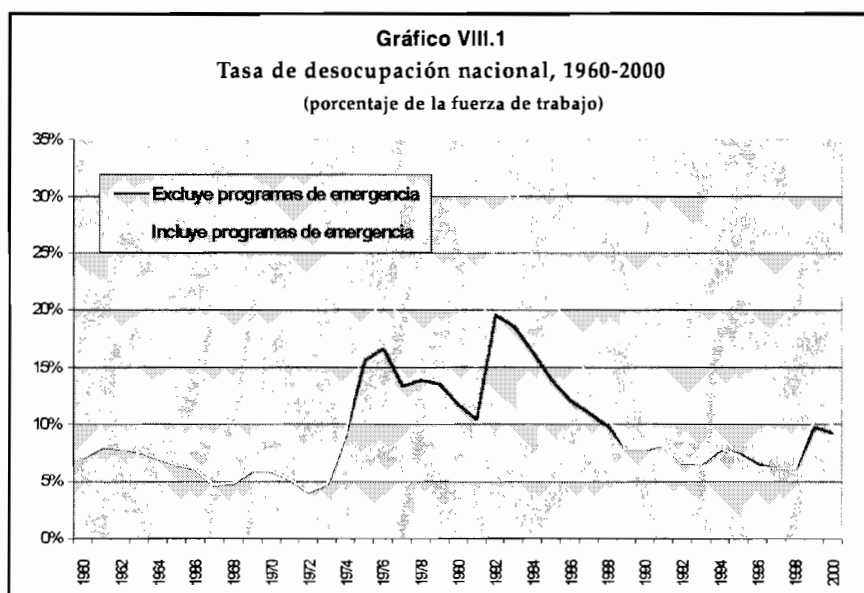
---

constatan coeficientes de concentración relativamente similares en las 5 encuestas de los noventa, con un Gini promedio de 57,2% y 57,4%, para Santiago y Chile, respectivamente (Feres, 2001).

8 Los años de las encuestas no coinciden exactamente con los de los ciclos que fueron 1974-81 y 1982-89.

9 Aunque el diseño inicial de los programas de empleo indicaba una jornada semanal de sólo 15 horas, en la práctica, se exigió un trabajo de tiempo completo. El salario, por su parte, se limitó a sólo una fracción del ingreso mínimo, llegando a estar por debajo de un tercio de éste y sin protección previsional. El subsidio de desempleo era prácticamente inexistente, aunque el PEM funcionó en parte como un subsidio a cambio de un aporte de trabajo. El ingreso del POJH (para jefes de hogar) fluctuó entre 1,6 y 2 veces el ingreso del PEM (Ffrench-Davis y Raczynski, 1990, cuadro A.13).

la recuperación alivió el problema, pero sólo en 1989 se retornó a una tasa de un dígito, con 7,9% de desempleo abierto. En un marco en que la desocupación afecta con mayor fuerza a los grupos de menores ingresos, con carencia de un seguro de desempleo adecuado, junto con el debilitamiento de los instrumentos de apoyo públicos, es comprensible el deterioro registrado en las condiciones de vida de amplios sectores de la población.



Fuente: INE y Jadresic (1986); promedios anuales.

### c) Distribución del ingreso y pobreza en el retorno a la democracia, 1990-2000

Desde 1990 se pueden distinguir tres subperíodos, con diferentes resultados socio-económicos. Los primeros años, con mejoras de remuneraciones, salario mínimo, empleo y gasto social; en un esfuerzo de recuperación de lo perdido en los dos decenios anteriores; cubre el gobierno de Aylwin y parte del de Frei. Segundo, desde 1996 los salarios crecieron más lentamente y la reducción de la pobreza se moderó entre 1996 y 1998, pero diversos indicadores socio-económicos siguieron progresando. Tercero, la situación se revirtió en 1999 en cuanto al empleo, con

un alza drástica de la desocupación. Sin embargo, el salario mínimo, fijado por la autoridad, subió fuertemente, en un programa trianual para 1998-2000. Asimismo, los ingresos de profesores y médicos y las pensiones de cargo público fueron objeto de ajustes especiales, que naturalmente elevaron el gasto fiscal. La preocupación de las autoridades por el equilibrio fiscal implicó que todos estos reajustes contaran con un financiamiento tributario.

El retorno a la democracia trajo de vuelta una preocupación mayor, de parte del Estado, por los temas de equidad y pobreza, entendiendo que, junto con los esfuerzos para conseguir equilibrios macroeconómicos, era necesario perseguir equilibrios macrosociales. De allí la propuesta de “crecimiento con equidad”. En consecuencia, en los años noventa, las autoridades emprendieron esfuerzos sistemáticos para mejorar la situación social e introducir *reformas a las reformas* en operación (Ffrench-Davis, 1999, cap. VII). Se hizo una reestructuración del gasto público para destinar más recursos al área social, y se aumentaron los ingresos fiscales para tal efecto, mediante una reforma tributaria que elevó la tasa del IVA y la tributación progresiva. En la esfera laboral se alcanzaron importantes acuerdos para mejorar considerablemente el salario mínimo, así como para introducir reformas tendientes a reducir el desequilibrio entre el poder de trabajadores y empresarios. Asimismo, las reformas a la manera de hacer macroeconomía tuvieron repercusiones muy significativas sobre el empleo productivo y la sostenibilidad de los equilibrios. En ello, la aplicación del encaje y otros mecanismos complementarios sobre los ingresos de capitales volátiles jugó un papel determinante (véase el cap. IX; y Ffrench-Davis, 1999, cap. VIII.C).

Fruto del conjunto de políticas fue un crecimiento significativo de las remuneraciones reales medias, que en el 2000 superaban en 34% el nivel de 1970 y en 47% el deprimido monto de 1989; un salario mínimo 86% mayor que el de 1989, y reajustes en asignaciones familiares que han significado recuperar parte del terreno perdido durante los años ochenta (véase el cua-

dro VIII.1); la tasa de desempleo también exhibió una mejora significativa, promediando 7,3% en los noventa, en comparación con 18,1% en 1974-89 (véanse el cuadro I.1 y el gráfico VIII.1) y 7,9% en 1989. Naturalmente, la coyuntura macroeconómica tiene una gran incidencia sobre la desocupación. Ello es ilustrado por la tasa de 6,1% en el auge de 1997 y por el 10,2% en el deprimido 1999-2000.

Puede afirmarse que estas políticas, junto con la mayor eficiencia en la gestión macroeconómica durante la mayoría de la década –que favoreció un acelerado crecimiento y una gran creación de empleos–, hicieron posible una reducción drástica de la pobreza e indigencia hasta 1998. En 1987, los chilenos, en condición de pobreza, representaban 45,1% de la población<sup>10</sup>. Las sucesivas mediciones de la encuesta CASEN, referidas en el cuadro VIII.3, dan cuenta del significativo proceso logrado, disminuyendo en el 2000 a 20,6%. La velocidad del progreso se redujo desde 1998, asociada al ajuste recesivo iniciado entonces.

**Cuadro VIII.3**  
**Población en condición de indigencia y pobreza, 1987-2000**  
(porcentaje)

	1987	1990	1992	1994	1996	1998	2000
Indigentes	17,4	12,9	8,8	7,6	5,8	5,6	5,7
Pobres no indigentes	27,7	25,7	23,8	19,9	17,4	16,1	14,9
<b>Total de pobres</b>	<b>45,1</b>	<b>38,6</b>	<b>32,6</b>	<b>27,5</b>	<b>23,3</b>	<b>21,7</b>	<b>20,6</b>

Fuente: MIDEPLAN, datos nacionales de la Encuesta CASEN.

La reducción de la pobreza es evidente en los noventa. ¿Qué pasa con la distribución del ingreso? El resultado es más difuso y con ciertas contradicciones: varios antecedentes muestran mejo-

<sup>10</sup> Estudios previos, con el mismo indicador de pobreza pero con metodologías no totalmente comparables indican que 17% de los hogares eran pobres en 1969, elevándose a 45% en 1985 y a 38% en 1987 (Altimir, 1979; CEPAL, 1991). La cifra de hogares pobres, para 1987, es consistente con el 45% de población pobre según la CASEN 1987.

ras y otros indican cambios no significativos o constancia; hay predominio de un cambio positivo en los primeros años e inflexión posterior según algunas fuentes. Sin embargo, en general los antecedentes indican una mejoría con respecto a los ochenta, aunque es evidente que la distribución continúa siendo muy regresiva. En consecuencia, se requiere un gran esfuerzo nacional para corregirla.

La información más sólida sobre distribución sigue siendo la de las EPF efectuadas por el INE, para el gran Santiago. Una nueva encuesta se efectuó en 1997, cuyos primeros resultados se publicaron en 1999 (INE, 1999). Estos resultados no son comparables con la serie de tres encuestas anteriores, debido a diferencias metodológicas<sup>11</sup>. Estas diferencias destacan la importancia de ser extremadamente cuidadoso en el procesamiento y comparación de encuestas. Por ejemplo, la misma encuesta de 1997 da para el quintil I participaciones de 3,93% del gasto por hogar, sin alquiler imputado, ordenado según gasto por hogar, y de 8,80% del mismo gasto más alquiler imputado, ordenado según ingreso per capita. Asimismo, el GINI computado según diferentes criterios de ordenamiento y desagregación varía hasta en nueve puntos (Feres, 2001). Esta enorme sensibilidad tiene implicancias menores cuando hay cambios drásticos en la distribución, como el gran deterioro en los setenta y ochenta. Por el contrario, ante variaciones moderadas, como en los noventa, la clasificación que se adopte puede implicar un cambio de signo.

La disponibilidad de estimaciones de alquiler imputado por la vivienda propia es un avance importante disponible desde la encuesta de 1988. Dado el progreso alcanzado por Chile en la construcción de viviendas populares, reviste una significación creciente para el quintil I: eleva notoriamente su participación entre 0,5 y 1,5 puntos, entre 1988 y 1997, y le imprime un signo positivo o refuerza el cambio distributivo registrado entre

---

11 Estas tres encuestas están clasificadas por hogares según nivel de gasto pagado, excluyendo alquiler imputado en las dos primeras. La encuesta de 1997 contabiliza el gasto adquirido a diferencia del pagado y contiene información desagregada sobre alquiler imputado.

## Cuadro VIII.4

Gran Santiago: Distribución del gasto y del ingreso de los hogares, por quintiles  
(porcentajes)

Quintiles	Distribución del gasto de los hogares				Distribución del ingreso de los hogares				Distribución del gasto de los hogares			
	ordenados según gasto por hogar		ordenados según gasto per cápita		ordenados según ingreso por hogar		ordenados según ingreso per cápita		ordenados según ingreso por hogar		ordenados según ingreso per cápita	
	Sin AI	Con AI	Sin AI	Con AI	Sin AI	Con AI	Sin AI	Con AI	Sin AI	Con AI	Sin AI	Con AI
E P F 1987 / 88												
I	4,3	4,9	5,9	6,4	3,1	3,8	4,0	4,8	6,5	6,3	7,7	7,6
II	8,2	8,6	9,6	10,2	6,4	7,0	7,9	8,6	9,0	9,3	10,7	10,8
III	12,6	12,8	13,5	13,6	10,6	11,1	11,2	11,8	13,2	13,2	13,5	13,9
IV	20,2	20,1	19,9	19,8	18,4	18,6	18,3	18,6	20,3	20,0	19,8	19,4
V	54,8	53,6	51,2	50,0	61,6	59,5	58,6	56,2	51,0	51,1	48,4	48,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
QV/QI	12,7	10,9	8,7	7,8	19,9	15,7	14,7	11,7	7,9	8,1	6,3	6,4
Gini (1)	0,45	0,44	0,40	0,39	0,52	0,49	0,48	0,45	0,40	0,40	0,36	0,36
E P F 1996 / 97												
I	3,9	5,1	5,4	6,7	3,8	4,8	5,2	6,3	6,4	6,7	8,3	8,8
II	7,9	8,9	9,1	10,4	7,7	8,5	8,8	10,0	10,2	10,6	11,6	12,3
III	12,4	13,1	13,4	14,2	11,9	12,5	12,7	13,6	13,6	14,0	14,1	14,7
IV	20,1	20,2	20,9	20,4	19,5	19,7	19,7	19,5	20,4	20,4	20,2	19,9
V	55,6	52,8	51,2	48,4	57,1	54,5	53,6	50,6	49,5	48,2	45,9	44,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
QV/QI	14,3	10,4	9,5	7,2	15,0	11,4	10,3	8,0	7,7	7,2	5,5	5,0
Gini (2)	0,46	0,43	0,41	0,37	0,47	0,44	0,43	0,39	0,39	0,37	0,34	0,31
Relación de Gini (2)/(1)	1,02	0,98	1,03	0,97	0,92	0,90	0,90	0,87	0,96	0,92	0,93	0,87

Fuente: CEPAL, sobre la base de tabulaciones especiales de la IV y V Encuesta de Presupuestos Familiares. Cifras preliminares.

Tomado de Feres (2001).

AI = Alquiler imputado por uso de vivienda propia.

ambas encuestas (cuadro VIII.4); la falta de esa imputación representaba un vacío o error grave para la estimación del bienestar de los hogares pobres que se habían convertido en propietarios de su vivienda.

La variable demográfica también ha experimentado modificaciones que no deben ignorarse. El número promedio de miembros de los hogares en cada uno de los cinco quintiles se redujo entre 1988 y 1997, y el promedio total lo hizo en 6% (de 4,09 a 3,84); en los hogares del quintil I se redujo, en general, en mayor proporción que en el quintil V. Por consiguiente, ope-



rar con datos per cápita resulta más preciso que con los datos por hogar<sup>12</sup>. Por lo tanto, nos inclinamos por la opción técnica de usar cifras per capita y con alquiler imputado. En las seis formas diferentes de clasificar la información con alquiler imputado, presentadas en el cuadro VIII.4, se constata una mejor distribución en 1997 que en 1988. El cuadro VIII.4 presenta, además, seis casos de cifras sin alquiler imputado; en ellas, hay dos casos donde el Gini y la razón quintil I/quintil V muestran un empeoramiento, mientras los cuatro casos restantes muestran una mejor distribución en 1997<sup>13</sup>. En consecuencia, el conjunto de antecedentes se inclina fuertemente hacia mostrar una mejora distributiva entre ambas encuestas.

La información de ingresos de la encuesta de empleo de la Universidad de Chile, para el Gran Santiago, entrega antecedentes consistentes con los de las EPF del INE. El coeficiente quintil V/quintil I de los ingresos indica una mejoría significativa en los noventa (promedio de 16,3 en 1991-97) respecto de los ochenta (promedio de 20,3 en 1982-90). Es también mejor que en los setenta (17,1 en 1976-81) aunque la diferencia no es estadísticamente significativa. Sin embargo, a pesar de la mejoría en los noventa, la distribución del ingreso todavía es significativamente más concentrada que en los sesenta (13,4)<sup>14</sup>.

Con cautela se puede afirmar que en los años noventa se habría recuperado una parte del deterioro de los ochenta, acer-

12 Estamos conscientes de que sería más correcto trabajar con "adulto equivalente" (véase la nota 2), pero los antecedentes disponibles no lo permiten.

13 La información recopilada en la encuesta de 1997, muestra una tasa muy elevada de endeudamiento del quintil I, con gastos que exceden en un tercio su ingreso. Se registra endeudamiento en los deciles 1 a 7 y ahorro en los deciles 8 a 10 (INE, 1999, cuadro 11).

14 Las cifras corresponden a una clasificación según los ingresos per capita del hogar. La fuente (Ruiz-Tagle V., 1999), también entrega datos de ingreso total familiar e ingreso per capita ajustado por economías de escala y por adulto equivalente (véase también Banco Mundial, 1997). El ranking para los promedios de los subperíodos en que hemos agrupado la información es similar en las tres clasificaciones. Los resultados son también similares si se usa el coeficiente GINI. No obstante, hay mucho "ruido" en las observaciones anuales. Asimismo, tal como en la EPF, hay fuertes diferencias en los niveles de los coeficientes según el criterio de ordenación de los antecedentes.

cándose a la distribución registrada a fines de los setenta. Por consiguiente, el fuerte retroceso constatado en los setenta seguiría totalmente vigente.

Hasta 1992, la mayoría de los indicadores evidenciaba una mejoría. El más conocido, la encuesta CASEN, señala un aumento de la participación en el ingreso monetario del quintil más pobre de los hogares entre 1987 y 1992, y una disminución de los ingresos del quintil más rico. Sin embargo, a partir de allí las cifras basadas en esta encuesta muestran un estancamiento, e incluso un retroceso hacia fines del decenio. Sin embargo, aun en 1996 la información con alquiler imputado, tanto la original como la ajustada, ordenada según ingreso por hogar y según ingreso per cápita, muestra siempre una mejora del 40% más pobre de los hogares (y, en la mayoría de los casos, del quintil I) y una caída del quintil más rico, mientras el coeficiente Gini había mejorado en todos los casos en comparación con 1987 (véase Feres, 2001). En 1998, un año en que se inicia un ajuste recesivo, —ya evidente en el mes de noviembre, en que se efectuó la encuesta—, se observa un deterioro distributivo en algunos indicadores respecto de la encuesta de 1996; ello se repite en la del 2000. No obstante, el balance general es una mejora de los noventa respecto de la muestra de 1987.

La inflexión distributiva durante el curso de los noventa también se verifica en la encuesta de empleo de la Universidad de Chile para Santiago, con deterioro desde 1996-97, luego de importantes mejoramientos en la primera parte de los años noventa; el deterioro desde antes de la recesión se explica en parte porque 1996-97 fueron años de auge desequilibrador (con el déficit externo más que duplicándose respecto del primer quinquenio de los noventa; véase cap. IX). A éste lo podemos interpretar como un auge no sostenible del gasto, con macroprecios fuera de línea, liderados por un volumen de ingresos de capitales insostenible. Estos capitales naturalmente llegan en fuerte proporción a sectores de altos ingresos, incluidos los “asalariados” en esos tramos; el *chorreo* nunca es progresivo. Es interesante que el auge (espectacularmente mayor) del gasto en 1980-

81 también estuvo asociado a un impacto regresivo sobre los ingresos (véase Larrañaga, 2001, gráficos 1 y 2). El deterioro en 1998-2000 responde al impacto regresivo de la brecha recesiva vigente en esos años.

Así, las mejoras distributivas se concentraron en los primeros años, cuando se realizaron las mencionadas *reformas a las reformas*; ellas le insertaron una dosis de equidad a la herencia neoliberal regresiva. En el segundo quinquenio las mejoras salariales se moderaron (un alza anual promedio de 3,1% en 1996-98 y 1,9% en 1999-2000 versus 4,9% en 1991-95), y el desempleo exhibió un deterioro ya en 1998, que se intensificó en 1999-2000<sup>15</sup>.

La principal variable explicativa de la insuficiencia de progreso sostenido estaría en el mercado del trabajo, donde la elevación del nivel de empleo y el aumento de las asignaciones públicas sería compensada por la desigualdad salarial que habría aumentado, principalmente asociada a las diferencias educacionales (Beyer, 1997; Bravo y Marinovic, 1998; Larrañaga, 2001).

Los gobiernos de la Concertación han impulsado políticas de largo plazo de “inversión en la gente”, con una importante reforma educacional. Sin embargo, la fuerza de las *reformas a las reformas* en los noventa ha sido débil, por tres razones. Por una parte, porque los principales proyectos de los dos primeros gobiernos democráticos enfrentaron oposición en el Senado; por ello debieron negociarse, lográndose al final reformas a medias (Cortázar y Vial, 1998; Ffrench-Davis, 1999, cap. VII). Segundo, porque la institucionalidad –capacidad instalada del Estado para liderar la acción contra la pobreza y la desigualdad– estaba deteriorada o desarticulada, como en el caso de la salud y la educación públicas. Tercero, porque se incurrió en contradicciones, como ser el retroceso en la política

15 En contraposición, hubo mejoras sustanciales en pensiones y salario mínimo en 1998-2000, recogiendo la creciente toma de conciencia del problema distributivo, pero también la expectativa frustrada de que la inversión y el PIB seguirían creciendo alrededor de 7% anual. El alza efectiva del PIB promedió 2,7% en el trienio y la tasa de inversión decreció 14% entre 1998 y 2000 (alrededor de 5 puntos del PIB), lo que dejó una huella regresiva persistente en el mercado laboral.

macroeconómica en 1996-97, el debilitamiento relativo en la regulación de los ingresos de capitales de corto plazo y la elevación del déficit externo. La sostenibilidad macroeconómica se deterioró desde 1996 (véase el capítulo IX); Chile se tornó así, nuevamente, más vulnerable, situación en que ha debido enfrentar la crisis asiática, con evidentes efectos regresivos sobre el empleo y la pobreza desde fines de 1998.

Finalmente, debe tenerse presente que los efectos de la inversión en la gente tardan en sentirse. Por ello, es interesante observar qué acontece con la distribución si a los ingresos monetarios se le imputan los servicios gratuitos que entrega el Estado y cuyo producto emerge a largo plazo.

