notas técnicas

CIEPLAN

99

agosto/1987

Orígenes y efectos del endeudamiento externo en Chile

Ricardo Ffrench-Davis
José De Gregorio

La Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica es una institución de derecho privado sin fines de lucro y con fines académicos y científicos. Con domicilio en Av. C. Colón 3494, Santiago de Chile, autorizada por decreto N°1102 del Ministerio de Justicia, con fecha 17 de Octubre de 1975.

ORIGENES Y EFECTOS DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO EN CHILE

Ricardo Ffrench-Davis

José De Gregorio

NOTAS TECNICAS N°99 Agosto de 1987

Esta serie de documentos de trabajo, es de circulación interna, y tiene el propósito de contribuir a la discusión de las investigaciones de CIEPLAN.

Las opiniones que se presentan en los documentos, así como los análisis e interpretaciones que en ellos se contienen, son de la responsabilidad exclusiva de sus autores y no reflejan necesariamente los puntos de vista de la Corporación.

S I N T E S I S

El artículo se concentra en el examen de los usos a que se destinó el endeudamiento externo registrado en Chile a partir de 1976. Luego se exponen los principales efectos generados, primero por el endeudamiento y enseguida por el sevicio de la deuda a contar de la emergencia de la crisis en 1982.

Al analizar los usos, fue preciso estimar la intensidad de los shocks externos, producto del deterioro de los términos del intercambio y del alza de las tasas de interés, que Chile, así como la mayoría de las naciones deudoras importadoras de petróleo, sufrió durante parte de lo años setenta.

El estudio demuestra que la variable "dinámica", asociada al creciente endeudamiento externo, fue un vertiginoso incremento de las importaciones. La excepción entre éstas, lo constituyeron los equipos y maquinarias, cuyas importaciones se mantuvieron a niveles relativos y reales bajo los históricos.

El exceso de importaciones fue el resultado de una liberalización intensa e indiscriminada del intercambio comercial, acompañada además por un atraso cambiario. El estudio demuestra que se puede concluir que más de la mitad del aumento de la deuda externa, entre 1976 y 1982, se originó en el nivel "excesivo" de importaciones.

Este artículo forma parte de las actividades de CIEPLAN en Economía y Relaciones Internacionales. Fue publicado en El Trimestre Económico Nos.213 y 214 de 1987. En esta Nota Técnica de CIEPLAN, que reproduce aquella publicación, se agregó además un anexo con estimaciones alternativas del monto de "importaciones excesivas" registradas entre 1977 y 1982.

I N D I C E

		Págs.
I.	SUBDESARROLLO NACIONAL Y ENDEUDAMIENTO EXTERNO	2
II.	SHOCKS EXTERNOS Y CAUSAS INTERNAS DEL ENDEUDAMIENTO EN CHILE	6
	1. El escenario económico externo	7
	2. El proceso ahorro-inversión	13
	3. El excesivo volumen de importaciones	17
III.	LA DEUDA EXTERNA DESPUES DE LA CRISIS	22
	1. La "estatización" de la deuda externa	22
	2. El costo social del ajuste después de la crisis	25
	ANEXO 1. MEDICION DE SHOCKS EXTERNOS Y AJUSTE INTERNO	30
	ANEXO 2. ESTIMACIONES DEL ENDEUDAMIENTO POR "EXCESO DE IMPORTACIONES"	33
	REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	41

ORIGENES Y EFECTOS DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO EN CHILE*

Ricardo Ffrench-Davis
José De Gregorio**

Los efectos de la crisis externa en las naciones latinoamericanas, no obstante su carácter generalizado, exhiben una variedad apreciable. La diversidad observada obedece a la distinta magnitud y la distinta velocidad que caracterizaron al endeudamiento de cada país, y a la estrategia de desarrollo y endeudamiento que adoptaron. Lo último además resulta determinante del nivel de desarrollo en que la crisis externa encuentra a cada país; hay naciones cuyas economías se estancaron o retrocedieron durante el último decenio, que fue el caso de Chile, en tanto que hay otras que crecieron vigorosamente utilizando para ello el abundante crédito que estuvo a su disposición en los mercados internacionales.

En este artículo se examinan las causas del acelerado endeudamiento en Chile durante los años 1977-1981 y sus efectos para el desarrollo nacional, y las consecuencias que ha tenido posteriormente en los años de ajuste recesivo, esto es, desde 1982.