Como se aprecia en el cuadro VIII.1, se ha producido un aumento sustancial en el gasto público per cápita entregado a través de la provisión de servicios como la educación y la salud, dirigidos esencialmente a los quintiles más pobres. La distribución del ingreso mejora considerablemente si se corrige por los aportes públicos, haciendo bajar la diferencia entre el quintil más rico y el más pobre desde 15,5 veces a 8,5 para la CASEN 98. Como el gasto social se elevó en los noventa y se procuró mejorar su focalización, su contribución a la reducción de la desigualdad se acentuó. Ello se constata en antecedentes elaborados por Bravo y Contreras (1999, cuadro 7); en 1990 la entrega pública de ingresos monetarios más bienes y servicios al quintil I representaba un complemento de 49% del ingreso factorial per capita, lo que se había elevado a 59% en 1994 y a 75% en 1996; estas cifras reflejan la importancia de la entrega gratuita de salud y educación. Una variable clave es que el mayor gasto social esté efectivamente asociado a un aumento del volumen de servicios y/o una mejor calidad de ellos, y no sólo a un mayor gasto<sup>16</sup>. De allí la necesi-

16 Es preciso tener en consideración el hecho que parte significativa del aumento del gasto social, en los noventa, correspondió a reajustes de las remuneraciones de profesores y personal del Sistema Nacional de Servicios de Salud. En 1990 las remuneraciones estaban extremadamente desalineadas con el mercado y bajo el mínimo requerido para un funcionamiento más eficiente. Desafortunadamente, luego del deterioro de la calidad de los servicios, asociada a la caída de las remuneraciones y del *status* social de la función, la recuperación de los ingresos no es seguida automáticamente por una recuperación de la calidad.

dad de exigencias efectivas de productividad y mejor servicio a los beneficiarios.

Al inicio de este capítulo y en el capítulo I señalábamos la insatisfacción con los desequilibrios macrosociales existentes hacia 1970. En la actualidad, aun cuando haya mejorado la distribución del ingreso en los noventa, los antecedentes disponibles indican que sería aun peor que en 1970. Esta es una base para la gran insatisfacción predominante, y para fortalecer la acción y su eficacia.

## **2. FACTORES QUE DETERMINAN LA POBREZA Y LA CONCENTRACIÓN**

### **a) El papel de las reformas**

Las reformas económicas aplicadas en Chile en los años setenta y ochenta tuvieron repercusiones notables en el campo social. El cambio de las condiciones estructurales, que significó un giro desde una economía con fuerte presencia estatal a una liderada por la libre acción de los mercados, implicó muchas alteraciones en la distribución del bienestar de la población. Por una parte, hubo fuertes efectos directos negativos sobre diversos indicadores sociales, producto del paso de un modelo que consideraba a la distribución del ingreso y lucha contra la pobreza como objetivos de primer orden, a uno que concentró sus metas en la neutralidad de sus políticas. Por otra, la aplicación extrema de los principios neoliberales y la omisión de consideraciones sobre la heterogeneidad de los agentes, la segmentación y fallas de los mercados, se tradujeron en costosos procesos de ajuste y severas recesiones, en un marco caracterizado por una escasa inversión productiva y un alto desempleo (véanse el cap. I; y Ffrench-Davis, 1999, cap. I). Así, estas políticas tuvieron un impacto negativo indirecto sobre una población desprotegida. Por esto, no son extraños el evidente empeoramiento de la distribución del ingreso y los altos niveles de pobreza que predominaron durante el gobierno de Pinochet.

Dentro del marco de reformas, una de las mayores transformaciones se ubicó en el campo fiscal. En 1975 se realizó un cambio del sistema tributario. La reforma impositiva incluyó la

eliminación de gravámenes sobre la riqueza y las ganancias de capital y una reducción substancial de la carga tributaria sobre las utilidades. Por otro lado, se adoptó un impuesto al valor agregado (IVA), suprimiéndose las exenciones existentes para los bienes de consumo básico<sup>17</sup>. El objetivo de estos cambios era reducir la carga impositiva y concentrarla en impuestos más “neutros y eficientes”, dejando en un segundo plano el criterio de progresividad.

El gasto público, como porcentaje del PIB, fue reducido en más de un cuarto con relación a fines de los sesenta, luego de haber crecido exageradamente en 1972-73. Hubo una dramática caída de la inversión pública, que disminuyó en más de la mitad como porcentaje del PIB entre 1970 y 1979. También cayó el apoyo público a actividades productivas privadas, en subsidios y provisión de infraestructura. El gasto social aumentó su participación dentro del gasto público total, aunque, como ya se documentó, en términos per cápita cayó: en 1981 era inferior a lo registrado en 1970, con una reducción de 8% en educación, 25% en salud y 30% en vivienda, todo medido en términos reales (Ffrench-Davis y Raczynski, 1990). La caída persistió hasta 1990.

También, a mediados de los setenta, se produjo la privatización de gran parte de los medios de producción poseídos por el Estado. El proceso fue conducido en medio de una recesión interna y tasas de interés internas extremadamente altas. Por este motivo, pocos grupos privados tuvieron acceso a su compra, en particular aquéllos con mayor disponibilidad de créditos externos, reforzándose así la concentración de la propiedad (véanse caps. II y V; y Dahse, 1979).

Ya hemos analizado en el capítulo V que las reformas del mercado financiero, lejos de fortalecer la inversión productiva,

---

17 Es indudable que el reemplazo de los impuestos progresivos por un IVA sin exenciones fue regresivo en sí, y además fue acompañado por caídas en el gasto social. Ello no desvirtúa la eficiencia y alto rendimiento del IVA y el hecho de que un alza de tasa destinada a aumentar el gasto social es nítidamente progresiva.

se caracterizaron por tasas de interés reales muy altas, gran actividad financiera, con débil contribución a la generación de nueva capacidad productiva y con un desplazamiento del ahorro interno por el externo. Los flujos crecientes de capitales financieros encaminaron a la economía por una senda de gasto insostenible que condujo a la intensa crisis de 1982. El estado debió intervenir el sistema financiero para evitar su colapso; el costo de los subsidios resultantes significó una redistribución de riqueza con un sesgo marcadamente regresivo, que estuvo asociado a la reducción del gasto social y de la inversión pública en los ochenta, y contribuyó a prolongar la profunda recesión de los años posteriores a la crisis (véase la sección 2c). Recuérdese que recién durante 1988 se recuperó el PIB por habitante de 1981.

La legislación laboral experimentó también grandes cambios que impactaron negativamente a los trabajadores: el nivel y la cobertura del salario mínimo fueron reducidos, se facilitó el despido de trabajadores junto con la eliminación de los juzgados del trabajo (restablecidos en 1986). Los sindicatos fueron suspendidos en septiembre de 1973; más tarde, en 1979, fueron autorizados nuevamente, pero con atribuciones limitadas que impedían la negociación colectiva con sindicatos de otras empresas, restringían los derechos de los líderes sindicales y estimulaban la segmentación de estos grupos (Campero y Valenzuela, 1981; Cortázar, 1983). Junto con la represión política y la depresión económica, la legislación fue efectiva en reducir el poder de las organizaciones sociales y sus posibilidades para defender sus derechos. Estos factores institucionales aparecen como una importante causa de la informalización y del deterioro de la distribución del ingreso que caracterizaron los años de la dictadura (Bravo y Marinovic, 1998).

En los inicios de los años ochenta, se pusieron en marcha profundas reformas en la arquitectura de la seguridad social, abarcando al sistema de salud y al de pensiones. Hubo dos reformas estructurales de gran significación. Ellas tuvieron un impacto fuerte sobre el presupuesto fiscal, con evidentes efectos distributivos en el momento de la activación de las reformas.

Los cambios estructurales en la salud culminaron en la conformación de un sistema dual, con una parte pública que actúa mediante un Fondo Nacional de Salud (FONASA), y una parte privada, conformada por una red de instituciones de salud previsual (ISAPRES) que compiten entre sí, funcionando como compañías aseguradoras.

La salud se financiaba, en parte importante, con un impuesto a las remuneraciones. La reforma implicó inicialmente que 11% de los beneficiarios se trasladase al nuevo sistema de ISAPRES con 48% del rendimiento de la cotización de salud (Titelman, 2001). Al margen de cuál sea la calidad de la reforma, ese impacto fue evidentemente una "focalización" regresiva, y estuvo asociada a la profundización de la crisis del sistema de salud pública. En efecto, dentro de los 4 quintiles más pobres prima, en cobertura, el sistema de salud público, mientras que sólo en el quintil más rico, las ISAPRES cubren una proporción mayor que el FONASA<sup>18</sup>.

Del mismo modo, en 1981 iniciaron su actividad las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) privadas, en lo que marcó el tránsito desde un sistema de reparto (que siguió existiendo para un grupo decreciente) a uno de capitalización individual. Hay diversas consecuencias distributivas. Por una parte, la reducción de jubilaciones prematuras (disponibles sólo para empleados más organizados) y la sujeción de pensiones altas a aportes previos también altos fueron claramente progresivas. Por otra parte, la reforma implicó una merma de los ingresos públicos, que a partir de 1981 pasaron a ser cotizados en las AFP. Como el sector público continuó con la responsabilidad de cubrir el financiamiento de las pensiones vigentes y de los que estaban por pensionarse en los años próximos, el déficit previsual

---

18 Otro punto relevante, en términos distributivos, es la discriminación de riesgo que se aplica en el sistema privado, en el sentido que la prima del seguro está relacionada con el riesgo de salud de la persona, lo que discrimina fuertemente contra la tercera edad, las mujeres jóvenes y, en general, los más necesitados de servicios de salud. Por ejemplo, es notable que si limitamos el análisis a los de 65 años o mayores, incluso en el quintil V el sector público atiende a la mayoría, un 56% (Titelman, 2001).



público se elevó desde 2% del PIB en 1980 a 7% en 1983-86. En un período recesivo, ello tensionó más las cuentas fiscales y contribuyó a la restricción del gasto social y a la desarticulación de la inversión en capital humano. Como se aprecia en el cuadro VIII.1, las caídas en el gasto social en educación y salud, entre 1980 (antes de las respectivas reformas) y 1987, fueron espectaculares. Con la reforma no se logró la captación de independientes o informales de menores ingresos. En tanto que 60% de la fuerza laboral cotizaba activamente en la seguridad social en 1974 (79% estaba afiliado), en 1988 ese porcentaje alcanzaba sólo a 55%; entre ambos años, la tasa había caído espectacularmente, situándose en 40% en 1982 (Arellano, 1989). Otra implicancia distributiva significativa es la concentración de poder en los dueños de AFP, quienes, al adquirir acciones con los fondos de los trabajadores, pasan a participar en la designación de los directorios de las empresas.

Por último, las reformas comerciales impulsadas desde mediados de los setenta, aparecen como un agente clave en la explicación de la evolución factorial del ingreso. Por una parte, significaron un gran impacto en la estructura productiva nacional (véase el capítulo III), lo que se tradujo en una apreciable disminución relativa (y muchas veces absoluta) del empleo en algunos sectores (particularmente intensa en la industria) acompañada de un dinamismo menor en los sectores en expansión (Valdés, 1992). El efecto fue reforzado por la apreciación cambiaria en 1979-82 y por el sesgo procíclico de las políticas macroeconómicas.

Con la apertura, se ha registrado un marcado aumento de la rentabilidad la educación superior que, como ya se señaló, afectó la distribución de los ingresos salariales premiando a la mano de obra calificada. Las fuerzas detrás de este cambio de precios relativos luego de las reformas, radican en un menor requerimiento de trabajadores no calificados, acelerado por la abrupta liberalización de importaciones junto a una baja tasa de inversión. Por otro lado, la creciente brecha salarial obedecería, parcialmente, a un contexto de creciente demanda por trabaja-

dores calificados, de naturaleza predominantemente exógena (originada en el sesgo del cambio tecnológico y transmitida por la creciente conexión comercial con el resto del mundo, que también exhibe mayor desigualdad salarial), y una composición inflexible de la oferta de trabajo<sup>19</sup>. Al mismo tiempo, la estructura productiva de los ochenta fue encabezada por un sector exportador intensivo en recursos naturales con baja contratación de trabajo no calificado, lo que mantuvo deprimida la demanda por este grupo, acentuando la desigual distribución salarial<sup>20</sup>.

Las condiciones de concentración de las oportunidades de inversión en capital humano, con sólo una minoría de la fuerza de trabajo que logra superar los 12 años de escolaridad (que es la cota que marca el quiebre en la rentabilidad de los años de escolaridad), un esfuerzo de capacitación laboral débil y un sistema de educación superior cuya regresividad se acentuó con la disminución de los aportes fiscales a las Universidades en los ochenta y la pérdida de importancia de los centros públicos en relación con los privados, han actuado como un mecanismo de reproducción intergeneracional de inequidades históricas.

## **b) Factores cruciales**

Las tendencias regresivas de los años ochenta no fueron exclusivas de Chile. En general, la distribución del ingreso se deterioró, los salarios reales decrecieron, y el nivel y calidad del empleo disminuyeron en América Latina. Algo similar sucedió en Esta-

---

19 La capacitación laboral puede contribuir significativamente a flexibilizar la oferta de trabajo. Hubo avances en este último campo durante los años noventa. El porcentaje de la fuerza de trabajo capacitada mediante la franquicia tributaria SENCE aumentó desde un 4% en 1990, a un 8% en 1998. Sin embargo, sólo un 20% de las empresas hacía uso pleno de este beneficio y la distribución de su gasto era notoriamente regresiva (Benavente y Crespi, 1998).

20 Chile, como los demás países de América Latina, posee ventajas comparativas en la producción de bienes intensivos en recursos naturales. Su aprovechamiento con medios poco intensivos en mano de obra, implicaría un empeoramiento en la distribución del ingreso, al contrario de lo que ocurriría en otros países en desarrollo concentrados en la elaboración de bienes intensivos en trabajo, como los asiáticos (Fischer, 1991).

dos Unidos y Gran Bretaña en ese decenio, donde el cociente entre el quintil más rico y el más pobre se elevó. En Estados Unidos, el ingreso familiar de los pobres se redujo, en tanto que el del 10% más rico mejoró significativamente en los años ochenta (Krugman, 1990).

La distribución del ingreso y la pobreza se definen, en una proporción decisiva, en el proceso productivo mismo<sup>21</sup>. De allí la gran importancia de operar una transformación productiva con equidad. Para ello, es esencial tener crecimiento. Es evidente que la disyuntiva no es entre crecimiento o equidad. No se trata sencillamente de escoger el crecimiento, pues no es fácil lograrlo y de manera sostenible. Chile sólo lo ha logrado en períodos excepcionales; uno de ellos corresponde a 1990-97. Por lo tanto, el punto neurálgico es identificar los determinantes del crecimiento, y en la actual etapa de desarrollo de Chile hay complementariedades claves entre fuentes del crecimiento y la equidad; entre los equilibrios macroeconómicos y los macro-sociales.

La generación de empleos productivos es el canal principal a través del cual se transmite el progreso económico y social. Esto depende de la oferta y la demanda, nos guste o no; pero ambas son afectadas por las políticas públicas.

Para que haya demanda, es imprescindible que la inversión productiva sea elevada; mucho más de lo que se invirtió durante el régimen neoliberal. Así se hace posible un mayor crecimiento con mayor generación de empleo y mejores remuneraciones. Detrás del hecho que las remuneraciones promedio de 1989 fueran todavía menores que en 1970, está la baja tasa de inversión registrada en los años setenta y ochenta. Del mismo modo, la elevada inversión observada entre 1992 y 1998 contribuye a ex-

---

21 La desigualdad está determinada también por un factor demográfico, como es el número de trabajadores por hogar. En tal sentido, la persistencia de mayores tasas de fecundidad en los sectores de menores recursos, y una relativa menor incorporación de la mujer de los estratos bajos al mercado laboral, refuerzan la tendencia regresiva en la distribución del ingreso.

plicar la mejora sostenida, aunque insuficiente, de las remuneraciones durante los dos gobiernos democráticos.

Pero no basta con la inversión física. Se requiere también aumentar el capital humano, invertir en la gente. Esto se torna aún más necesario en la actualidad, dada la dinámica de la innovación y el progreso tecnológico (aspecto que se discute luego en la subsección 2d). La inversión en la gente, en su calidad de factor productivo, es uno de los dos componentes del gasto social. Pero aún más importante es que los gastos de inversión en la gente —en particular, la educación y la salud— capacitan a las personas para insertarse mejor en el mercado y contribuyen a interrumpir la reproducción de la pobreza: hijos de pobres condenados a ser pobres. Mejor nutrición, más educación y de calidad creciente involucran *una oferta laboral más flexible*, que permite ajustarse más eficazmente a los requerimientos de la demanda, en un entorno de globalización.

El otro es el gasto permanente redistributivo, dirigido a compensar a los perdedores en la modernización y que no pueden reinsertarse en el mercado, o a los que ya terminaron su vida laboral y tienen pensiones muy bajas o simplemente no las tienen.

### c) Estabilidad, inversión y distribución

La estabilidad integral es un elemento esencial para la equidad del crecimiento económico. Si se examina lo que pasó con los salarios y el empleo en los períodos recesivos en el último cuarto de siglo, se observa que en todos ellos los ingresos laborales declinaron más que proporcionalmente y aumentó la informalidad. Dado que en los procesos de ajuste normalmente se produce este «sobreajuste» en los sectores de menores ingresos y entre los asalariados (con el consiguiente retroceso distributivo), es claro que se debe hacer un esfuerzo por remover los factores de inestabilidad e inseguridad (PNUD, 1998; Rodrik, 2001).

La definición de estabilidad es clave. La estabilidad de precios es muy importante pero sólo constituye un ingrediente de la estabilidad integral, basada principalmente en el comporta-

miento de la economía *real*. Esta estabilidad implica utilizar la capacidad productiva (PIB potencial), en un marco de precios macroeconómicos *correctos* (véase Ffrench-Davis, 1999, caps. I y VI).

Esta conclusión se refuerza cuando se observa el desempeño de la inversión, ya que la inestabilidad también representa un desincentivo para ella. Cuando se tienen firmas produciendo a marcha lenta y cuando hay tierras de cultivo subutilizadas, es obvio que se reducen los incentivos del mercado a invertir en la creación de nueva capacidad productiva (Ffrench-Davis y Reisen, 1998; Agosin, 1998). La evidencia empírica muestra que una de las tendencias habituales en los procesos de ajuste recesivo es que la inversión se contraiga: si la demanda agregada se está ajustando hacia abajo, hay capacidad instalada subutilizada; entonces, el inversionista potencial se pregunta ¿para qué seguir creando capacidad productiva? Puesto que la formación de capital no resulta prioritaria en una visión cortoplacista, habitualmente también se reduce la inversión pública y ello tiende a desalentar adicionalmente la inversión privada<sup>22</sup>.

Con ello se afecta negativamente el nexo entre el presente y el futuro; el vínculo se fortalece con el incremento de la inversión y de la productividad.

Hay dos conceptos de productividad. Uno se refiere a cuánto se incrementa o se reduce la producción de un determinado conjunto de recursos porque varía su tasa de utilización. Cuando en el curso de un ciclo económico el producto cae bruscamente en 14% —como ocurrió en Chile en 1982— lo que descende, en realidad, es la tasa de utilización de los recursos. En un contexto de inestabilidad, esta forma de medir la productividad indica que el mismo trabajo y el mismo capital existente pasan a pro-

---

22 Se suele producir, además, una manifiesta insuficiencia de la inversión de empresas pequeñas y medianas nacionales. La corrección de este desequilibrio es lenta, y ha sido dificultada por los procesos de ajuste recesivo, pues el alza de tasas de interés por sobre niveles "normales" y la restricción de la demanda interna las afectan más intensamente que a las empresas grandes, que son más diversificadas y que pueden conseguir financiamiento por otras vías.

ducir 14% menos que antes. Pero éstas son productividades que se recuperan reutilizando lo existente, cuando la etapa recesiva del ciclo es sucedida por la expansiva, aun cuando el volumen de recursos y la productividad potencial no registren cambios. El otro concepto de productividad alude a los esfuerzos de innovación, a una nueva combinación de recursos productivos y a mejoras en su calidad. Este segundo concepto de productividad es un determinante del crecimiento en el largo plazo. Es común que las investigaciones confundan estos dos conceptos (véanse artículos de diversos autores en Morandé y Vergara, 1997).

Las economías con grandes altibajos tienden a desincentivar la difusión de la innovación tecnológica, porque la inestabilidad genera grandes pérdidas y también grandes oportunidades de beneficio fácil. Son períodos en los cuales, en general, las ganancias se logran a costa de las pérdidas de otros (en un juego de suma negativa). Si un empresario tiene periódicamente la oportunidad de ganar 10 ó 20% del capital invertido en una operación de corto plazo, es obvio que estará menos preocupado de mejorar, por la vía de complejas innovaciones tecnológicas, la productividad de su empresa al ritmo de 2 ó de 3% por año. Durante los ciclos económicos fuertes se abren grandes oportunidades de generar ganancias desproporcionadas como resultado de cambios bruscos en precios relativos tanto de productos como de activos, sin necesidad de un esfuerzo de innovación empresarial enfocada hacia el largo plazo. Ocurre, entonces, que la inestabilidad de los procesos cíclicos favorece la despreocupación por la productividad de mediano y largo plazo: ¿para qué preocuparse constantemente de ir mejorando la calidad de lo que se produce, la forma en que se produce, el diseño de los productos y nuevas líneas de producción, si están abiertas estas otras oportunidades?

Evidentemente, la inestabilidad crea ambientes más propicios a la inversión especulativa que a la innovación tecnológica y a la inversión productiva.

En contextos de alta inestabilidad, como los vividos por Chile durante los años setenta y ochenta, tienden a darse otros dos fenómenos cuya repercusión sobre el conjunto de la socie-

dad es negativo. Por un lado, como hemos observado prácticamente en toda América Latina, se producen reducciones en el gasto social. En las inflexiones cíclicas, el gasto social por habitante del sector público, en educación, en salud y en vivienda, ha tendido a «sobreajustarse», es decir, a caer proporcionalmente más que el PIB, aunque las necesidades aumentan durante los períodos de ajuste recesivo (CEPAL, 2000).

En segundo lugar, en estas situaciones de inestabilidad, tienden a producirse focos de pérdida en sectores productivos o financieros, y emerge la inclinación a generar subsidios del sector público para el sostenimiento de estos sectores. Tenemos a la mano el caso de la banca chilena, discutido más arriba, con un costo fiscal de 35% del PIB de un año (Sanhueza, 1999). Por lo tanto, en el curso de algunos años, el equivalente a un tercio de la producción anual (o el equivalente a una década del presupuesto público en educación) se transfirió de unos sectores a otros para enfrentar esta crisis bancaria. La magnitud de los problemas que presentaba la banca explica la necesidad de actuar; pero de ningún modo valida las políticas que gestaron esa crisis. Del mismo modo, no cabe duda de que esas transferencias tan cuantiosas pudieron hacerse con un impacto distributivo muy distinto. La mayor parte de las grandes transferencias de riqueza que se produjeron en los setenta y ochenta sólo fue posible en un contexto de alta inestabilidad, reforzada por la arbitrariedad e ideologismo del régimen autoritario.

#### **d) La innovación tecnológica**

Las últimas dos décadas han sido de gran innovación tecnológica en el mundo, especialmente notable en ámbitos como las comunicaciones, la informática y la electrónica. Indudablemente, estas innovaciones han permitido aumentar la productividad. ¿Qué ha pasado en los últimos años con el crecimiento mundial? Paradójicamente, el mundo está creciendo con más lentitud. La tasa de expansión promedio ha bajado de 4% anual en 1965-80 a 3% en 1980-2000; el buen desempeño mundial del 2000 (entre 4 y 5%) fue más bien excepcional, y no la nueva llanura.

Esto, de ninguna manera significa que el progreso tecnológico no haya sido funcional al crecimiento, sino que los factores productivos (capital, trabajo, tecnología) no se pueden combinar en forma arbitraria. Hay requisitos de calidad y proporción. Por otra parte, la innovación tecnológica no se puede incorporar en forma significativa por sí sola. Mucho de ella es «tecnología incorporada» en los equipos y maquinarias y en la capacidad de la gente. Entonces se necesita una mayor inversión productiva, física y humana, para incorporar el desarrollo tecnológico y mejorar así la productividad total de factores del país.

Por otro lado, una elevada tasa de progreso técnico requiere de una mano de obra flexible y crecientemente calificada para evitar un «desempleo tecnológico» excesivo, donde la dinámica de los procesos innovativos desplaza a los trabajadores que no pueden adaptarse a las exigencias de las nuevas tecnologías. Para contrapesar la creciente brecha salarial es indispensable aumentar la inversión física y en la gente. Una alta inversión puede compensar los efectos de las tecnologías ahorradoras de mano de obra y facilitar los procesos de reestructuración. Otro aspecto crucial es la recalificación de la mano de obra y un mayor entrenamiento de los trabajadores durante toda su vida laboral. De allí la importancia de la reforma educacional, y también de redoblar los esfuerzos de capacitación laboral.

Sin embargo, la tendencia mundial reciente es de reducción de la inversión y el ahorro (Schmidt-Hebbel y Servén, 1999). Este fenómeno está muy relacionado con la naturaleza de las innovaciones en los mercados de capitales, que han aumentado de manera vertiginosa la velocidad con que los capitales especulativos pueden trasladarse de un país a otro; ello provoca un deterioro de la eficacia de las políticas macroeconómicas, con fuerte inestabilidad cambiaria, de tasas de interés y de actividad económica.

Así, se observa una tendencia declinante en la inversión productiva mundial, junto con un aumento espectacular de los flujos de capitales internacionales. La contradicción se debe a que una proporción mayoritaria de estos recursos no se vincula



a la inversión productiva, sino que tiene un carácter meramente especulativo. Estos movimientos son guiados por las expectativas sobre diferencias en las tasas de interés, los tipos de cambio y las cotizaciones de bolsa de los distintos países. Hay demasiados agentes dedicados a realizar ganancias de capital, y no de productividad. Esta sería una de las causas del debilitamiento de la inversión productiva y del crecimiento económico.

### 3. REFLEXIONES FINALES

Las tendencias marcadamente regresivas de los quinquenios anteriores a 1990, tendieron a revertirse desde ese año en Chile, con las políticas implementadas deliberadamente por los dos gobiernos democráticos. Sin embargo, aunque se ha avanzado notablemente en la reducción de la pobreza e indigencia, luego de un progreso al inicio de los noventa, se observa un estancamiento en la distribución del ingreso, lo que plantea grandes desafíos para las autoridades.

La reforma tributaria de 1990 permitió financiar un aumento del gasto social, e iniciar el largo proceso de recuperar y elevar la calidad de la educación y la salud. La reforma laboral facilitó el fortalecimiento de las organizaciones sindicales y la autodefensa de los trabajadores. No obstante, hay que recordar que ambas reformas fueron menores que lo previsto por el gobierno democrático, aunque se pudo avanzar en la dirección deseada.

Las mejoras del salario mínimo y de las asignaciones familiares, a comienzos de los noventa, beneficiaron directamente a los chilenos del quintil más pobre. Lo mismo sucedió con innovativos programas focalizados, tales como escuelas básicas de zonas pobres y capacitación laboral de jóvenes (Raczynski, 1995).

Existe una evidencia abrumadora en el sentido de que los equilibrios macroeconómicos tienen una importancia crucial para el éxito de cualquier estrategia de desarrollo. El costo de perder esos equilibrios es muy elevado. Aparte de que producen la re-

versión de los éxitos iniciales que se puedan lograr en crecimiento y equidad, la experiencia muestra que también se producen pérdidas políticas muy costosas para los gobiernos que caen en las tentaciones populistas sean éstos de izquierda o derecha. Las formas de alcanzar equilibrios macroeconómicos pueden ser muy diversas (Ffrench-Davis, 1999, cap. VI; Ramos, 1991): pueden ser concentradoras o desconcentradoras; más cíclicas o más estables. Depende, entre otras cosas, del peso relativo que se le otorgue a distintas variables, tales como la composición del gasto e ingreso públicos, la institucionalidad financiera y los flujos de capitales, la política cambiaria, y diversas iniciativas públicas que contribuyan a la capacidad y organización de los sectores de menores ingresos. En esto reside una diferencia entre un gobierno para una minoría o uno al servicio de la mayoría.

Entre 1990 y 1995 se concretó un cambio significativo de la política macroeconómica. Así, se evitaron grandes desequilibrios como los de 1975 y 1982-83. Por ejemplo, si se hubiese mantenido un enfoque neoliberal en la cuenta de capitales, Chile habría tenido una política pasiva frente a los ingresos de flujos especulativos, al estilo de la que aplicaron Argentina y México. En ese caso, en 1995 nuevamente habría sufrido una aguda recesión y un marcado retroceso distributivo, como sucedió en esos dos países<sup>23</sup>. Sin embargo, Chile aplicó regulaciones bastante eficientes sobre los flujos financieros de corto plazo, gracias a los cuales el «efecto Tequila» llegó diluido a Chile.

Como se expone en el capítulo IX, luego de 1995 se permitió una apreciación excesiva del peso y un aumento del déficit en cuenta corriente en 1996-97. ¿Por qué se produjo tal retroceso? Chile salió inmune de la crisis de México y Argentina en 1995 lo que reforzó su imagen de fortaleza, sin entenderse que ello se debió, en forma determinante, al cambio profundo en el manejo macroeconómico en el primer quinquenio de los noventa; un instrumento evidentemente clave fue el encaje para desalentar los flujos de capitales de corto plazo y especulativos. Por

23 Por ejemplo, en México, los salarios reales eran aún en el 2000 en promedio, 15% menores que en 1994.

otra parte, proliferó en los medios financieros internacionales la idea, también peligrosamente errónea, de que las crisis perdían vigencia en el mundo.

Por último, metas de reducción persistente de la inflación ganaron preeminencia sobre los otros objetivos de la política económica nacional; el atraso cambiario –una revaluación real de 16% entre el promedio de 1995 y octubre de 1997– contribuyó fuertemente a la reducción de la inflación, de 8,2% en 1995 a 6,0% en 1997 (y a 1,9% en el IPM, que es más intenso en transables). Más que una política deliberada, consistió en una actitud más pasiva frente al auge de flujo de capitales hacia Chile y su impacto sobre el tipo de cambio observado en ese bienio (véase el cap. IX). Estos desequilibrios registrados en 1996-97 hicieron más vulnerable a Chile ante la crisis asiática de 1998. Ante el proceso de ajuste generalizado de la economía, nuevamente, no obstante el esfuerzo gubernamental de persistir en el incremento del gasto social, fueron los sectores medios y los de menores recursos los más perjudicados. El resultado fue un aumento del desempleo, un estancamiento en la reducción de la pobreza y un empeoramiento en la distribución del ingreso durante 1998-2001.

Información reciente sobre la distribución de ingreso per cápita por hogares (Larrañaga, 2001) muestra un empeoramiento en 1999-2001 (GINI de 55,3) con respecto a 1991-98 (GINI de 52,5), siendo, sin embargo, todavía menos desigual que en el período 1987-90 (GINI de 57,0).

La mejora distributiva estructural es una tarea de largo plazo, que fue asumida, aunque con contradicciones, luego del retorno a la democracia. Pero estamos al comienzo de la tarea. Se precisa, entre otros aspectos macro y mesoeconómicos:

- i) Perfeccionar el manejo macroeconómico activo, para disminuir la vulnerabilidad de la economía ante los shocks externos, cuyos efectos son siempre regresivos: frente a la siguiente reanudación de flujos, reactivar y perfeccionar la regulación de los flujos de capitales; reconstruir una po-

lítica cambiaria activa que establezca las señales para el sector exportador, evitando los dos extremos de tipo de cambio fijo o totalmente libre; y establecer una política fiscal sistemáticamente anticíclica.

- ii) Seguir reduciendo filtraciones (elusiones) legales y las evasiones ilegales que atentan contra la equidad tributaria.
- iii) Implementar sistemáticamente la reforma educacional, mejorando y homogeneizando su calidad, perfeccionando programas y a los docentes, con el correspondiente financiamiento.
- iv) Dar un gran salto en la cantidad, funcionalidad y eficiencia de la capacitación laboral, avanzando así en la flexibilización y adaptabilidad de la oferta de los trabajadores.
- v) Elevar significativamente las oportunidades de acceso de la PYME al financiamiento interno de largo plazo, a la tecnología, a la capacitación empresarial y laboral, a mercados internos más estables, y a mercados externos más accesibles.
- vi) Reforzar el dinamismo de las exportaciones no tradicionales, con mayor valor agregado. La consolidación de los procesos de integración latinoamericana, una política cambiaria activa, capacitación laboral y fomento productivo de las PYMEs son ingredientes esenciales para el reimpulso exportador y su vinculación más estrecha con el desarrollo nacional.

## CAPÍTULO IX

### LA REGULACIÓN DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL Y EL ENCAJE\*

Hacia fines de los años ochenta, las entradas de capital privado comenzaron a retornar a América Latina (véanse Calvo, *et al.* 1993; Ffrench-Davis y Griffith-Jones, 1995; y Ocampo, 1994). Chile fue uno de los primeros países en atraer los nuevos flujos de capital extranjero, y uno de los que enfrentó la oferta más cuantiosa en relación con su tamaño. No cabe duda de que la reanudación de los flujos de capital, interrumpidos en los años ochenta, tuvo efectos positivos. Con ello se disminuyó la restricción dominante de divisas que afectó a la mayoría de los países durante la crisis de la deuda. Sin embargo, tanto la gran magnitud de las nuevas entradas de capital como su composición, propensa a la volatilidad, han causado problemas ante los cuales los países receptores han estado mal preparados.

En primer lugar, para que contribuyan al desarrollo de largo plazo, las entradas de capital deben conducir a un aumento significativo de la tasa de inversión, algo que, con la excepción de Chile, no ha ocurrido en la mayoría de los países de la región. Las autoridades chilenas sostienen que entre las razones que explican el mayor éxito obtenido en encauzar el capital extranjero hacia la inversión están las medidas para desalentar los flujos de corto plazo y la gran participación de la inversión extranjera directa (IED) en las entradas de capital. La experiencia chilena sugiere, en efecto,

---

\* Basado en Agosin y Ffrench-Davis (2001). Agradecemos las observaciones de Stephany Griffith-Jones, Manuel Montes, Stephen Fidler, Cristián Ossa y otros participantes en seminarios en la Universidad de Sussex, Ministerio de Hacienda de Francia, y las Naciones Unidas en Helsinki (WIDER), Nueva York (DESA) y Santiago (CEPAL).

que cuando las entradas de capital adoptan la forma de IED, hay una mayor probabilidad de que la tasa de inversión se eleve, que cuando el capital extranjero llega en formas más líquidas o de corto plazo.

En segundo lugar, las entradas masivas plantean dilemas difíciles para las autoridades. Sin una intervención en los mercados de divisas y en ausencia de regulaciones sobre las entradas de capital, el tipo de cambio real se apreciará, lo que sería inconveniente desde el punto de vista de otros objetivos importantes; por ejemplo, fomentar el crecimiento y la diversificación de las exportaciones, lograr tasas de inversión interna elevadas, o cumplir metas respecto al déficit en cuenta corriente que sean consistentes con un volumen sostenible de entradas de capital. Por otra parte, la intervención en los mercados de divisas tiende a expandir la oferta monetaria interna y aumenta las dificultades para controlar la inflación.

Tercero, una proporción importante de los flujos recientes a los mercados emergentes ha consistido en capital líquido o de corto plazo. Ha habido dos componentes de las entradas de capital que tienen un carácter claramente cortoplacista, los créditos y depósitos a corto plazo, por una parte, y los flujos de cartera, por otra. En general, no se piensa en los flujos de cartera como capital de corto plazo, pero en la práctica lo son. Las inversiones de cartera pueden liquidarse prácticamente de inmediato y, por tanto, tienen plazos tan breves como el endeudamiento de corto plazo. Lo característico es que los inversionistas de cartera operen con información imperfecta, busquen la rápida apreciación del capital, y sean propensos a los efectos del contagio, ya sea en tomar posiciones o en liquidarlas. Esto ha quedado claramente de manifiesto en las crisis financieras que han golpeado primero a México (diciembre de 1994) y más recientemente a las economías asiáticas (desde mediados de 1997) y a América Latina desde 1998. En ambos casos, la crisis original se extendió a otros países considerados como «mercados emergentes», a medida que los inversionistas perdían la confianza no sólo en la economía donde se había iniciado la crisis, sino también en las de otros países en desarrollo que habían recibido flujos financieros masivos. En

consecuencia, las grandes entradas de cartera fueron seguidas de grandes salidas, con violentos retrocesos de las apreciaciones iniciales de los tipos de cambio y de las cotizaciones bursátiles<sup>1</sup>.

Durante el auge de los capitales externos de los años setenta, Chile mantuvo una cuenta de capitales relativamente abierta, en especial frente a los ingresos de fondos. En cambio, las políticas de los años noventa representan un paso importante hacia un mayor pragmatismo. En síntesis, la respuesta de las políticas ante la oferta masiva de capital extranjero en los años noventa puede describirse como una tentativa de desalentar las entradas de corto plazo y mantener a la vez la apertura hacia las entradas de largo plazo. En particular, las políticas estuvieron dirigidas a incrementar el costo de las entradas de corto plazo mediante encajes no remunerados. Se trata de un instrumento que opera a través del mercado, modificando costos relativos. Las autoridades recurrieron también a la intervención esterilizadora para atenuar la apreciación del tipo de cambio real, frente a los flujos que superan la barrera de encaje, y los efectos monetarios de las operaciones cambiarias. Con el conjunto de instrumentos, se buscó proteger una estrategia de desarrollo cuyos elementos principales son el crecimiento y la diversificación de las exportaciones. En paralelo, el presupuesto fiscal permaneció superavitario y la supervisión prudencial se hizo más estricta.

Las políticas fueron eficaces para lograr sus objetivos durante gran parte de los años noventa. Sin embargo, en 1996-97 esta combinación de políticas y la intensidad con que se aplicaban permanecieron invariables, pese a una nueva afluencia masiva de capitales a la mayoría de los países de la región. Esta afluencia debería haber sido objeto de mayores restricciones.

---

1 Se ha observado que los nacionales de los países involucrados se comportan de forma similar que los inversionistas de cartera extranjeros cuando se les permite hacerlo. De hecho, la causa fundamental de la volatilidad del tipo de cambio y del precio de los activos parece ser la apertura de la cuenta de capitales y la facilidad para hacerse y deshacerse de activos denominados en moneda extranjera, y no sólo el comportamiento de los inversionistas extranjeros.

Como consecuencia de esta insuficiencia de las medidas ante el abundante ingreso de capitales durante el período 1996-97, y pese a la manifiesta intervención en los mercados de divisas, el Banco Central no pudo impedir una significativa apreciación cambiaria y el aumento peligroso del déficit en cuenta corriente. Por cierto, que esto debería haberse contrarrestado con un encaje más elevado u otras medidas equivalentes. No obstante, como paliativo, los beneficios de la regulación activa implementada en los años anteriores, habían dejado cuantiosas reservas internacionales, un saldo reducido de pasivos externos y una composición menos volátil.

Durante 1998 y 1999 se hicieron sentir los efectos contagiosos de la crisis asiática. Las grandes entradas de capital financiero que habían tenido lugar en 1996-97 cedieron el paso a las salidas de capital, el tipo de cambio nominal comenzó a depreciarse y las reservas internacionales cayeron fuertemente con el consiguiente impacto contractivo en la liquidez interna. Por primera vez en la década, en 1999 la economía exhibió una brecha significativa entre el PIB efectivo y el potencial. Como resultado, la tasa de inversión cayó abruptamente y el desempleo aumentó considerablemente. Ambas variables reflejaban el impacto recesivo aún en el 2001. Evidentemente, la magnitud de este ajuste recesivo está parcialmente vinculado al auge de 1996-97, y a la pasividad en el 2000 y 2001 para corregir ese desequilibrio de la macroeconomía real.

Por tanto, hay que reconsiderar las opciones de política para seguir mejorando la gestión de los flujos financieros y la política cambiaria en el futuro, a fin de desalentar un ingreso exagerado de ellos y proteger la economía de una volatilidad excesiva del tipo de cambio. Emerge así la necesidad de aplicar activamente un conjunto amplio e integral de políticas, con flexibilidad, que compense la intensidad de las entradas masivas.

El presente capítulo estudia el fenómeno de la entrada masiva de capitales a Chile en los años noventa, los criterios de políticas empleados para encararla y sus efectos sobre la economía nacional. En la sección 1 se describen las dimensiones y composi-



ción de las entradas de capital. En la sección 2 se examinan los criterios utilizados para hacer frente a las entradas excesivas; en la sección 3 se analizan los impactos macroeconómicos, mientras que en la sección 4 se extraen algunas lecciones de política.

## 1. ENTRADAS RECIENTES DE CAPITAL: MAGNITUDES Y COMPOSICIÓN

A partir de 1990, el retorno al régimen democrático coincide aproximadamente con el episodio de abundancia de capital extranjero hacia las economías emergentes, y la adopción en Chile de un conjunto de políticas macroeconómicas activas; en particular, la política se orientó a la regulación de los flujos de capitales. Durante este período, la capacidad productiva se expandió con vigor y la actividad económica estuvo cercana al pleno uso de su capacidad hasta 1998. Esto ha sido determinante de una elevada tasa de formación de capital, en un círculo virtuoso.