---

* Este artículo forma parte de las actividades de CIEPLAN en Economía y Relaciones Internacionales, que cuenta con el apoyo de la Fundación Ford. Fue publicado en El Trimestre Económico Nos.213 y 214 de 1987. Además se agregó aquí un anexo con estimaciones alternativas del "exceso de importaciones". Una versión previa y resumida de este artículo fue publicada en la revista Nueva Sociedad No.84, julio-agosto de 1986.

** Agradecemos la colaboración de José Miguel Cruz.

En la sección I se presenta un breve recuento de la política económica aplicada a partir del golpe de 1973, seguido por un examen de la evolución de la deuda externa; la sección II se concentra en el uso de la deuda, destinada mayoritariamente a la importación de bienes prescindibles para el crecimiento del país, y en menor proporción a compensar un contexto internacional adverso; la sección III analiza los efectos de las políticas de ajuste interno, aplicadas desde 1982.

I. SUBDESARROLLO NACIONAL Y ENDEUDAMIENTO EXTERNO

Como se ha demostrado en otros estudios, la economía chilena tuvo un comportamiento productivo muy deficiente durante el período 1973-82. Junto a ello se registró un espectacular proceso de concentración del ingreso y el patrimonio (véase Ffrench-Davis, 1982; Foxley, 1982). El resultado de este experimento estuvo asociado, en forma significativa, a las políticas económicas impuestas en estos años, que llevaron a la liberalización indiscriminada de las importaciones y del sistema financiero, y al desmantelamiento sistemático de la función pública en el ámbito económico.

Las políticas económicas impuestas autoritariamente en Chile contaron con el apoyo decidido de instituciones internacionales, como el Fondo Monetario Internacional y de diversos personeros de los bancos prestamistas que expusieron su satisfacción con la política de apertura indiscriminada al exterior, de la reforma financiera interna, y de la aplicación del llamado "enfoque monetario de la balanza de pagos". Por lo tanto, el gobierno chileno fue acompañado y alentado en su opción de política económica.

El endeudamiento mostró un doble proceso de privatización.

En 1981, más del 80% de la deuda externa de Chile era con acreedores privados (bancos comerciales); éstos cubrian apenas el 19% a fines de 1974. Entre los países en desarrollo no exportadoes de petróleo, Chile se transformó en uno de los principales deudores de los acreedores bancarios. 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, 1983).

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. Por supuesto, ni uno ni otro porcentaje eran sostenibles por un tiempo prolongado. Sin embargo, con frecuencia los prestamistas presionaron a los deudores para que tomaran más créditos y liberalizasen su endeudamiento y las operaciones cambiarias. Por ello, cabe una responsabilidad tanto a los deudores como a los acreedores en la gestación de la crisis.

Los préstamos fueron recibidos, en forma abrumadora, por el sector privado, incluyendo los grupos económicos que crecieron vertiginosamente en este período. Estos créditos no gozaron de garantía estatal, hecho que fue destacado profusamente por el gobierno, y exhibido como prueba de que estos fondos serían bien utilizados, pues se asignaban a través del mercado libre.

Como se expone más adelante, más de la mitad del incremento de la deuda se utilizó en financiar las importaciones de bienes de consumo "prescindibles"; por otra parte, luego de emerger la crisis de la deuda en 1982, el gobierno fue tomando bajo su responsabilidad lo que había sido deuda privada. Los

beneficios se despilfarraron o se concentraron en una minoría, en tanto que los costos se socializaron.

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 fue especialmente importante la liberalización generalizada de las importaciones y del sistema financiero. Surtió profundos efectos sobre la demanda global y su composición, permitiendo un exceso notorio de gasto por sobre la producción interna; contribuyó a la espectacular concentración del patrimonio al concentrarse el crédito externo en manos de un segmento del sector privado; y desalentó el ahorro y la inversión nacionales al incentivar el consumo de bienes importados en desmedro de la producción local (véase el cuadro 3)[1].

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. El comportamiento de la deuda neta real (valores nominales erosionados por la inflación internacional), 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 del decenio presente. Ello fue reforzado por la opinión imperante en los medios oficialistas nacionales de que, puesto que el endeudamiento era predominantemente privado, su uso sería eficiente (véase también Robichek, 1981, pp. 171-72).

---

[1]Para otros estudios sobre el experimento económico en Chile, ver CIEPLAN (1982), Corbo (1985), Edwards (1985), Foxley (1980), Harberger (1982) y Zahler (1983).