Los datos revelan que las entradas de capital, expresadas como proporción del PIB, fueron mucho más cuantiosas en el período 1990-98 que en los años sesenta y, sorprendentemente,

**Cuadro IX.1**  
**Entradas netas de capitales y déficit en cuenta corriente, 1960-2000**  
(porcentajes del PIB)

	Entradas netas de capital		Déficit en cuenta corriente
	Precios corrientes	Precios constantes de 1986 <sup>a</sup>	Precios corrientes
1960-70	2,6	4,3	2,5
1971-73	1,2	2,1	2,9
1974-81	7,5	11,6	5,7
1982-89	5,5	6,4	6,2
1990-95	6,9	6,9	2,5
1996-97	8,0	9,2	5,7
1998-2000	1,2	1,3	2,4

Fuente: Banco Central de Chile, *Balanza de pagos y Cuentas nacionales*.

<sup>a</sup> La serie en dólares corrientes se deflactó por el índice de precios externos para la economía chilena. En cuanto al denominador, el PIB a precios constantes de 1986 fue transformado a dólares de 1986, usando el tipo de cambio observado promedio de ese año.

sólo algo mayores que durante la crisis de la deuda (1982-89). Sin embargo, debe tenerse en cuenta que el PIB chileno es ahora mucho más elevado (en términos de dólares) que en períodos anteriores. En consecuencia, en términos absolutos, las entradas de capital son de una magnitud mucho mayor. Es más, en 1997, las entradas totales se dispararon, llegando a niveles mucho mayores que a comienzos de la década y que representaban 10% del PIB (en precios de 1986).

A mediados de los años ochenta, y pese a la crisis de la deuda, las entradas de capitales eran relativamente voluminosas, tanto en términos nominales como en proporción del PIB<sup>2</sup>. Ello se debió a que la desaparición de los préstamos bancarios voluntarios se compensó en parte con el apoyo substancial de las instituciones financieras multilaterales (véase el cap. VI). De esta forma, los flujos públicos pasaron a ser la forma principal de recursos financieros internacionales disponibles para la economía chilena durante los años ochenta.

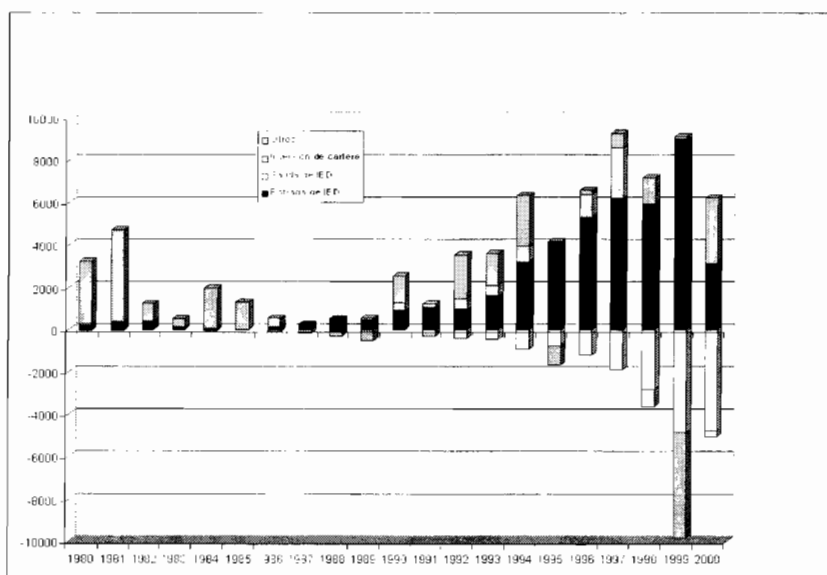
El capital privado extranjero empezó a retornar a Chile en 1986, vinculado al comienzo casi exclusivamente con el programa de capitalización de la deuda iniciado en el segundo semestre de 1985. Recién en 1989 otros flujos privados cobraron importancia (véase el gráfico IX.1). En parte, debido al considerable subsidio al tipo de cambio implícito en el régimen de capitalización de deuda que logró atraer volúmenes importantes de inversión extranjera (véase el cap. VII). En 1991 los inversionistas extranjeros dejaron de emplear el programa de conversión, sobre todo porque, dado el aumento del precio internacional de la deuda chilena, ya no resultaba rentable invertir en él. Sin embargo, la IED no vinculada con los programas de conversión siguió creciendo. Durante los noventa, la IED ha representado una proporción ampliamente mayoritaria de las entradas de capital a Chile.

---

2 Esto refleja en parte los efectos de la propia crisis de la deuda, que condujo a las espectaculares devaluaciones reales del período 1982-85, con la caída consiguiente del valor en dólares del PIB chileno. Entre 1981 y 1985 el PIB en dólares corrientes cayó de US\$ 32.600 a US\$ 16.000 millones.

La oferta de créditos privados de corto plazo figuró también en forma destacada en la racha de capital de los noventa, aunque en una escala mucho menor que la IED. Para que se produzca la entrada de capitales por arbitraje de tasas de interés, la tasa de interés interna tiene que sobrepasar la tasa internacional por un margen que sea más que suficiente para compensar la depreciación esperada del tipo de cambio y la prima por riesgo país. Estas condiciones han prevalecido en Chile desde fines de los años ochenta. Por una parte, en 1992 y 1993 las tasas de interés internacionales, en dólares, llegaron a su nivel más bajo en treinta años, y, aunque se han elevado desde entonces, han seguido siendo moderadas y son todavía muy inferiores a lo que eran en los años ochenta. Por otra, Chile es un país aún con escasez de capital productivo. Su stock es el de una economía de US\$ 5.000 por habitante apenas. Naturalmente esa escasez está asociada a una remuneración o precio mayor. Por ello, la tasa de interés, también natural-

**Gráfico IX.1**  
**Composición del flujo de capitales, 1980-2000**  
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile. La cifra de IED desde el exterior no contempla los programas de conversión de deuda, e incluye los créditos asociados netos.

mente, debe tender a ser superior a la de las economías ya desarrolladas. La política monetaria, entonces, para que sea consistente con equilibrios macroeconómicos sostenibles, debe mantener tasas de interés real superiores a las internacionales. Al diferencial "estructural" de tasas, se agregó un ajuste en marcha en 1990, que descansó unilateralmente en un alza sustancial de la tasa de interés (véase Ffrench-Davis, 1999, cap. VII).

Los otros dos requisitos para el arbitraje de tasas de interés también han sido favorables para las entradas de capital. Chile acumuló una devaluación real de 130% entre mediados de 1982 y 1988. A medida que Chile comenzó a emerger de la crisis de la deuda, las expectativas sobre el tipo de cambio real pasaron de la depreciación a la apreciación. El mejoramiento de los términos de intercambio contribuyó también al cambio de expectativas. Es más, las expectativas de apreciación del tipo de cambio, debido a la entrada misma de capitales y a una mejor posición en cuenta corriente, hicieron que la operación de ida y vuelta de corto plazo pareciera muy lucrativa. Asimismo, tal como en otros países de la región, hubo un descenso de la prima por riesgo país. Las entradas privadas de corto plazo fueron muy importantes hasta 1992, luego de lo cual comenzaron a decaer como consecuencia de las medidas adoptadas para frenarlas.

Las entradas de cartera han asumido dos formas: las inversiones mediante fondos mutuos establecidos en los grandes mercados internacionales de capital (los llamados FICE, o fondos de inversión de capital extranjero) y la emisión de *American Depositary Receipts* (ADRs) por grandes empresas chilenas. Los ADRs son un mecanismo mediante el cual las empresas extranjeras emiten nuevas acciones en los mercados bursátiles estadounidenses. La emisión "primaria" de ADRs representa una atractiva oportunidad para expandir el capital de las empresas a un costo relativamente bajo, puesto que los costos de capital en los mercados internacionales naturalmente tienden a ser menores que en el mercado financiero de Chile. La manía de los últimos años por los «mercados emergentes» en los mercados de valores internacionales significó una reducción espectacular del riesgo país percibido. El mer-

cado accionario interno relativamente desarrollado de Chile, más el uso creciente de los ADRs para colocar acciones en los mercados de valores estadounidenses, hicieron que los títulos chilenos fueran el candidato preferido de los inversionistas que buscaban vehículos financieros nuevos y más exóticos.

También existe lo que se conoce como la emisión «secundaria» de ADRs mediante la compra por extranjeros de las acciones disponibles en el mercado chileno y su conversión ulterior en ADRs (véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995). Esta operación no constituye un aumento de capital de la empresa emisora, sino sólo un cambio de propiedad de nacionales a extranjeros. En un momento en que hay una superabundancia de divisas e importantes presiones a la baja sobre el tipo de cambio, puede resultar conveniente desalentarlas. Estos cambios de propiedad exponen a la economía a un grado adicional de incertidumbre y volatilidad, puesto que cuando cambia el ánimo de los inversionistas extranjeros, ellos pueden revertir fácilmente la operación y reconvertir sus ADRs en las acciones subyacentes para venderlas en el mercado bursátil interno<sup>3</sup>. Estos flujos han jugado un papel evidentemente desestabilizador. Inflaron la bolsa en 1994, en 1997 y la deprimieron en 1995 y 1998, operando en forma procíclica.

Las crisis mexicana y de Asia oriental son ilustrativas de los peligros de desestabilización financiera. En el caso de México, según destacan Sachs, Tornell y Velasco (1996), las fallas de la política interna, en particular el gran aumento del crédito interno debido a un sistema financiero interno mal regulado, fueron factores importantes. Sin embargo, el auge del crédito interno fue desencadenado, en ambas crisis, por grandes entradas de capital. Se reco-

---

3 Se ha sostenido que los extranjeros que se vuelven pesimistas respecto a un país venden sus ADRs en el mercado de valores estadounidense y que, por lo tanto, no habría impacto sobre los mercados de valores y cambiario nacionales. Sin embargo, este argumento desconoce el hecho que la emisión de ADRs implica que los precios de los valores en los mercados nacionales y estadounidenses deben tender a la igualdad mediante arbitraje. Esto es de hecho lo que ha ocurrido: los movimientos de los precios de las acciones de las empresas chilenas que han emitido ADRs en las bolsas estadounidenses están muy correlacionados con los de la Bolsa de Santiago.

noce cada vez más que el comportamiento en manada desplegado por los inversionistas de cartera extranjeros es un elemento esencial de la crisis (Calvo y Mendoza, 1996; Griffith-Jones, 1998). Puesto que los activos de las empresas de un determinado país en desarrollo son normalmente una proporción muy pequeña de las carteras de los inversionistas internacionales, no valdría la pena darse el trabajo de obtener información que es muy costosa. Por lo tanto, éstos tienden a guiarse por «señales». La señal positiva, a fines de los años ochenta, era que México estaba emprendiendo reformas orientadas al mercado (e ingresando al TLC norteamericano) lo que, a juicio de los bancos internacionales, elevaría la rentabilidad de los activos de las corporaciones mexicanas. En el caso de México, la «señal» para una reversión de la entrada de capital financiero fue la percepción de que los déficit en cuenta corriente se habían vuelto «insostenibles» y que el tipo de cambio se había apreciado «excesivamente». Por cierto, los grandes déficit en cuenta corriente y los precios macroeconómicos atípicos o desalineados, en particular un tipo de cambio que se apreciaba, habían sido principalmente la consecuencia del comportamiento exógeno (y colectivo) de los inversionistas extranjeros.

En suma, de lo que se trata es que un componente considerable de las entradas de capital, sobre todo capital de cartera, no sólo es volátil sino también exógeno en gran medida, desde el punto de vista del país receptor. Incluso el crédito de corto plazo posee un ingrediente exógeno, puesto que la llamada prima por riesgo país tiene un gran componente subjetivo. Por tanto, aunque resulte paradójico, un país exitoso puede ver cómo sus «fundamentos» como el déficit en cuenta corriente, el tipo de cambio, el ahorro interno y la cartera bancaria se deterioran debido a una gran avalancha de capitales (véase Ffrench-Davis, 1999, cap. X).

Desde un punto de vista teórico, tenemos aquí la posibilidad de equilibrios múltiples: un tipo de cambio apreciado con grandes entradas de capital; y un tipo de cambio depreciado con salidas de capital. Además, hay una dinámica involucrada: las entradas de capital aprecian el tipo de cambio real, y este proceso, si es gradual, fomenta nuevas entradas. Esto puede continuar por varios años, como ocurrió en 1976-81, en 1990-94 y en 1996-97 en

muchos países de América Latina. Después de un tiempo, cuando con los déficit en cuenta corriente se han acumulado elevados pasivos externos y una revaluación real significativa, la tendencia a la apreciación es reemplazada por expectativas de depreciación, lo que a su vez tiende a conducir luego a una reversión de la dirección de los flujos. Esto sustenta la necesidad de contar con políticas que reduzcan los componentes más volátiles de las entradas de capital; y demuestra que los «fundamentos» no son independientes de las políticas aplicables sobre las entradas de capital. Es más, algunos equilibrios son más «convenientes» que otros, en términos de los efectos sobre el crecimiento y su sustentabilidad.

Mientras que los flujos privados aumentaron, la deuda pública externa se redujo. Durante 1989-91, hubo salidas netas principalmente causadas por las operaciones con deuda pública involucrada en la conversión de deudas. Posteriormente, la reducción de deuda pública correspondió en su mayoría a prepagos. Estos fueron particularmente cuantiosos a contar de 1995. Los prepagos se realizaron para aligerar la gran acumulación de reservas internacionales por el Banco Central, reducir costos financieros netos, y con ello mitigar las presiones revaloratorias en los mercados de divisas y mejorar el balance del Banco.

Desde 1991, varias grandes empresas chilenas han realizado inversiones directas en el exterior. Las destinaciones son principalmente los países vecinos. Las inversiones más considerables han sido en la generación y distribución de electricidad (la mayoría en empresas privatizadas recientemente, primero en Argentina y luego en otros países latinoamericanos), pero otros sectores como la industria ligera y la venta al detalle también están representados (Calderón y Griffith-Jones, 1995). En 1996, en una expansión persistente desde 1991, exhibieron un flujo hacia el exterior equivalente a 1,7% del PIB<sup>4</sup>. Un salto notable en 1997-99 lo comentamos más adelante.

---

4 Los datos según la balanza de pagos subestiman la magnitud de estas inversiones, porque gran parte de ellas son financiadas con fondos obtenidos en mercados de capitales internacionales y que jamás ingresan al país. Una situación similar se presentó con las inversiones de empresas coreanas en sus vecinos.

## 2. LA RESPUESTA DE POLÍTICA Y SUS EFECTOS

En los años noventa, las autoridades monetarias chilenas han desplegado una amplia gama de políticas para regular el ingreso de capital financiero. Por una parte, el Banco Central ha procurado desalentar las entradas de capital de corto plazo y especulativas, manteniendo abierto el acceso para la IED. Por otra parte, ha tratado de moderar los impactos sobre la economía nacional de las oleadas de capital, interviniendo en el mercado cambiario a fin de impedir que la sobreoferta de divisas aprecie demasiado el tipo de cambio real, y esterilizando casi por completo los efectos monetarios de la rápida acumulación de reservas internacionales (véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995).

Otros dos factores de política han contribuido al éxito logrado en el manejo de la entrada de capitales. Primero, la política fiscal ha sido muy cautelosa. Los aumentos registrados en el gasto social se han financiado con nuevos tributos. Gracias a ello, Chile presentó un superávit significativo del sector público durante los años noventa, equivalente a 1% ó 2% del PIB<sup>5</sup>. La conducción prudente de la política fiscal, que incluye la observancia de las normas de un fondo de estabilización del cobre,<sup>6</sup> facilitó la tarea de las autoridades monetarias en la regulación de los ingresos de capitales e impidió la apreciación excesiva del tipo de cambio en la mayor parte del decenio. Segundo, como resultado de la crisis bancaria de 1982-83, se introdujeron regulaciones bancarias prudentiales que se han perfeccionado con los años. Esto dificultó que la entrada de capitales desatara nuevamente un boom crediticio por parte de los bancos comerciales, lo que facilitó a su vez la tarea de mantener el déficit en cuenta corriente y el tipo de

5 En 1999 se registró un déficit determinado por la significativa merma del ingreso tributario asociada al drástico ajuste de la demanda agregada.

6 Dada la gran importancia del cobre en la balanza de pagos y en las cuentas fiscales, y la inestabilidad de su precio internacional, se creó un Fondo de Compensación del Cobre, en el cual debía acumularse una parte del alza en precios para disponer de esos fondos en los períodos de cotizaciones deprimidas. Comenzó a operar después de la fuerte alza registrada en este precio durante el último trimestre de 1987.



cambio dentro de límites sostenibles hasta 1996. Luego retomaremos la historia posterior.

### **a) Políticas para regular las entradas de capitales**

Primero que todo, queremos destacar que aquí nos concentramos en las entradas de capitales en períodos de abundancia de flujos. Los dos objetivos principales de las políticas de regulación del tipo de cambio y de las entradas de capital han sido apoyar el modelo de crecimiento basado en la expansión y diversificación de las exportaciones y, en una economía históricamente muy propensa a los ciclos (recuérdese que, en 1975 y 1982, Chile tuvo las recesiones más profundas de América Latina), procurar alcanzar balances macroeconómicos sostenibles.

A fin de que las exportaciones sigan siendo un motor de crecimiento de la economía chilena, el nivel y la estabilidad del tipo de cambio real son decisivos. Este objetivo podría haber peligrado si las entradas de capital hubieran causado una apreciación excesiva del tipo de cambio y una mayor volatilidad en el evento de revertirse la dirección de los flujos netos. En el cuadro IX.2 figura una síntesis de las medidas normativas para contrarrestar esta llegada excesiva de divisas.

Las autoridades chilenas optaron por regular el mercado de divisas a fin de impedir desalineaciones importantes del tipo de cambio real en relación con su tendencia de largo plazo. La opción elegida para conseguir el predominio de los "fundamentos" de largo plazo por sobre los factores de corto plazo que influyen en el tipo de cambio, supone (correctamente, a nuestro juicio) que existe una asimetría de información entre el mercado y las autoridades monetarias, porque estas últimas tienen un mejor conocimiento de los factores que intervienen en la balanza de pagos; y, principalmente, porque tienen un horizonte de planificación más largo que los agentes que operan activamente en la dimensión de corto plazo del mercado. Sin embargo, frente a la incertidumbre que campea en los mercados externos, en vez de un precio único, las autoridades han usado una banda cambiaria

**Cuadro IX. 2****Regulación del movimiento de capitales en Chile, mediados de 1998****Inversión extranjera directa:**

El único requisito para la entrada de la IED es mantener la inversión en Chile por un período de un año. No hay restricciones a la salida, excepto un impuesto a la remesa de utilidades. El porcentaje máximo de deuda permitido para financiar IED es de 30%; esta limitación se redujo desde 50% en octubre de 1997.

**Flujos de entradas de cartera en ADRs:**

La emisión mínima de ADRs es de US\$ 25 millones, reducidos desde US\$ 50 millones en septiembre de 1994. Se requiere una clasificación de riesgo mínima de BBB para las empresas no financieras y de BBB+ para las instituciones bancarias. Además, desde julio de 1995 se aplicó un encaje de 30% a los ADRs secundarios.

**Otras entradas financieras y de cartera:**

Sujetas al requisito de un encaje de 30% hasta junio de 1998. Estas incluyen créditos comerciales, depósitos en moneda extranjera, préstamos asociados a la IED, y emisión de bonos. Los emisores de bonos enfrentan las mismas restricciones de calidad que los emisores de ADRs. Cartera afecta a un plazo mínimo de estadía en Chile de un año, salvo los ADRs que son liquidados en cualquier momento.

**Inversión en el extranjero del sector no financiero chileno:**

Los inversionistas que no quieran operar en el mercado oficial de divisas, sólo deben informar al Banco Central sobre sus inversiones en el exterior. Aquéllos que deseen acceder al mercado oficial, deben obtener permiso del Banco Central. Esto no es difícil de conseguir. En la actualidad, los tipos de cambio formal e informal son similares.

**Inversiones en el extranjero de inversionistas institucionales chilenos:**

Las inversiones extranjeras de las compañías de fondos de pensiones, de fondos mutuos y de seguros de vida está sujeta a límites en cuanto a las cantidades y tipos de activos en moneda extranjera que pueden tener. A los fondos de pensiones se les permite mantener hasta un 12% de sus activos totales en moneda extranjera, y sólo pueden invertir en acciones hasta el 50% de su margen externo.

**Inversiones en el extranjero de los bancos:**

Las inversiones externas de los bancos comerciales están limitadas al 25% de su capital y reservas, y restringidas a activos de renta fijos o bien garantizadas por gobiernos extranjeros o bancos centrales. Los bancos están autorizados para utilizar los depósitos que reciben en moneda extranjera para financiar el comercio entre los países que pertenecen a la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI). Los bancos comerciales pueden participar en el capital de bancos extranjeros, siempre que tengan un índice de suficiencia de capital de por lo menos 10%.

Fuente: Adaptado y actualizado de Budnevich y Le Fort (1997).

centrada en un precio de referencia (tipo de cambio acuerdo; TCA) vinculado con una canasta de tres monedas, en que el dólar, el marco alemán y el yen están representados con ponderaciones vinculadas con su participación en el comercio chileno.

Presentamos aquí un relato analítico que vincula los cambios deliberados de política con los acontecimientos que los provocaron. Los cambios registrados en los mercados mundiales, la creciente

aprobación internacional de las políticas económicas chilenas, las altas tasas de interés vigentes en Chile, y los rasgos de la transición a la democracia estimularon la entrada creciente de capitales a Chile desde mediados de 1990.

Estos eventos se reflejaron rápidamente en una apreciación cambiaria real en el mercado. Desde julio de 1990 el tipo de cambio observado en el mercado (TCO) se situó en el piso de la banda. Incluso durante la crisis de Irak, en septiembre de ese año, el TCO se mantuvo en el piso, no obstante que Chile importaba entonces el 85% de su consumo de petróleo; Chile reaccionó ante esa crisis elevando drásticamente el precio interno de los combustibles (junto con una reducción del gasto fiscal no social) lo que provocó un shock inflacionario en septiembre y octubre. En ambos meses, el índice de precios al consumidor, cuyo componente inercial suponía un alza del orden de 2% mensual, se elevó a 4,9% y 3,8% en esos meses, respectivamente. La rapidez con que reaccionaron frente a los eventos externos el Banco Central y el gobierno, estrechamente coordinados, puede explicar las razones por las cuales se mantuvo en el mercado cambiario la tendencia a la apreciación y rápidamente se moderó la inflación.

A comienzos de 1991, se modificó el régimen de paridad móvil estricta que las autoridades monetarias venían aplicando y, con el fin de introducir "ruido cambiario", que desalentase los flujos de corto plazo, se revaluó en tres ocasiones en forma moderada para devaluar compensatoriamente en los meses siguientes. De esta manera, el cambio "oficial" retornaba al final de cada episodio al nivel real inicial; las devaluaciones reales dentro de cada episodio encarecieron el costo de ingresar fondos de corto plazo y resultaron una medida efectiva para frenar transitoriamente el exceso de oferta de divisas. Sin embargo, la medida no podía repetirse en muchas ocasiones pues el mercado entonces se anticiparía al evento revaloratorio y la política perdería eficacia, que fue lo que ocurrió en el tercer episodio. No obstante, durante casi un semestre las autoridades ganaron tiempo para diseñar y posicionar una política que permitiese actuar eficientemente en una transición más prolongada. Indudablemente, la reforma de la

política tenía que marchar contra la corriente imperante en las instituciones internacionales y los medios financieros, que era la apertura indiscriminada de la cuenta de capitales. La reforma se basaba en la percepción de que la gran oferta de fondos externos no era estable y que factores coyunturales de la cuenta corriente, —como el alto precio del cobre, el incentivo de tasas de interés internas tan altas e importaciones transitoriamente deprimidas— tenderían a modificarse a mediano plazo.

Sin embargo, parte de la mejora observada en la cuenta corriente era más estructural o permanente: una cuenta de servicios no financieros notablemente fortalecida, exportaciones no tradicionales más vigorosas y una reducción de la carga de la deuda externa. En junio de 1991, en reacción a esta combinación de factores, considerados algunos transitorios y otros permanentes por las autoridades, conjuntamente con una revaluación del 2% del dólar acuerdo y una reducción del arancel desde 15% a 11%, se estableció un encaje no remunerado de 20% sobre los créditos externos (que cubre toda la gama de créditos externos, desde los asociados con la IED hasta los créditos comerciales). Estos fondos debían depositarse en el Banco Central por un mínimo de 90 días y un máximo de un año según el plazo de la operación. Al mismo tiempo, un impuesto de estampillas al crédito interno, a una tasa anual de 1,2% sobre las operaciones de hasta un año plazo, pasó a aplicarse también a los préstamos externos. En julio, se autorizó para los créditos a mediano plazo una alternativa al encaje, consistente en hacer un pago al Banco Central por un monto equivalente a su costo financiero; el costo financiero se calculaba aplicando la LIBOR más 2,5% anual al monto del encaje. El encaje, la opción de pagar su costo financiero y el impuesto a los créditos externos tienen un costo marginal nulo para la parte del plazo que se extiende más allá de un año, y como se verá más adelante, los dos primeros son especialmente onerosos para los flujos con vencimientos a muy corto plazo.

Como la entrada de capitales se hizo persistente, el sistema de encaje se volvió más estricto y se extendió a casi todas las transacciones financieras internacionales. En mayo de 1992, se estableció un encaje de 30% sobre los créditos externos que se expandió a

los depósitos a plazo en moneda extranjera y, en julio de 1995, a las compras de acciones chilenas («ADRs secundarios») por residentes en el extranjero<sup>7</sup>. Se amplió a un año el período durante el que debía mantenerse el depósito, independientemente del plazo de vencimiento del préstamo, y para los efectos de la comisión de entrada, el margen sobre la LIBOR se alzó a 4%. Con el fin de eliminar un resquicio que permitía evadir el encaje (puesto que la inversión en capital de riesgo estaba exenta), las autoridades pasaron a analizar las solicitudes de IED; el permiso para ingresar al país como IED exenta de encaje era denegado cuando se determinaba que la entrada venía disfrazando capital financiero. En tales casos, los inversionistas extranjeros debían registrar sus fondos en el Banco Central como inversiones financieras sujetas a encaje.

Con la crisis asiática y la aguda escasez de financiamiento externo, la tasa de encaje se redujo en 1998 a 10% y luego a cero. Las autoridades anunciaron, sin embargo, que el instrumento de política seguía disponible en caso de necesitarse a futuro ante una nueva invasión de fondos (Massad, 2000).

Desde 1991 se ha facilitado la salida de capitales como una manera de aliviar las presiones a la apreciación cambiaria (véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995). En particular, en sucesivos incrementos se ha permitido que gradualmente los fondos de pensiones chilenos inviertan en el exterior hasta 16% de sus activos totales; asimismo, también con el objetivo del desarrollo productivo de las empresas chilenas, se concedió acceso al mercado de divisas para residentes que desean invertir en el exterior, en un proceso muy expedito (cap. XII de normas cambiarias). Como se expuso arriba, la medida fue efectiva en estimular flujos considerables de IED y adquisiciones por empresas chilenas de firmas en países vecinos (Calderón y Griffith-Jones, 1995). Sin embargo, las mayores tasas de rentabilidad de los activos financieros en Chile

7 No es difícil imponer un encaje a las inversiones de cartera de extranjeros. Si los fondos que van a destinarse a la inversión son depositados en un banco chileno, ahí quedan sujetos al encaje. En cuanto a los fondos que no utilizan un banco chileno como intermediario, el encaje puede imponerse al momento de registrarse el activo en nombre de un agente con domicilio en el exterior. Para poder convertirlos en ADRs, tienen que registrarse también en el Banco Central.

que en el exterior y las expectativas de apreciación del peso desalentaron las inversiones financieras externas por parte de los fondos de pensiones y de los recientemente creados fondos mutuos cerrados. Estas inversiones se habían venido elevando lentamente a medida que las empresas y fondos de pensiones nacionales obtenían más y mejor información acerca de los activos financieros en el exterior; a mediados de 1997 sólo tenían colocado en el exterior US\$ 200 millones, poco más de medio por ciento de sus fondos<sup>8</sup>. El efecto inmediato de liberalizar las salidas fue probablemente alentar nuevas entradas gracias a la mayor certidumbre que ofrecen a los eventuales inversionistas hacia Chile. Como lo han demostrado Williamson (1992) y Labán y Larraín (1997), el efecto resultante tiende, entonces, a ser el opuesto al deseado.

¿Cuándo el mercado aprovecha con fuerza las oportunidades para sacar divisas? Evidentemente cuando las expectativas apreciatorias son reemplazadas por expectativas de depreciación. Por ejemplo, los egresos de las AFP se elevaron notoriamente desde fines de 1997 cuando las expectativas pasaron de la apreciación a la depreciación. De hecho, las salidas de los fondos de pensiones, entre enero de 1998 y junio de 1999, se encumbraron al equivalente de 4,8% del PIB de 1998 y a 12% de los fondos. Algo similar sucedió con el capítulo XII, principalmente con inversiones financieras masivas, en lugares como las Islas Caimán, en una evidente distorsión del objetivo inicial de ese capítulo<sup>9</sup>.

---

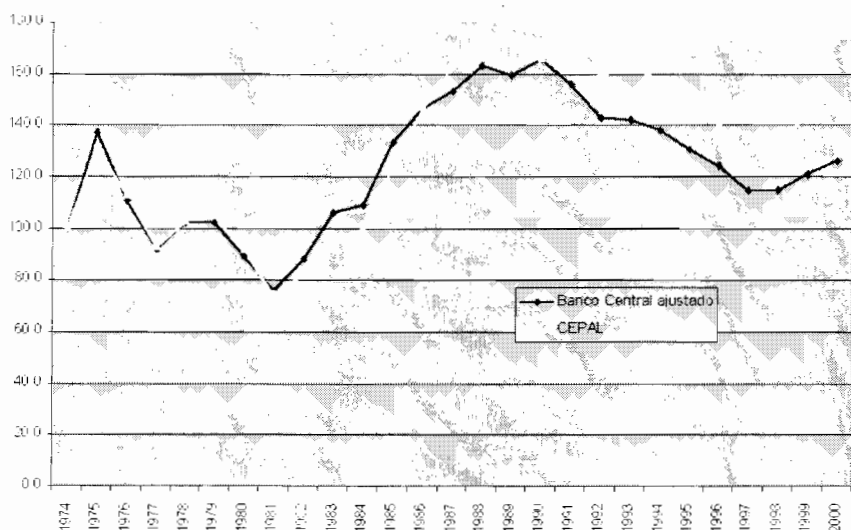
8 Un obstáculo a la liberalización de las salidas de los inversionistas institucionales es la falta de conocimiento que tienen los reguladores sobre los activos financieros en el exterior. Por consiguiente, el temor de que la liberalización conduzca a un empeoramiento de la calidad de los activos de los inversionistas institucionales ha sido un factor clave que explica el enfoque gradual que se adoptó frente a la liberalización de las salidas de capital.

9 Una liberalización financiera apresurada corre el riesgo de dejar demasiadas puertas abiertas a las salidas, las que suelen ser masivas en caso de nerviosismo en el mercado y de cambios hacia expectativas de depreciación, como lo advertimos en su oportunidad (véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995). Esto suele hacer más difícil el logro de la estabilidad cambiaria y macroeconómica y más dolorosas las crisis financieras internacionales, como le sucedió a Chile en 1998-99: las AFP y los inversionistas del cap. XII fueron los principales responsables de la pérdida de reservas en el bienio y del agudo ajuste recesivo de la demanda interna.

## b) Política cambiaria

La política cambiaria experimentó también un cambio substancial a través del tiempo. El uso de un tipo de cambio nominal fijo en 1979-82, en el contexto de una liberalización creciente y, en último término, completa de las transacciones de la cuenta de capitales, se abandonó después de la crisis de 1982-83, durante la cual el PIB declinó en 17%. Entre 1983 y 1989 las autoridades utilizaron una paridad móvil, con una banda flotante de  $\pm 2\%$  (que se amplió a  $\pm 3\%$  en 1988 y a  $\pm 5\%$  a mediados de 1989). El tipo de cambio «oficial» se devaluó diariamente, según el diferencial entre la inflación interna y una estimación de la inflación externa. En varias ocasiones, se agregaron devaluaciones nominales discretas, que sirvieron para lograr una notable depreciación real luego de la crisis de 1982: 130% entre mediados de 1982 y 1988 (gráfico IX.2).

**Gráfico IX.2**  
Tipo de cambio real, 1974-2000  
(1974=100)



Fuente: Banco Central de Chile, para 1986-2000; para los años anteriores se ajustó el IPE según French-Davis (1984), y el IPC según Cortázar y Marshall (1980) en el período 1974-78; CEPAL. La diferencia principal entre ambos indicadores es que CEPAL usa IPC para medir la inflación externa mientras que el Banco Central usa precios mayoristas. El primer método es más consistente con las mediciones disponibles de tipos de cambio reales de otros países de la región.

Los cuantiosos ingresos de capitales de inicios de la década de los noventa se reflejaron en presiones a la apreciación cambiaria real, tal como se expuso en la sección previa, a pesar de que el ingreso de capitales de corto plazo permaneció en niveles bajos en respuesta a las políticas regulatorias adoptadas y a una reducción de las tasas de interés internas. Cabe anotar que las etapas del ciclo económico coincidieron entonces en Chile y en «su centro financiero» (Estados Unidos) durante la mayor parte de 1991, lo que no sucedería a partir de fines de ese año y en 1992.

La marcada tendencia a la apreciación en 1991, obedeció entonces a ingresos de largo plazo, pero principalmente a una cuenta corriente muy favorable, cuyo resultado neto fue un (pequeño) superávit.

Empezó a predominar la opinión de que era inevitable una modificación de la política cambiaria, con una revaluación significativa. En consecuencia, la cotización oficial iba perdiendo capacidad asignadora. En enero de 1992, se revaluó el dólar acuerdo en un 5% y se amplió la banda de flotación del mercado cambiario formal a  $\pm 10\%$ <sup>10</sup>. Bruscamente, el tipo de cambio observado se revaluó 9% en el mercado, esto es, casi los diez puntos de la suma de la apreciación del tipo de cambio oficial y de la reducción del piso de la banda. A continuación surgió una ola de expectativas revaluatorias, alimentadas por los ingresos de capitales en los mercados formal e informal. Estos flujos eran alentados por la certeza de que el Banco Central no podía intervenir dentro de la banda por las normas que él mismo había establecido. En un mercado situado persistentemente en un nivel cercano al piso, sólo podía intervenir comprando al precio mínimo. La expectativa del

10 Es preciso señalar que Chile estaba saliendo de una profunda crisis de la deuda acompañada de una notoria depreciación del tipo de cambio durante los ochenta. En consecuencia, había espacio para cierta apreciación. Sin embargo, como Chile estaba pasando de una oferta restringida a una oferta superabundante de ahorro externo, las autoridades querían evitar un ajuste excesivo del tipo de cambio. Un aspecto específicamente problemático es que, a medida que las expectativas de los agentes extranjeros pasan del pesimismo al optimismo, tienden a definir un mayor stock de inversión deseada en el «mercado emergente». Esto implica entradas excesivamente voluminosas durante un tiempo, que naturalmente son transitorias y no permanentes.



mercado era de que, si algo cambiaba, el piso se revaluase nuevamente, como de hecho había sucedido en enero de 1992.

Durante muchos meses había circulado en el Banco Central la proposición de iniciar, dentro de la banda, una flotación "sucía" o regulada; proponentes de esta intervención intramarginal argumentaban que las normas vigentes, de banda pura, con un mercado cambiario informal crecientemente activo y un mercado formal más poroso, conducían a un TCO que se inclinaría hacia los extremos de la banda (en el tope en 1989-90; en el piso, posteriormente). La revaluación brusca de casi 10% del TCO entre enero y febrero de 1992 contribuyó a que el Banco iniciase la flotación sucia en marzo de ese año. De hecho, el TCO ha fluctuado desde entonces en un rango de entre 1 y 8 puntos sobre el piso, esto es, habitualmente despegado del piso, siempre con activas compras por el Banco pero también con ventas esporádicas.

La ampliación de la banda per se aparentemente había señalado que el Banco renunciaba a tratar de frenar las presiones revaloratorias y defender la estrategia exportadora, entregando al mercado, dominado por el segmento más cortoplacista, la determinación de la tasa observada en un rango muy amplio. En cambio, con el establecimiento de la flotación regulada, el Banco Central volvía a tener una mayor capacidad de conducción, lo que le permitía fortalecer las variables de largo plazo en la determinación del tipo de cambio que enfrentan los productores de rubros exportables e importables.

En los meses siguientes, las tasas de interés del mercado estadounidense continuaron descendiendo, poniendo presión sobre el Banco Central. Sin embargo, la economía chilena enfrentaba un auge notable, con una tasa de aumento del PIB firmemente situada en dos dígitos (alrededor de 15% en 12 meses). En consecuencia, por razones de equilibrio macroeconómico, el Banco Central quiso elevar en vez de reducir las tasas internas de interés. Para evitar un estímulo al arbitraje, decidió aumentar la tasa de encaje a los ingresos de capitales. En mayo de 1992, los encajes sobre los créditos externos fueron elevados al 30% y se fijó en un año el plazo del depósito.

Por último, en julio del mismo año se reemplazó al dólar como el vínculo directo del tipo de cambio oficial por una canasta de monedas (constituida entonces en 50% por el dólar, 30% por el marco alemán y 20% por el yen) como nuevo tipo de cambio de referencia. Estas medidas tendieron a hacer menos rentable el arbitraje de tasas de interés entre el dólar y el peso y a introducir mayor incertidumbre cambiaria a las operaciones en dólares en el corto plazo, dada la inestabilidad cotidiana entre las cotizaciones internacionales de esas tres monedas. La sustitución del dólar por una canasta de monedas le dio mayor estabilidad promedio a los valores en pesos de los retornos de exportaciones. En efecto, a diferencia de las operaciones financieras que se denominan en gran proporción en dólares, el intercambio comercial está bastante diversificado geográficamente, constituyendo los Estados Unidos sólo un quinto del total, y opera con una canasta también más diversificada de monedas.

En su conjunto, las medidas de regulación (más cierta "buena suerte": una mejora de los términos del intercambio en 1995) implicaron que cuando la crisis de México explotó en diciembre de 1994 y su contagio se extendió rápidamente hacia Argentina, la economía chilena y su sector externo estuviesen en una situación muy sólida: un déficit externo pequeño, un tipo de cambio sostenible y pasivos externos de corto plazo de un monto reducido. Por lo tanto, el corte generalizado de flujos líquidos hacia América Latina no dañó a la economía chilena. Hacia mediados de 1995, los capitales especulativos empezaron a retornar a la región, y con especial fuerza a Chile.

Dada la existencia de expectativas abrumadoras a favor de la apreciación monetaria, después de que el shock Tequila parecía haber quedado atrás, el gran diferencial de la tasa de interés entre el peso y el dólar (junto con buenas perspectivas para las grandes empresas chilenas) brindó a los inversionistas extranjeros de cartera y de corto plazo una oportunidad potencialmente muy lucrativa, a pesar del encaje que tenían que pagar por ingresar a los mercados financieros nacionales. Esta tendencia a la apreciación podría haberse atenuado intensificando el costo de las entradas (es decir,

incrementando el monto del encaje). Sin embargo, el sobreoptimismo internacional de que las crisis financieras eran cosa del pasado y la peligrosa tentación del Banco Central de reducir con mayor rapidez la inflación interna mediante la apreciación cambiaria real debilitó la política tan exitosa de equilibrios macroeconómicos sustentables. En efecto, el déficit externo se fue acentuando significativamente en paralelo con la apreciación cambiaria y una demanda agregada que crecía aceleradamente estimulada por los ingresos de capitales en 1996-97.

El manejo del tipo de cambio no contribuyó a desalentar las entradas especulativas después de 1995. Pese a su adhesión formal a una banda móvil en 1996-97, el Banco Central estaba, en los hechos, sosteniendo un precio nominal casi fijo para el dólar. Incluso, a fin de reducir el piso de la banda, en 1997 las autoridades hicieron ajustes contradictorios a las ponderaciones asignadas a cada moneda de la canasta, provocando que la vinculación con una canasta en lugar del dólar perdiera credibilidad<sup>11</sup>. Además, a fines de 1995 se había establecido un 2% de apreciación anual del tipo de cambio acuerdo, en base al supuesto de mayor crecimiento de la productividad en Chile en relación con sus principales socios comerciales.

Los efectos de contagio de la crisis asiática en 1998-99, incluyó un notable deterioro de los términos del intercambio (ahora con cierta "mala suerte"), encontró a Chile con un tipo de cambio significativamente atrasado (lo que no había sucedido hasta mediados de 1995) y un déficit en cuenta corriente elevado que duplicaba el promedio de 1990-95.

### c) El fortalecimiento de la supervisión bancaria

Cabe recordar que una supervisión bancaria y un marco regula-

---

11 En noviembre de 1994 la ponderación del dólar estadounidense se redujo de 50% a 45%, lo que refleja la incidencia declinante de esa moneda en el comercio chileno. En enero de 1997, se elevó arbitrariamente a 80%. Para un análisis comparativo de las bandas en Chile, Israel y México, véase Helpman, Leiderman y Bufman (1994). Para un análisis de Chile, Colombia e Israel, véase Williamson (1996).

dor estrictos impidieron que el exceso de liquidez de los bancos diera pábulo al auge del consumo y al deterioro de la calidad de los activos bancarios (como ocurrió claramente en México). Este fue el legado de la crisis bancaria de Chile en 1981-86, que siguió a la entrada masiva de capital extranjero, a fines de los setenta, que provocó el virtual colapso de todo el sistema bancario (véase Díaz-Alejandro, 1985; Held y Jiménez, 2001). 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 su valor 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 (Aninat y Larraín, 1996). Los mercados financieros chilenos han adquirido también una profundidad que permite la infusión ordenada de nuevos fondos así como su retiro, sin afectar significativamente la calidad de las carteras bancarias (Larraín, 1995).

En las modificaciones a la ley de la banca, aprobadas por el Congreso en 1997, se han incorporado los índices de suficiencia de capital conforme a las pautas del acuerdo de Basilea de 1988. Pero, en la práctica, el capital de los bancos supera con creces la norma de 8% prescrita por dicho acuerdo. Además, el Banco Central impone límites a las posiciones abiertas en divisas de los bancos, pero éstos son todavía bastante generales, en el sentido que no diferencian entre los préstamos otorgados en moneda extranjera a las empresas que obtienen ingresos en moneda extranjera y las empresas cuyos ingresos son en moneda nacional. Estos límites tampoco establecen diferencias entre las distintas monedas extranjeras. El riesgo cambiario es sólo un aspecto de los sistemas de evaluación del riesgo crediticio, que en su conjunto son bastante satisfactorios en Chile. Por lo tanto, esto compensa la debilidad de las normas en materia de posiciones abiertas en divisas.

No obstante, al margen de la calidad de la supervisión prudencial, desequilibrios macroeconómicos que lleven bruscamente a devaluaciones masivas y tasas de interés muy elevadas, burbujas en la bolsa y otros similares pueden deteriorar sorpresivamente las carteras bancarias. Equilibrios macroeconómicos sostenibles son un compañero ineludible de una supervisión prudencial también sostenible.

#### **d) Eficacia de las medidas macroestabilizadoras**

¿Cuáles han sido los costos financieros impuestos a los flujos del exterior? El gravamen total consiste en los costos de intereses adicionales por el encaje y el impuesto a los créditos externos. En el cuadro IX. 3 figuran los cálculos. Como resultado de la prolongación (en 1992) del período de retención del encaje a un año completo, independientemente del plazo de vencimiento de la transacción, la tasa impositiva implícita a los préstamos del exterior aumentó en forma notable a medida que se acortan los vencimientos. Esta característica del sistema, que se asemeja en sus efectos a un "impuesto a la Tobin" unilateral (Tobin, 1978), es la lógica que explica la extensión del plazo del encaje hasta un año. Antes de su imposición, la tasa impositiva implícita (en una base anualizada) era idéntica tanto para las transacciones de un trimestre (el período mínimo de retención hasta mayo de 1992) como para las que llegaban hasta un año. Las magnitudes considerables de las tasas de recargo sobre las operaciones de corto plazo, sugieren un fuerte desaliento de los flujos líquidos o más volátiles.

¿Cuán eficaz ha sido el uso del encaje (sumado al manejo del tipo de cambio) en disuadir los flujos de corto plazo e impedir la apreciación excesiva del tipo de cambio? Hay dos tipos de pruebas a las que se puede recurrir. La primera es de carácter cualitativo. Hay consenso en que Chile enfrentó una oferta de financiamiento externo (en relación con su PIB) mayor que la de otras naciones de América Latina, debido a su mejor desempeño económico y a su mayor estabilidad política. Sin embargo, en la primera mitad de los noventa, la apreciación del tipo de cambio y el déficit en cuenta corriente (como proporción del PIB) fueron

**Cuadro IX.3**  
**Costo implícito del encaje sobre préstamos externos, 1991-99**  
 (tasas anuales)

	1991II	1992I	1992II	1996	1997	1998I	1998Q3	1999Q4
Tasa de encaje (%)	20	20	30	30	30	30	10	0
Período mínimo de retención (meses)	3	3	12	12	12	12	12	0
LIBOR	5,5	4,3	3,6	5,6	5,8	5,7	5,6	5,3
Impuesto implícito:								
12 meses	1,4	1,2	1,5	2,4	2,5	2,4	0,6	0,0
3 meses	1,4	1,2	6,4	10,2	10,6	10,4	2,6	0,0

Fuente: Cálculos basados en información del Banco Central de Chile. No se incluye el impuesto de 1,2%.

en promedio menores que en los otros países de la región que fueron grandes receptores de capitales (véase Ffrench-Davis, 1999, cap. VIII. C). Además, la IED ha representado una proporción mucho mayor de las entradas en Chile<sup>12</sup>. Segundo, estudios econométricos han arrojado evidencia de que las políticas sobre la cuenta de capitales han funcionado relativamente bien. Trabajos recientes indican que la combinación de desincentivos a las entradas de corto plazo con las reformas del régimen cambiario, al menos hasta 1994, había logrado reducir notoriamente la entrada de fondos de corto plazo para el arbitraje de tasas de interés (Agosin, 1998; Larraín, Labán y Chumacero, 1997). Como se indica más adelante, la situación cambió bastante en los últimos años, frente a la nueva oleada masiva de capitales a las economías emergentes y las restricciones que paradójicamente el Banco Central autónomo mantuvo invariables en vez de acentuarlas frente al auge de la oferta en 1996-97 (véase Le Fort y Lehmann, 2000).

Algunos observadores han sostenido que la eficacia de las medidas para desalentar la entrada de capitales es sólo temporal,

12 Cabe señalar que los préstamos asociados a la IED quedaron sujetos a encaje. Dado que el vencimiento promedio de estos préstamos es de unos siete años, la incidencia de la restricción es escasa, pero se evitó el riesgo de que créditos de corto plazo se disfrazasen como de largo plazo.

y que los operadores del sector privado hallan maneras de evadirlas (véase, por ejemplo, Valdés-Prieto y Soto, 1998). En principio, esto puede hacerse mediante varios mecanismos. Uno es la subfacturación de las importaciones o la sobrefacturación de las exportaciones. Otro es demorar el pago de las importaciones o acelerar los ingresos por concepto de exportaciones. Tercero, es posible ingresar fondos a través del mercado informal de divisas. Cuarto, existe también la posibilidad de registrar como IED los fondos de corto plazo; sin embargo, está sería una opción costosa, puesto que la ley chilena exige que la IED permanezca en el país por lo menos un año antes de su repatriación. No obstante, se estaba convirtiendo en un resquicio importante que, como ya se ha señalado, las autoridades acordaron suprimir. Quinto, es posible que los agentes arreglen operaciones con respaldo cruzado en las que, por ejemplo, un agente paga las importaciones con un depósito bancario en Chile y no con divisas; al mismo tiempo, el exportador es pagado en divisas por un banco en su país. Estas formas de evasión (y también otras) son posibles, pero todas tienen su costo, y algunas pueden tener efectos inconvenientes sobre las obligaciones tributarias. Aunque cierto nivel de evasión es inevitable, no hay pruebas que sugieran que las medidas para desalentar las entradas de capital a corto plazo se hayan evadido a gran escala: los influjos de corto plazo fueron limitados.

Sin embargo, es claro que el mantenimiento del encaje con una tasa invariable y/o el hecho de no complementarlo con otras medidas se tornó insuficiente frente a la nueva afluencia masiva de capitales en 1996-97. Además, los precios bursátiles deprimidos a fines de 1995 y un tipo de cambio real en torno al cual había expectativas de apreciación ejercían una atracción sobre las entradas de cartera, como lo atestiguan los considerables ingresos al mercado de valores chileno en 1996-97. Pero cada día, es mayor la probabilidad de que las grandes entradas financieras se conviertan en salidas masivas ante cualquier cambio de expectativas. Chile sufrió ese castigo, más que ningún otro país de América Latina, en 1982. El contagio de la crisis asiática tuvo ese efecto en 1998-2000, aunque moderado.

Desde 1993, la emisión de ADRs secundarios había pasado a ser una gran fuente de entrada de capital de corto plazo con características particularmente volátiles. Así, la extensión del encaje a estas entradas, en 1995, puede considerarse como una acción para solucionar un problema incipiente que ya estaba causando dificultades en la administración de políticas y que podía incluso volverse más importante en el futuro. Es efectivo que, de no haberse impuesto el encaje, las entradas de cartera habrían sido mucho mayores. No obstante, después de una calma transitoria en 1995, volvieron a aumentar a principios de 1996, pagando el costo correspondiente del encaje. La evidencia indica que el derecho de ingreso se consideró barato frente a expectativas muy positivas y una fuerte probabilidad de una mayor apreciación del tipo de cambio real.

Frente a los numerosos estudios que muestran un efecto significativo sobre los flujos de corto plazo, otra línea de ataque contra el uso de desincentivos a esas entradas de capital ha sido sostener que, en cuanto a su comportamiento, es imposible distinguir entre las entradas de capital como la IED o los préstamos de largo plazo, por una parte, y los de corto plazo o líquidos, por la otra. Claessens, Dooley y Warner (1995) sostienen que la composición de los flujos nada tiene que ver con su estabilidad, pues los flujos de largo plazo son tan susceptibles de ser inestables como los de corto plazo<sup>13</sup>.

Con el fin de verificar sus hipótesis para Chile, se aplicaron una serie de pruebas econométricas para determinar el grado de persistencia de diferentes tipos de flujos privados (véase Agosin y Ffrench-Davis, 2001). En primer lugar, un análisis autorregresivo

---

13 El hecho que sostengan que la IED puede ser tan volátil como los flujos de corto plazo puede explicarse en parte, porque, en los países que seleccionaron, los flujos de IED constituyen un porcentaje muy pequeño del total del financiamiento externo, según las estadísticas del FMI. Las fluctuaciones de las cifras pequeñas tienden a ser mayores que las de las grandes. Por otra parte, el período cubierto por esos autores no incluye la crisis del tequila, cuando los flujos de cartera jugaron un papel significativamente desestabilizador. Es evidente que la inestabilidad se prueba en las situaciones críticas, pero se siembra en las bonanzas.



de datos trimestrales sobre IED, capital de cartera, endeudamiento privado de largo plazo y de corto plazo para el período 1983-95, revela que la IED y el endeudamiento de largo plazo tienen la mayor persistencia. En cambio, los flujos de cartera y el endeudamiento privado de corto plazo carecen de persistencia ( Agosin y Ffrench-Davis, 2001, cuadro 4).

En segundo lugar, el coeficiente de variación y el  $R^2$  de las tendencias temporales de las mismas cuatro categorías de flujos indican que la IED es más estable que el endeudamiento de corto plazo y los flujos de cartera. Por último, pruebas de raíz unitaria para series anuales reales correspondientes a 1960-95, señalan que la IED tiene una raíz unitaria, mientras que otros flujos son estacionarios (sin constante o tendencia). Por tanto, en Chile la IED se ha comportado como una variable «permanente» y otros flujos como perturbaciones «transitorias».

Así, podemos concluir que la IED es mucho menos volátil que otras clases de entradas de capital, y que es recomendable centrar las políticas de regulación macroeconómica prudencial, como el encaje, en los flujos de corto plazo o volátiles. Esto es lo que las autoridades chilenas hicieron con éxito. *No cabe duda de que las entradas de cartera y de corto plazo habrían sido mucho mayores si no hubiera existido el encaje.* En adición, la intervención esterilizadora en los mercados de divisas y monetario impidió la apreciación excesiva del tipo de cambio y un auge del consumo, manteniendo así el déficit en cuenta corriente dentro de límites razonables, excepto en 1996-97.

La combinación de políticas que se ha empleado ha tenido costos financieros para la autoridad. La acumulación de grandes volúmenes de reservas de divisas impone un costo financiero a la autoridad, que también es un costo social para la economía, puesto que la rentabilidad de estos activos sobre el exterior suele ser y ha sido inferior a los pagos de intereses por los pasivos del Banco Central que se han emitido para esterilizar los efectos monetarios de la acumulación de reservas, generando grandes pérdidas para el Banco Central. Ése es el costo de un seguro para lograr más estabilidad económica, pero probablemente innecesariamente alto, debido a una acumulación excesiva de re-

servas. Un manejo más flexible por la autoridad del encaje y otros instrumentos complementarios habría moderado ese costo.

### 3. AHORRO, INVERSIÓN Y CRECIMIENTO

El período transcurrido desde 1989 marca un mejoramiento definido del desempeño del crecimiento de la capacidad productiva, no sólo en comparación con 1974-89, sino también con el más favorable de los años sesenta (véase el cuadro IX. 4). La razón entre la inversión bruta en capital fijo y el PIB se elevó sostenidamente tras haber llegado a su punto mínimo a mediados de los años ochenta, de un 15% en 1983-84 a más de 30% en 1995-98 (todo en moneda de 1986). Considerando lapsos más extensos, esa tasa de inversión se elevó notoriamente, de 18% en 1974-89 a 28% en 1990-98. Este incremento de la formación de capital permitió que Chile lograra un crecimiento promedio del PIB de 7% anual en los noventa.

El aumento de la tasa de ahorro nacional fue también muy acentuado, pasando de 11% en los años ochenta a 22% en los años noventa (todo en moneda corriente, forma como habitualmente se mide el ahorro). Esto indica que el ahorro externo se complementó con el interno, a diferencia de México en los noventa y Chile antes de 1982 (véase Uthoff y Titelman, 1998). Según lo analizado en la sección 1, la afluencia promedio de capital extranjero superó el 6% del PIB en los años noventa, en tanto que el ahorro externo utilizado se redujo al 3,6%, con la diferencia acumulándose en las reservas internacionales de Chile. Esto revela que las políticas de esterilización de la entrada de capitales, al impedir la apreciación excesiva del tipo de cambio real y una brecha externa elevada, permitieron que la economía absorbiera menos capital extranjero que el que se estaba ofreciendo, y lo regulara a montos consistentes con una capacidad de absorción eficiente.

A las políticas chilenas destinadas a restringir la entrada de capitales y moderar la apreciación del tipo de cambio puede atribuírseles parte significativa del éxito logrado con respecto a

**Cuadro IX.4**  
**Inversión, ahorro y crecimiento, 1960-2000**  
 (porcentajes del PIB)<sup>a</sup>

	Crecimiento del PIB	Brecha PIB/PIB*	Inversión bruta fija	Ahorro externo	Ahorro nacional
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1960-70	4,2	2,0	21,2	2,5	-
1971-73	0,5	3,6	16,8	2,9	-
1974-81	3,3	8,8	17,8	5,0	12,6
1982-89	2,6	11,6	18,2	6,2	11,5
1990-95	7,8	1,8	26,1	2,5	22,1
1996-97	7,4	-0,9	31,6	5,7	21,2
1998	3,9	2,0	32,2	6,2	21,2
1999	-1,1	8,5	26,9	0,2	21,8
2000	5,4	7,5	26,6	1,6	21,9

Fuente: Cálculos del autor, basados en cuentas nacionales oficiales del Banco Central de Chile.

<sup>a</sup> Las columnas 1 y 3 se basan en datos en precios constantes de 1986 para 1974-2000 y tasas de cambio para los años previos. La columna 2 es la brecha porcentual entre el PIB efectivo y el potencial(\*), según el gráfico I.1. Las columnas 4 y 5 se basan en datos en precios corrientes de cada año.

las tasas de inversión, ahorro y crecimiento. Por una parte, la regulación de las entradas ha tenido un impacto positivo sobre la estabilidad macroeconómica y ha contribuido a mantener la demanda efectiva cercana a la capacidad productiva, lo que es esencial para que se eleve el gasto en inversión. Por otra parte, hay indicios de que el ahorro externo e interno tienden a tener un alto grado de sustituibilidad, cuando el ahorro externo llega en flujos financieros y propensos a la volatilidad<sup>14</sup>. Entonces estimula el consumo a través de sus efectos sobre la liquidez interna, el tipo de cambio y el precio de los activos. Así, el éxito en mantener el déficit en cuenta corriente y la demanda agregada dentro de límites sostenibles habría contribuido, fuertemente, a incrementar las tasas de inversión y ahorro (véanse Agosin, 1998 y 2001; Solimano, 1990; y Uthoff y Titelman, 1998).

14 Los antecedentes sugieren cierta sustitución de ahorro nacional en 1996-98, que estaría asociada al exceso de ingresos de capitales, al atraso cambiario en ese trienio y al deterioro en los términos de intercambio. No obstante, la tasa de ahorro siguió siendo significativamente mayor que en 1985-89. Véase el cuadro I.3.

#### 4. ALGUNAS LECCIONES DE LA EXPERIENCIA CHILENA

La experiencia chilena con el manejo macroeconómico prudencial de las entradas de capital deja varias lecciones importantes para la política económica. Para los países en desarrollo, los vaivenes de los flujos de capital pueden ser de extraordinaria magnitud en relación con el tamaño de sus economías. Durante los dos últimos decenios, los países latinoamericanos han oscilado entre la gran escasez de la crisis de la deuda (y las crisis Tequila y Asiáticas más efímeras) y la sobreabundancia de capital extranjero durante la mayor parte de los años noventa. Las posturas totalmente pasivas en materia de políticas han llevado inevitablemente a una enorme volatilidad de los macroprecios internos claves (los tipos de cambio y las tasas del interés) y los agregados económicos. Al deprimir la inversión, estas fluctuaciones tienen efectos adversos sobre el crecimiento de largo plazo y sobre el empleo productivo.

En general, las políticas estabilizadoras frente a las entradas de capital y el manejo del tipo de cambio desalentaron los componentes más volátiles e impidieron la apreciación excesiva del tipo de cambio en 1990-95. Sin embargo, en 1996-97, en un nuevo auge de flujos a las economías emergentes, las entradas de capital superaron la capacidad de las autoridades para limitarlas con una intensidad inmutable de los instrumentos de política que utilizaban. El Banco Central fue incapaz de impedir una notoria apreciación real del peso, pese a fuertes compras de divisas. La consiguiente apreciación contribuyó a ampliar el déficit en cuenta corriente, que se empinó a 5,7% del PIB. Cabe destacar que el Banco Central no había desmantelado sus políticas de regulación, como sí lo hicieron otros países de la región. Sin embargo, había indicios claros de que se había vuelto necesario fortalecer los instrumentos para enfrentar flujos financieros excesivamente abundantes, lo que no se hizo.

Con posterioridad, la economía experimentó la contraparte de las grandes entradas financieras: las salidas de capital financiero se concentraron en 1998-99 (véase el cuadro IX.1), con una

depreciación del tipo de cambio nominal, en un proceso de corrección de la desalineación de ese precio macroeconómico. Sin embargo, gracias a la gestión activa de las entradas en la primera mitad de los años noventa, y a su subsistencia en los años siguientes, el déficit acumulado en cuenta corriente en el decenio fue moderado, con un stock de las obligaciones externas relativamente bajo y la participación de los fondos volátiles fue exigua. Lo anterior, sumado a reservas internacionales considerables, ha permitido que Chile enfrente en mejor pie que en las crisis anteriores las duras condiciones del shock comercial provocado por la recesión en Asia. No obstante que Chile sufrió una recesión suave, el costo social y económico ha sido significativo, con una pérdida de producción en 1999 de unos US \$7 mil millones (la brecha aproximada entre el PIB efectivo y la frontera productiva en este año) y una prolongada brecha con la capacidad productiva en 1999-2001. Dos consecuencias fueron una elevada tasa de desempleo (del orden de 10%) y una caída en la inversión de 14%.

Contra lo que opina el neoliberalismo, es posible discriminar entre los flujos que son de carácter estable, de largo plazo y que sí contribuyen al crecimiento del país (como la IED, cuando llega a crear nueva capacidad) y los que son básicamente especulativos y conducen a una excesiva volatilidad interna. En el caso chileno, los desincentivos basados en instrumentos de mercado aplicados a los flujos especulativos no han tenido efectos adversos sobre la IED, que alcanzó niveles sin precedentes durante el decenio. La participación considerable de la IED en las entradas de capital mitiga de hecho los efectos del contagio asiático sobre la balanza de pagos chilena.

Cierta evasión es inevitable: todo sistema de desincentivos, al igual que cualquier tributo, hace que resulte atractivo para algunos operadores tratar de soslayarlos. En el caso chileno, ha sido necesario suprimir resquicios ya que resultaba obvio que los agentes los utilizaban. Sin embargo, la evasión puede minimizarse con un sistema bien diseñado y transparente como el encaje aplicado por Chile, y con un monitoreo continuo por parte de las autoridades durante la primera mitad de los noventa.

El objetivo de sostener el crecimiento económico frente a los flujos de capital volátiles (o precios de exportación volátiles, como los de Chile), exige el uso de una batería de instrumentos de política. En el caso chileno, la combinación de instrumentos análogos a un impuesto para disuadir las entradas especulativas, el funcionamiento de una banda cambiaria reprimida con intervención intramarginal (aunque se utilizó en forma demasiado esporádica, según mi opinión), y la esterilización de los efectos monetarios de las entradas de capital, funcionaron bien por varios años. Cabe recordar que el encaje por sí solo (o toda otra política que incremente el costo de los flujos del exterior), aunque claramente útil, no disuade los ataques especulativos cuando se prevén grandes variaciones del tipo de cambio.

Frente a una muy probable nueva afluencia masiva, dos recomendaciones apoyadas en la experiencia de Chile y de otras economías emergentes, surgen con fuerza. Por una parte, no debe dejarse acumular un atraso significativo como en 1996-97. Por otra, es conveniente emplear un paquete de políticas flexibles, y no un instrumento de política rígido y único, cuando surge una nueva oleada masiva de capitales. Además, hay una serie de acciones posibles que complementarían el conjunto de políticas actuales. Respecto a las entradas de cartera, en períodos de grandes entradas de capital, el plazo de aplicación del encaje podría extenderse a más de un año, a fin de elevar el costo de la inversión financiera en Chile. Por otro lado, recientemente han adquirido enorme significación adquisiciones masivas de empresas chilenas "estrellas". Estas operaciones acumulan numerosas inconsistencias, que a través del texto hemos expuesto y recomendado evitar en aras de equilibrios sostenibles y de flujos que refuercen la inversión productiva. A ello agregamos un tema que hemos desarrollado en otra ocasión: el de cómo hacer globalización con integración nacional y equidad (Bouzas y Ffrench-Davis, 1998). Estas operaciones masivas, que aprovechan los diferenciales de tasas de interés (y su fuerte impacto sobre el valor presente de las empresas) y los precios recesionados por ajustes macroeconómicos, impactan masivamente el mercado cambiario; es inversión extranjera que compra activos exis-

tentes en vez de crearlos, el comando estratégico emigra y Chile pierde sus cabezas de puente en la globalización. Todo ello, ¿para qué? Estamos frente a un nuevo "populismo"; se ven los beneficios de unos y se ignoran los costos para el conjunto. La sobreabundancia permite escoger; el escoger permite enfrentar mejor los períodos de escasez.

En cuanto al régimen cambiario, el Banco Central debería retornar a una política *intermedia* entre los dos extremos de moda. El sistema de banda reptante – el sistema *intermedio* utilizado en Chile hasta 1999–, perdió prestigio como resultado de evidentes errores en su aplicación, que incluyeron, primero, la falta de una intervención intramarginal más activa; segundo, el hecho que las ponderaciones asignadas a cada moneda en la canasta usada para determinar el tipo de cambio acuerdo fueron cambiadas arbitrariamente para conseguir un objetivo de corto plazo, y, tercero, la tardanza de la autoridad para reconocer la necesidad de devaluar un tipo de cambio excesivamente apreciado.

El Banco Central operó asimétricamente: en 1996-97 dejó que el tipo de cambio se apreciara y desde fines de 1997 estuvo frenando su alza. Ello provocó una convergencia entre partidarios de una tasa libre y de los exportadores (a quienes no les conviene una tasa permanentemente libre, por la enorme inestabilidad que implica). Así, en septiembre de 1999, el Banco Central decretó la suspensión de la banda cambiaria. Parece aconsejable si se trata de una medida temporal para que el tipo de cambio se devalúe más rápidamente en dirección a un nivel consistente con un saldo externo sostenible, y luego se retoma una banda explícita o implícita, antes del próximo auge financiero. En contraste, si la medida se considera permanente, sería la culminación de una serie de medidas, que convergen a la renuncia de hacer política macroeconómica sostenible, como la hemos definido aquí y en Ffrench-Davis (1999, cap. VI): con demanda regulada a niveles cercanos a la frontera productiva y con macroprecios "correctos" o bien alineados. Un tipo de cambio efectivamente libre, en el contexto mundial de masivos flujos volátiles, fluctuaría notablemente, con gran detrimento (luego

de una breve holgura inicial) para los exportadores no tradicionales y para la inversión productiva.

La realidad es que, recientemente, el tipo de cambio ha mostrado gran volatilidad, a pesar de que los flujos de capital no han estado fluctuando significativamente. En efecto, los mercados financieros internacionales han estado más bien *secos* para las economías emergentes.

De hecho, las fluctuaciones del tipo de cambio han sido intensas. La liberalización cambiaria en septiembre de 1999 llevó a una rápida devaluación que se prolongó hasta noviembre de ese año (a \$550 por dólar). Con ello, el tipo de cambio real retornó al nivel promedio de 1995. Sin embargo, la recuperación del optimismo sobre la economía chilena más un mejoramiento en el precio del cobre e importaciones todavía muy deprimidas, se reflejaron en una significativa revaluación en el primer trimestre del 2000 (a \$500). Más tarde, empero, el ajuste de la bolsa de comercio de Estados Unidos en el último trimestre del 2000 devolvió su valor perdido al tipo de cambio real (a \$580). A comienzos del 2001 volvió en parte la confianza a los mercados financieros internacionales y a Chile, lo que dio lugar a una nueva revaluación (a \$557); más adelante, una onda de pesimismo y un proceso devaluatorio habían llevado al tipo de cambio a \$690 en septiembre, siendo éste el nivel de los últimos años que más se aproxima a lo requerido por la economía chilena; no obstante, nada asegura la permanencia en ese nivel de "equilibrio". Esto confirma nuestras expectativas sobre la extrema inestabilidad cambiaria en un régimen completamente flotante. Cualquier noticia de corto plazo, buena o mala, internacional o nacional, tenderá a afectar los valores presente (*spot*) y futuro del tipo de cambio. Por supuesto, la inestabilidad sería más nociva con un largo proceso de apreciación, en un ciclo prolongado como resultado de un nuevo auge de capital financiero.



## REFERENCIAS

- Agosin, M. R. (1998), "Entrada de capitales y desempeño de la inversión: Chile en los años noventa", en Ffrench-Davis y Reisen (1998).
- (2001), "What Accounts for the Chilean Saving "Miracle"?", *Cambridge Journal of Economics*, por aparecer.
- y R. Ffrench-Davis (2001), "Managing capital inflows in Chile", en S. Griffith-Jones, M.F. Montes y A. Nasution (eds.), *Short-Term Capital Flows and Economic Crises*, Oxford University Press/WIDER, Londres y Nueva York.
- Altimir, O. (1979), "La dimensión de la pobreza en América Latina", *Cuadernos de la CEPAL*, N° 27, Santiago.
- Aninat, A. (1978), "El programa de liberación y el Arancel Externo Común en el Acuerdo de Cartagena", en E. Tironi (ed.), *El Pacto Andino: carácter y perspectivas*, Instituto de Estudios Peruanos, Lima.
- Aninat, E. y C. Larraín (1996), "Flujos de capitales: lecciones a partir de la experiencia chilena", *Revista de la CEPAL* 60, diciembre.
- Arellano, J. P. (1983), "De la liberalización a la intervención: el mercado de capitales en Chile, 1974-83", *Colección Estudios CIEPLAN* 11, diciembre.
- (1985), *Políticas sociales y desarrollo, 1924-84*, Ediciones CIEPLAN, Santiago.
- (1989), "La seguridad social en Chile en los años 90", *Colección Estudios CIEPLAN* 27, diciembre.
- y R. Cortázar (1982), "Del milagro a la crisis: algunas reflexiones sobre el momento económico", *Colección Estudios CIEPLAN* 8, julio.

- 
- y M. Marfán (1986), "Ahorro-inversión y relaciones financieras en la actual crisis económica chilena", *Colección Estudios CIEPLAN* 20, diciembre.
- y J. Ramos (1987), "Capital Flight in Chile", en D. Lessard y J. Williamson (eds.), *Capital Flight and Third World Debt*, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Bacha, E. (1983), «Apertura financiera y sus efectos en el desarrollo nacional», en Ffrench-Davis (1983a).
- y C. Díaz-Alejandro (1983), "Mercados financieros: una visión desde la semiperiferia", en Ffrench-Davis (1983a).
- Balassa, B. (1977), *Policy Reforms in Developing Countries*, Pergamon Press, Nueva York.
- Baldwin, R. (1981), "Restricciones no arancelarias del comercio internacional", en R. Ffrench-Davis (ed.), *Lecturas sobre intercambio y desarrollo*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Banco Central de Chile, *Balanza de Pagos*, publicación anual, Santiago.
- , *Boletín Mensual*, varios números, Santiago.
- , *Deuda externa de Chile*, publicación anual, Santiago.
- , *Estudios monetarios*, varios números, Santiago.
- , *Memoria Anual*, publicación anual, Santiago.
- (1988), "Conferencia de inversiones en Chile", Conferencia organizada por Euromoney, *Estudios Monetarios* X, Santiago.
- (1990), "Formación bruta de capital fijo: 1960-89", *Boletín Mensual* N° 748, junio.
- Banco Mundial (1989), *World Debt Tables 1989-90*, Washington, D.C., diciembre.
- (1997), *Chile: Poverty and Income Distribution in a High-Growth Economy*, Informe N° 16.377-CH, noviembre.
- Bande, J. y R. Ffrench-Davis (1989), "Copper Policies and the Chilean Economy: 1973-88", *Notas Técnicas* N° 131, CIEPLAN, junio.
- Bank for International Settlements, *Annual Report*, BIS, Basilea.

- Benavente, J. M. y G. Crespi (1998), "Sesgos y debilidades del SNI en Chile", en M. Agosin y N. Saavedra (eds.), *Sistemas nacionales de innovación: ¿qué puede América Latina aprender de Japón?*, Dolmen Ediciones, Santiago.
- Bergsman, J. y W. Edisis (1988), "Debt-Equity Swaps and Foreign Direct Investment in Latin America", *International Finance Corporation*, Washington, D.C., agosto.
- Behrman, J. (1976), *Foreign Trade Regimes and Economic Development: Chile*, NBER, Nueva York.
- Beyer, H. (1997), "Distribución del ingreso: antecedentes para la discusión", *Estudios Públicos* N° 65, CEP, verano.
- Bhagwati, J. (1978), *Foreign Trade Regimes and Economic Development: Anatomy and Consequences of Exchange Control Regimes*, NBER, Nueva York; cap. VIII, y en R. Ffrench-Davis (ed.), *Lecturas sobre intercambio y desarrollo*, Fondo de Cultura Económica, México, 1981.
- BID (1982), *Progreso económico y social en América Latina: el sector externo*, Informe 1982, Washington, D.C.
- Bitar, S. (1979), *Transición, socialismo y democracia: la experiencia chilena*, Siglo XXI, México.
- Bouzas, R. y R. Ffrench-Davis, eds., (1990), *Conversión de deuda y financiación del desarrollo en América Latina*, Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.
- (1998), "La globalización y la gobernabilidad de los países en desarrollo", *Revista de la CEPAL*, Número extraordinario, octubre.
- Bravo, D. y A. Marinovic (1998), "Wage Inequality in Chile: 40 Years of Evidence", manuscrito no publicado.
- y D. Contreras (1999), "La distribución del ingreso en Chile, 1990-96: análisis del impacto del mercado del trabajo y las políticas sociales", Departamento de Economía, Universidad de Chile, Santiago.
- Brunner, J. J. (1981), *La cultura autoritaria en Chile*, FLACSO, Santiago.
- Budnevich, C. y G. Le Fort (1997), «Capital Account Regulations and Macroeconomic Policy: Two Latin American Experiences», en

UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. VIII, Nueva York y Ginebra.

Cabezas, M. (1988), "Revisión metodológica y estadística del gasto social en Chile: 1970-86", *Notas Técnicas* N° 114, CIEPLAN, mayo.

Calderón, A. y S. Griffith-Jones (1995), «Los nuevos flujos de capital extranjero en la economía chilena: acceso renovado y nuevos usos», *Serie Desarrollo Productivo*, N° 24, CEPAL, Santiago.

Calvo, G. y E. Mendoza (1996), "Petty Crime and Cruel Punishment: Lessons from the Mexican Debacle", *American Economic Review*, vol. 86, N° 2, marzo.

——— L. Leiderman, y C. Reinhart (1993), "Capital Inflows and Real Exchange Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", *IMF Staff Papers*, Vol. 40, N° 1, marzo.

Campero, G. y J. Valenzuela (1981), "El movimiento sindical chileno en el capitalismo autoritario", ILT-Academia de Humanismo Cristiano/IPET, Santiago, diciembre.

CEPAL (1964), *El financiamiento externo de América Latina*, Santiago.

——— (1988), "La evolución del problema de la deuda externa en América Latina y el Caribe", *Estudios e Informes de la CEPAL* N° 72, Santiago.

——— (1991), "Una estimación de la magnitud de la pobreza en Chile", *Colección Estudios CIEPLAN* 31, marzo.

——— (1997), "Evolución reciente de la pobreza en Chile", (LC/R.1773), Santiago, diciembre.

——— (1998), *Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, Fondo de Cultura Económica, Santiago.

CIEPLAN, varios autores (1982), *Modelo económico chileno: trayectoria de una crítica*, Editorial Aconcagua, Santiago.

——— (1983), *Reconstrucción económica para la democracia*, Editorial Aconcagua, Santiago.

Círculo de Economía (1980), *Seminario sobre políticas económicas para el desarrollo y la igualdad*, varios autores, Academia de Humanismo Cristiano, Santiago, junio.

- Claessens, S., M. P. Dooley, y A. Warner (1995), "Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?", *The World Bank Economic Review*, Vol. 9, N° 1, enero.
- Coeymans, J. (1999), "Determinantes de la productividad en Chile: 1961-97", *Cuadernos de Economía* N° 107, abril.
- Contreras, D. y J. Ruiz-Tagle V. (1997), "¿Cómo medir la distribución de ingresos en Chile?", *Estudios Públicos* N° 65, CEP, verano.
- Corbo, V. (1985), "Reforms and Macroeconomic Adjustments in Chile During 1974-84", en V. Corbo y J. de Melo (eds.), *Liberalization with Stabilization in the Southern Cone of Latin America*, *World Development*, vol. 13, N° 8, agosto.
- y P. Meller (1977), "Sustitución de importaciones, promoción de exportaciones y empleo: el caso chileno", *Colección Estudios CIEPLAN* 15, julio.
- Cortázar, R. (1983), "Chile: resultados distributivos, 1973-82", *Notas Técnicas* N° 57, CIEPLAN, junio.
- , ed., (1986), *Políticas macroeconómicas: una perspectiva latinoamericana*, CIEPLAN, Santiago y Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.
- (1995), "Una política laboral para una nueva realidad", en Pizarro, Raczynski y Vial (1995).
- y J. Marshall (1980), "Índice de precios al consumidor en Chile: 1970-78", *Colección Estudios CIEPLAN* 4, noviembre.
- y J. Vial, eds., (1998), *Construyendo opciones: propuestas económicas y sociales para el cambio de siglo*, Dolmen Ediciones, Santiago.
- Cowan, K. y J. De Gregorio (1996), ), "Distribución y pobreza en Chile: ¿estamos mal? ¿han habido progresos? ¿hemos retrocedido?", *Estudios Públicos* N° 64, CEP, primavera.
- Crispi, J. (1982), "El agro chileno después de 1973: expansión capitalista y campesinización pauperizante", *Revista Mexicana de Sociología*, vol. 44, N° 2, abril-junio.
- Dahse, F. (1979), *Mapa de la extrema riqueza. Los grupos económicos y el proceso de concentración de capitales*, Editorial Aconcagua, Santiago.

- 
- (1982), "El poder de los grupos económicos nacionales", mimeo, Santiago, junio.
- De Gregorio, J. y O. Landerretche (1998), "Equidad, distribución y desarrollo integrador", en Cortázar y Vial (1998).
- De la Cuadra, S. (1974), "La protección efectiva en Chile", *Documento de Trabajo* N° 22, Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile, Santiago.
- (1981), "Política cambiaria y deuda externa", *Boletín Mensual* N° 639, Banco Central, mayo.
- y D. Hachette (1992), *Apertura comercial: la experiencia chilena*, Editorial de Economía y Administración, Universidad de Chile, Santiago.
- Departamento de Economía, *Comentarios sobre la situación económica*, publicación semestral, Universidad de Chile.
- Devlin, R. (1989), *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton University Press, Princeton.
- y R. Ffrench-Davis (1995), "The Great Latin American Debt Crisis: A Decade of Asymmetric Adjustment", en G. Helleiner (ed.), *Poverty, Prosperity and the World Economy*, Macmillan, Londres; reeditado en Ffrench-Davis (1999, cap. IV).
- Díaz-Alejandro, C. F. (1985), "Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, Vol. 19, N° 1/2, septiembre-octubre.
- DIPRES (1978), *Somos realmente independientes gracias al esfuerzo de todos los chilenos*, Ministerio de Hacienda, Santiago.
- *Estadísticas de las finanzas públicas*, Ministerio de Hacienda, varios números, Santiago.
- Dornbusch, R. (1988a), "The Debt Problem and Options for Reversing Resource Transfers", en IIMC (ed.), *Capitalización de la deuda externa en América Latina*, Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Caracas.
- (1988b), "Our LDC Debts", en M. Feldstein (ed.), *The United States and the World Economy*, The University of Chicago Press-NBER.

- Edwards, S. y A. Cox-Edwards (1987), *Monetarism and Liberalization: The Chilean Experiment*, Ballinger, Cambridge, Mass.
- Elórtogui, C. (1988), *Endeudamiento externo y conversión de deuda en la economía chilena*, Ediciones Universitarias de Valparaíso, Universidad Católica de Valparaíso.
- Encina, F. (1911), *Nuestra inferioridad económica*, reproducido en 1955 por la Editorial Universitaria, Santiago.
- Errázuriz, E. (1987), "Capitalización de la deuda externa y desnacionalización de la economía chilena", *Documento de Trabajo* N° 57, PET, agosto.
- Eyzaguirre, N. (1988), "La deuda interna chilena, 1975-85", en Massad y Zahler (1988).
- Felix, D. y J. Caskey (1990), "The Road to Default: An Assessment of Debt Crisis Management in Latin America", en D. Felix (ed.), *Debt and Transfiguration? Prospects for Latin America's Revival*, M. E. Sharpe, Inc., Nueva York.
- Feres, J.C. (2001), "Evidencia empírica en torno a la medición de la desigualdad: algunas advertencias metodológicas", manuscrito, CEPAL.
- Ffrench-Davis, R. (1964), "Elementos para una política de comercio exterior", *Diálogos sobre el Desarrollo Económico de Chile*, Instituto de Economía, Universidad de Chile, julio; reproducido en *Cuadernos de Economía* N° 5, abril de 1965.
- (1973), *Políticas económicas en Chile: 1952-70*, Ediciones Nueva Universidad, Santiago.
- (1979a), *Economía internacional: teorías y políticas para el desarrollo*, Fondo de Cultura Económica, México; segunda edición 1985.
- (1979b), "Exportaciones e industrialización en un modelo ortodoxo: Chile, 1973-78", *Revista de la CEPAL* N° 9, diciembre.
- , comp., (1983a), *Relaciones financieras externas y desarrollo nacional en América Latina*, Fondo de Cultura Económica, México.
- (1983b), "El problema de la deuda externa en América Latina: tendencias y perspectivas", *Integración Latinoamericana*, INTAL, Buenos Aires; y en BID (1982).

- 
- (1983c), "Una estrategia de apertura externa selectiva", en *Reconstrucción económica para la democracia*, en CIEPLAN (1983).
- (1984), "Índice de precios externos: un indicador para Chile de la inflación internacional, 1952-83", *Colección Estudios CIEPLAN* 13, junio.
- (1992), "Adjustment and Conditionality in Chile, 1982-88", en S. Griffith-Jones y E. Rodríguez (1992).
- (1999), *Macroeconomía, comercio, finanzas: para reformar las reformas en América Latina*, McGraw-Hill Interamericana, Santiago.
- y J.P. Arellano (1981), "Apertura financiera externa: la experiencia chilena en 1973-80", *Colección Estudios CIEPLAN* 5, julio; y en Ffrench-Davis (1983a).
- y C. Carrasco (1969), "Cuatro años de experiencia con una nueva política cambiaria", *Boletín Mensual* N° 498, Banco Central de Chile, agosto; y *Boletín Mensual*, CEMLA, México, junio.
- y J. De Gregorio (1987), "Orígenes y efectos del endeudamiento externo en Chile: antes y después de la crisis", *El Trimestre Económico* N°s 213 y 214, México, enero-marzo.
- y S. Griffith-Jones, comps., (1995), *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina: fuentes, efectos y políticas*, Fondo de Cultura Económica, México, D.F. y Santiago.
- y M. Marfán (1989), "Selective Policies Under a Structural Foreign Exchange Shortage", *Journal of Development Economics*, Vol. 29, y *Notas Técnicas* N° 126, CIEPLAN, febrero.
- y D. Raczynski (1990), "The Impact of Global Recession and National Policies on Living Standards: Chile, 1973-89", *Notas Técnicas* N° 97, tercera edición, CIEPLAN, noviembre.
- y H. Reisen, comps., (1998), *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*, McGraw-Hill, Santiago, segunda edición.
- y R. Sáez (1995), "Comercio y desarrollo industrial en Chile", *Colección Estudios CIEPLAN* 41, diciembre.
- y E. Tironi, comps., (1974), *El cobre en el desarrollo nacional*, Ediciones Nueva Universidad, Santiago.



- 
- , M. R. Agosin, y A. Uthoff (1995), "Movimiento de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (1995).
- , P. Leiva y R. Madrid (1992), "La apertura comercial en Chile: experiencias y perspectivas", *Estudios de Política Comercial*, N° 1, UNCTAD, Ginebra; versión abreviada en *Pensamiento Iberoamericano* N° 21.
- Fischer, R. (1991), "Efectos de una apertura comercial sobre la distribución del ingreso", *Colección Estudios CIEPLAN* 33, diciembre.
- Fishlow, A. (1983), "La deuda externa latinoamericana: problema o solución", en Ffrench-Davis (1983a).
- Fontaine, J.A. (1988), "Los mecanismos de conversión de deuda en Chile", *Estudios Públicos* N° 30, CEP, otoño.
- (1989), "The Chilean Economy in the 1980s: Adjustment and Recovery", en S. Edwards y F. Larraín (eds.), *Debt, Adjustment and Recovery: Latin America's Prospects for Growth and Development*, Basil Blackwell, Oxford.
- Foxley, A. (1980), "Hacia una economía de libre mercado: Chile 1974-78", *Colección Estudios CIEPLAN* 4, noviembre.
- (1982), "Experimentos neoliberales en América Latina", *Colección Estudios CIEPLAN* 7, marzo, número especial.
- , E. Aninat y J. P. Arellano (1980), *Las desigualdades económicas y la acción del Estado*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Franco Mesa, J. (1980), "¿Qué sucede en la agricultura?", *Revista Mensaje* N° 292.
- Frank, Ch., K. Kim y L. Westphal (1975), *Foreign Trade Regimes and Economic Development: South Korea*, NBER, Nueva York.
- Frenkel, R. (1983), "La apertura financiera externa: el caso argentino", en Ffrench-Davis (1983a).
- (1990), "El régimen de alta inflación y el nivel de actividad", en J.P. Arellano (ed.), *Inflación rebelde en América Latina*, CIEPLAN, Santiago.
- Garcés, F. (1990), "Normativa vigente para la inversión extranjera (Capítulo XIX)", *Boletín Mensual* N° 747, Banco Central de Chile, mayo.

- Gémines (1987), "Operaciones con pagarés (Capítulo XIX)", *Informe Gémines* N° 84, Santiago, septiembre.
- Griffith-Jones, S. (1998), *Global Capital Flows*, Macmillan, Londres.
- y E. Rodríguez, comps., (1992), *Cross conditionality, banking regulation and Third World debt*, Macmillan, Londres.
- Hachette, D. (1976), "Estrategias de liberalización del comercio exterior chileno", *Estudios Monetarios IV*, Banco Central de Chile.
- y R. Lüders (1992), *La privatización en Chile*, Centro Internacional para el Desarrollo Económico (CINDE), Santiago.
- Harberger, A. (1985), "Observations on the Chilean Economy, 1973-83", *Economic Development and Cultural Change* N° 33, abril.
- Held, G. y F. Jiménez (2001), "Liberalización, crisis y reforma del sistema financiero chileno", en proceso, CEPAL.
- Helpman, E., L. Leiderman, y G. Bufman (1994), «A New Breed of Exchange Rate Bands: Chile, Israel and Mexico», *Economic Policy*, N° 19, octubre.
- Herrera, J. E. y J. Morales (1979), "La inversión financiera externa: el caso de Chile, 1974-78", *Colección Estudios CIEPLAN* 1, julio.
- Hirschman, A. (1994), "La conexión intermitente entre el progreso político y el económico", *Estudios Públicos* N° 56, CEP, primavera.
- Hofman, André (1999), *The Economic Development of Latin America in the Twentieth Century*, ECLAC, Edward Elgar, Aldershot, Great Britain, December.
- INE (1999), "V Encuesta de Presupuestos Familiares, 1996-97", *Serie de Estadísticas Sociales* N° 1, junio.
- Instituto Textil de Chile (1978), "Estudio de la evolución económica del sector textil: período 1974-1977", Santiago.
- Jadresic, E. (1986), "Evolución del empleo y desempleo en Chile: 1970-85, Series anuales y trimestrales", *Colección Estudios CIEPLAN* 20, diciembre.
- (1990), "Salarios reales en Chile: 1960-88", *Notas Técnicas* N° 134, CIEPLAN, septiembre.

- Jorgensen, E. y J. Sachs (1988), "Default and Renegotiation of Latin American Foreign Funds in the Interwar Period", *Working Paper* N° 2636, NBER, Cambridge, Ma.
- JUNAC (1976), "Protecciones efectivas vigentes en los Países Miembros", JPE, *mimeo*, junio.
- Krugman, P. (1990), *The age of diminished expectations*, The MIT Press, Cambridge, Mass.
- Labán, R. y F. Larraín (1997), «Can a Liberalization of Capital Outflows Increase Net Capital Inflows?», *Journal of International Money and Finance*, vol. 16, N° 3.
- Lahera, E. (1981), "Las empresas transnacionales en la economía chilena", *Revista de la CEPAL* N° 14, agosto.
- (1987), "La conversión de la deuda externa vista desde América Latina", *Revista de la CEPAL* N° 32, agosto.
- Larrañaga, O. (2001), "Distribución de ingresos: 1958-2001", en R. Ffrench-Davis y B. Stallings (eds.), *Reformas, crecimiento y políticas sociales en Chile desde 1973*, LOM Ediciones, Santiago.
- Larraín, C. (1995), "Internacionalización y supervisión de la banca en Chile", *Estudios Públicos* N° 60, CEP, primavera.
- Larraín, F. (1988), "Debt-Reduction Schemes and the Management of Chilean Debt", Banco Mundial, Washington, D.C., diciembre.
- (1991), "Public Sector Behavior in a Highly Indebted Country: The Contrasting Chilean Experience, 1970-85", en F. Larraín y M. Selowsky (eds.), *The Public Sector and the Latin American Crisis*, ICS Press, San Francisco.
- y A. Velasco (1990), "Can Swaps Solve the Debt Crisis? Lessons From the Chilean Experience", *Princeton Studies in International Finance*, Princeton.
- y R. Vergara, eds., (2000), *La transformación económica de Chile*, Centro de Estudios Públicos, Santiago.
- , R. Labán y R. Chumacero (1997), "What Determines Capital Inflows? An Empirical Analysis for Chile", *Faculty Research Working Paper Series*, N° R97-18, John F. Kennedy School of Government University of Harvard, abril.

- Le Fort, G. y S. Lehmann (2000), "El encaje, los flujos de capitales y el gasto: una evaluación empírica", *Documento de Trabajo* N° 64, Banco Central de Chile, diciembre.
- Little, I, T. Scitovsky y M. Scott (1970), *Industry and Trade in Some Developing Countries*, Oxford University Press, Londres.
- Lüders, R. (1980), "Estrategias de desarrollo industrial y sus resultados: el caso de Chile", Simposium Internacional sobre *Política industrial en la década de los 80*, Ministerio de Industria y Energía, Madrid, mayo.
- Marcel, M. (1989), "Privatización y finanzas públicas: el caso de Chile, 1985-88", *Colección Estudios CIEPLAN* 26, junio.
- y P. Meller (1983), "Indicadores líderes de recesión y expansión económica", *Colección Estudios CIEPLAN* 11, diciembre.
- (1986), "Empalme de las cuentas nacionales de Chile 1960-85. Métodos alternativos y resultados", *Colección Estudios CIEPLAN* 20, diciembre.
- Marfán, M. (1984), "Políticas reactivadoras y recesión externa: Chile 1929-38", *Colección Estudios CIEPLAN* 12, diciembre.
- (1992), "Re-estimación del PGB potencial en Chile: implicancias para el crecimiento", *Cuadernos de Economía* N° 87, año 29, agosto.
- y B. Bosworth (1994), "Saving, Investment, and Economic Growth", en B. Bosworth, R. Dornbusch y R. Labán (eds.), *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges*, The Brookings Institution, Washington, D. C.
- Marshall, J. (1981), "El gasto público en Chile: 1969-1979", *Colección Estudios CIEPLAN* 5, julio.
- Massad, C. (1975), "La paradoja de septiembre de 1975", *Estudios de Economía* N° 5, primer semestre.
- (2000), "Capital Flows in Chile: Changes and Policies in the Nineties", en J.A. Ocampo, S. Zamagni, R. Ffrench-Davis y C. Pietrobelli (eds.), *The Globalization of Financial Markets and the Emerging Economies*, CEPAL/Instituto Maritain, Santiago.
- y R. Zahler, eds., (1988), *Deuda interna y estabilidad financiera*, Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.

- McKinnon, R. (1977), "La intermediación financiera y el control monetario en Chile", *Cuadernos de Economía* N° 43, diciembre.
- (1981), "Foreign Exchange Policy and Economic Liberalization in LDCs", Alternativas de políticas financieras en economías pequeñas y abiertas al exterior, *Estudios Monetarios VII*, Banco Central de Chile, Santiago.
- Meller, P. (1986), "Un enfoque analítico empírico de las causas del actual endeudamiento externo chileno", *Colección Estudios CIEPLAN* 20, diciembre.
- (1996), *Un siglo de economía política chilena, 1890-1990*, Andrés Bello, Santiago.
- y A. Solimano (1983), "Inestabilidad financiera, burbujas especulativas y tasa de interés real: Chile, 1975-83", CIEPLAN.
- Mendive, P. (1978), "Proteccionismo y desarrollo: nuevos obstáculos de los centros al comercio internacional", *Revista de la CEPAL* N° 6, segundo semestre.
- MIDEPLAN (1999), "Pobreza y distribución del ingreso en Chile, 1990-98", Resultados de la VII encuesta de caracterización socioeconómica nacional (CASEN 1998) *Documento* N° 1, julio.
- Ministerio de Hacienda, *Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública*, publicación anual.
- (1985), *Financial Package*, República de Chile, junio.
- Mizala, A. (1992), "Las reformas económicas de los años setenta y la industria manufacturera", *Colección Estudios CIEPLAN* 35, septiembre.
- Moguillansky, G. (1999), *La inversión en Chile: ¿el fin de un ciclo de expansión?*, Fondo de Cultura Económica, Santiago.
- Molina, S. (1972), *El proceso de cambio en Chile*, Editorial Universitaria, Santiago.
- Monckeberg, F. (1998), *Jaque al subdesarrollo ahora*, Dolmen Ediciones, Santiago.
- Morandé, F. y R. Vergara, eds., (1997), *Análisis empírico del crecimiento en Chile*, Centro de Estudios Públicos (CEP), ILADES/Georgetown University, Santiago.

- Morgan Guarantee Trust (1987), "Debt-Equity Swaps", *World Financial Markets*, junio-julio.
- Moulian, T. (1982), "Desarrollo político y estado de compromiso, desajuste y crisis estatal en Chile", *Colección Estudios CIEPLAN* 8, julio.
- y P. Vergara (1979), "Coyuntura económica y reacciones sociales: las fases de la política económica en Chile, 1973-78", *Apuntes CIEPLAN* 22, noviembre.
- (1980), "Estado, ideología y políticas económicas en Chile: 1973-78", *Colección Estudios CIEPLAN* 3, junio.
- Muñoz, O. (1986), *Chile y su industrialización: pasado, crisis y opciones*, Ediciones CIEPLAN, Santiago.
- , comp. (2000), *El Estado y el Sector Privado: construyendo una nueva economía en los años 90*, FLACSO/Dolmen Ediciones, Santiago.
- y A. M. Arriagada (1977), "Orígenes políticos y económicos del estado empresarial en Chile", *Colección Estudios CIEPLAN* 16, septiembre.
- Ocampo, J. A., ed., (1994), *Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas*, Red de Centros de Investigación Económica Aplicada, FEDESARROLLO y Banco Interamericano de Desarrollo, Bogotá.
- Ortega, E. (1987), *Transformaciones agrarias y campesinado: de la participación a la exclusión*, Ediciones CIEPLAN, Santiago.
- Perry, G. y R. Junguito (1981), "Política económica y endeudamiento externo en Colombia en la década de los setenta", en R. Ffrench-Davis (ed.), *Lecturas sobre intercambio y desarrollo*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Pinto, A. (1973), *Chile, un caso de desarrollo frustrado*, Editorial Universitaria, Santiago.
- (1981), "Chile: el modelo ortodoxo y el desarrollo nacional", *El Trimestre Económico* N° 192, México, octubre-diciembre.
- Pizarro, C., D. Raczynski y J. Vial, eds., (1995), *Políticas económicas y sociales en el Chile democrático*, CIEPLAN/UNICEF, Santiago.

- PNUD (1998), *Desarrollo Humano en Chile 1998: las paradojas de la modernización*, Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo, Santiago.
- Política y Espíritu (1975), "Informe económico", *Política y Espíritu* N° 357.
- Raczynski, D. (1995), "Focalización de programas sociales: lecciones de la experiencia chilena", en Pizarro, Raczynski y Vial (1995).
- y C. Oyarzo (1981), "¿Por qué cae la tasa de mortalidad infantil en Chile?", *Colección Estudios CIEPLAN* 6, diciembre.
- Ramos, J. (1975), "El costo social: hechos e interpretaciones", *Estudios de Economía*, segundo semestre.
- (1978), "Inflación persistente, inflación reprimida e interpretaciones: lecciones de inflación y estabilización en Chile", *Desarrollo Económico* N° 69, vol. 18, Buenos Aires, abril-junio.
- (1986), *Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America, 1973-83*, Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- (1991), "Equilibrios macroeconómicos y desarrollo", en: O. Sunkel (ed.), *En busca del desarrollo perdido: un enfoque neoestructuralista*, Fondo de Cultura Económica, México..
- Reinstein, A. y F. Rosende (2000), "Reforma Financiera en Chile", en Larraín y Vergara (2000).
- Robbins, D. (1994), "Relative wage structure in Chile, 1957-1992: changes in the structure of demand for schooling", *Estudios de Economía*, Universidad de Chile, octubre.
- Robichek, W. (1981), "Some Reflections About External Public Debt Management", Alternativas de políticas financieras en economías pequeñas y abiertas al exterior, *Estudios Monetarios VII*, Banco Central de Chile.
- Rodrik, D. (2001), "¿Por qué hay tanta inseguridad económica en América Latina?", *Revista de la CEPAL* N° 73, abril.
- Roldós, J. (1997), "El crecimiento del producto potencial en mercados emergentes: el caso de Chile", en Morandé y Vergara (1997).
- Roningen, V. y A. Yeats (1976), "Non-Tariff Distortions of International Trade: Some Preliminary Empirical Evidence", *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 112.

- Ruiz-Tagle P., J. (1979), "Seis años de política social: una revolución en marcha", *Revista Mensaje* N° 282
- (1980), "Desarticulación de la educación", *Revista Mensaje* N° 291.
- (1981), "Reformas en la educación superior", *Revista Mensaje* N° 297.
- Ruiz-Tagle V., J. (1999), "Chile: 40 años de desigualdad de ingresos", Tesis para optar al grado de Magister en Economía, Departamento de Economía, Universidad de Chile, Santiago.
- Sachs, J. (1987), "Trade and Exchange-rate Policies in Growth-oriented Adjustment Programs", en V. Corbo, M. Goldstein y M. Khan, (eds.), *Growth-oriented Adjustment Programs*, FMI y Banco Mundial, Washington, D.C.
- , A. Tornell, y A. Velasco (1996), "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995", *Brookings Papers on Economic Activity* N° 1.
- Sanfuentes, A. (1987), "La deuda pública externa de Chile entre 1818 y 1935", *Notas Técnicas* N° 96, CIEPLAN, marzo.
- Sanhueza, G. (1999), "La crisis financiera en los años ochenta en Chile: análisis de sus soluciones y su costo", *Economía Chilena*, Vol. 2, N° 1, Banco Central de Chile, abril.
- Scherman, J. (1980), "La industria textil y de prendas de vestir y la apertura al exterior: Chile 1974-78", *mimeo*, CIEPLAN, octubre.
- (1981), "Estadísticas básicas del sector industrial externo chileno", *Notas Técnicas* N° 35, CIEPLAN, agosto.
- Schmidt-Hebbel, K. (1988), "Consumo e inversión en Chile (1974-1982): una interpretación 'real' del boom", en F. Morandé y K. Schmidt-Hebbel (eds.), *Del auge a la crisis de 1982*, ILADES, Santiago.
- y L. Servén (1999), "Saving in the world: the stilized facts", en K. Schmidt-Hebbel y L. Servén (eds.), *The Economics of Savings and Growth: Theory, Evidence and Implications for Policy*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Sociedad de Fomento Fabril, *Encuesta Industrial Trimestral*, 1977-79, N°s I a IV, Santiago.



- Solimano, A. (1990), "Inversión privada y ajuste macroeconómico. La experiencia chilena en la década de los 80", *Colección Estudios CIEPLAN* 28, marzo.
- Stiglitz, J. (1998), "The Role of the Financial System in Development", documento presentado en la Fourth Annual Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean (LAC ABCDE), San Salvador, El Salvador, junio.
- Tapia, D. (1979), "Apertura al mercado financiero internacional", en *Institucionalidad económica e integración financiera con el exterior*, Instituto de Estudios Bancarios, Santiago.
- Tironi, E. y J. Barría (1978), "La Disputada: de la Enami a la Exxon", *Revista Mensaje* N° 271.
- Titelman, D. (2001), "Reformas al financiamiento del sistema de salud en Chile", en proceso, CEPAL.
- Tobin, J. (1978), "A Proposal for International Economic Reform", *Eastern Economic Journal*, 4, julio-octubre.
- Torche, A. (1987), "Distribuir el ingreso para satisfacer las necesidades básicas", en F. Larraín (ed.), *Desarrollo económico en democracia: proposiciones para una sociedad libre y solidaria*, Ediciones Universidad Católica de Chile, Santiago de Chile.
- Tybout, J., J. de Melo y V. Corbo (1991), "The effects of trade reforms on scale and technical efficiency: new evidence from Chile", *Policy Research and External Affairs Working Papers* N° 481, Banco Mundial, Washington, D.C.
- Uthoff, A. y D. Titelman (1998), "La relación entre el ahorro externo y el ahorro nacional en contextos de liberalización financiera", en Ffrench-Davis y Reisen (1998).
- Valdés, R. (1992), "Cuantificación de la reestructuración sectorial generada por la liberalización comercial chilena", *Colección Estudios CIEPLAN* 35, septiembre.
- Valdés, S. (1989), "Orígenes de la crisis de la deuda. ¿Nos sobreendeudamos o nos prestaron en exceso?", *Estudios Públicos* N° 33, CEP, verano.
- y M. Soto (1998), "New Selective Capital Controls in Chile: Are They Effective?", *Empirica* 25(2).

- Vergara, P. (1980), "Apertura externa y desarrollo industrial en Chile: 1974-78", *Colección Estudios CIEPLAN* 4, noviembre.
- (1981), "Las transformaciones de las funciones económicas del Estado de Chile bajo el régimen militar", *Colección Estudios CIEPLAN* 5, julio.
- Vial, J. (1988), "An Econometric Study of the World Copper Market", *Notas Técnicas* N° 112, CIEPLAN, mayo.
- Vignolo, C. (1980), "Inversión extranjera en Chile, 1974-79", *Revista Mensaje* N° 286.
- (1982), "El cobre en el desarrollo nacional: evolución reciente, perspectivas y estrategias", Centro de Estudios del Desarrollo, Santiago, agosto.
- Williamson, J. (1981), "The crawling-peg in historical perspective", en J. Williamson (ed.), *The Crawling-Peg: Past Performance and Future Prospects*, Macmillan, Londres.
- (1992), "Acerca de la liberalización de la cuenta de capitales", *Estudios de Economía*, vol. 19, N° 2, Universidad de Chile, Santiago.
- (1996), *The Crawling Band as an Exchange Rate Régime: Lessons from Israel, Chile, and Colombia*, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Yáñez, J. (1979), "Una corrección del índice de precios al consumidor durante el período 1971-73", *Comentarios sobre la situación económica*, Departamento de Economía, Universidad de Chile, segundo semestre.
- Zahler, R. (1980), "Repercusiones monetarias y reales de la apertura financiera al exterior: el caso chileno, 1975-78", *Revista de la CEPAL* N° 10, abril.
- (1988), "Estrategias financieras latinoamericanas: la experiencia del Cono Sur", *Colección Estudios CIEPLAN* 23, Santiago, marzo.
- (1998), "El Banco Central y la política macroeconómica de Chile en los años noventa", *Revista de la CEPAL* N° 64, abril.
- Zañartu, M. (1980), "Gasto social en los pobres", *Revista Mensaje* N° 290.