Cuadro 1. DEUDA EXTERNA DE CHILE 1975-85.
CLASIFICACION SEGUN DEUDORES

	Deuda externa total a/ (mill. US$) (1)	Deuda privada d/ (mill. US$) (2)	(%) (3)	Deuda pública b/d/ (mill. US$) (4)	(%) (5)	Deuda externa neta c/ (mill. US$) (6)
1975	5.453	786	14,9	4.502	85,1	5.148
1976	5.392	958	18,3	4.275	81,7	4.771
1977	5.763	1.284	22,9	4.329	77,1	5.078
1978	7.153	1.955	27,9	5.056	72,1	5.748
1979	8.790	3.421	39,5	5.242	60,5	6.297
1980	11.331	6.021	53,7	5.186	46,3	7.134
1981	15.700	10.077	64,6	5.514	35,4	11.876
1982	17.263	10.493	61,2	6.666	38,8	14.679
1983	18.133	9.037	50,1	9.000	49,9	15.504
1984	19.746	6.543	33,2	13.129	66,8	16.908
1985 p	20.597	5.934	28,9	14.576	71,1	17.675

Fuente: Banco Central, Deuda externa de Chile 1984 y antecedentes preliminares para 1985.

a/ Además de la deuda tradicional incluye deuda con el FMI y la pagable en moneda nacional.

b/ Incluye deuda privada con garantía pública.

c/ Deuda total menos activos del Banco Central. El oro está valorado a precios de mercado y los convenios de créditos recíprocos se consideran en su valor neto.

d/ Los porcentajes se calculan sobre la col. (1) descontada la deuda pagable en moneda nacional.

p preliminar.

El creciente endeudamiento posibilitó una apreciación persistente 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 que enfrentaron los deudores nacionales fue negativo durante casi

todo el período comprendido entre la liberalización financiera de 1975 y la serie de devaluaciones masivas iniciada a mediados de 1982. Así se retroalimentó el proceso, acelerando el ingreso de capitales, los que permitieron la continuidad de la apreciación cambiaria y del aumento de las importaciones. De esta manera, la economía nacional se acomodó, crecientemente, a un flujo masivo de capital financiero. La dinámica de este proceso de desequilibrio acumulativo es ilustrativo del mal funcionamiento de los mercados cambiarios y financieros en ausencia de una regulación adecuada[2].

II. SHOCKS EXTERNOS Y CAUSAS INTERNAS DEL ENDEUDAMIENTO EN CHILE

El propósito de esta sección es analizar el porqué del masivo endeudamiento externo de Chile. En este sentido se revisan las condiciones externas por las cuales atravesó la economía chilena durante el período del endeudamiento y luego se analiza el comportamiento interno de la economía, examinando cómo las equivocadas señales de la política económica incidieron en un proceso de endeudamiento externo improductivo. Se hacen algunos ejercicios cuantitativos para medir la importancia de las distintas causas.

Existen algunos trabajos en los cuales se intenta separar los shocks externos y las políticas de ajuste seguidas

---

[2]Estos y otros aspectos, tales como las diferencias entre tasas internas y externas de interés, se analizan en Ffrench-Davis (1983). Estas diferencias tuvieron efectos distributivos notables con un signo regresivo (Zahler, 1983).

para adaptarse a estos shocks (Bacha, 1984; Balassa, 1981; Ground, 1986; Mitra, 1984).

En este trabajo se consideran sólo algunos de los shocks y formas de ajuste, en especial aquellos que aparecen más relevantes al caso chileno durante el período del endeudamiento masivo, y a su vez su forma de medición es la más estándar. En general, éstos son ejercicios contrafactuales que parten de algunas identidades contables del sector externo[3].

Una desventaja de estos ejercicios es que los resultados son muy sensibles a los períodos base escogidos y a algunas variaciones metodológicas en la forma de medición de cada efecto (Bacha, 1985). Tampoco se incorporan criterios de optimalidad, en el sentido que no se distingue el efecto sobre el bienestar de los distintos shocks y formas de ajuste, ya que se centran principalmente en el impacto sobre el déficit en la cuenta corriente o la deuda externa. Por último, con respecto a la medición de los shocks no se distingue cuáles son permanentes y cuáles transitorios, lo que tiene implicancias sobre qué tipo de ajuste es más conveniente seguir (Sachs, 1984). Por estas razones se deben considerar los resultados sólo como ilustrativos de los órdenes de magnitud envueltos.

1. El escenario económico externo

Previo a analizar las causas internas del endeudamiento externo de Chile conviene revisar el contexto internacional en el cual este proceso tuvo lugar.

---

[3]Para una discusión más detallada de estas metodologías, ver Bacha (1985) y Ground (1986).

En el cuadro 2 se presentan algunos indicadores de la situación macroeconómica mundial durante el período 1974-84. También se presentan los datos en 1970 para tener algún punto de comparación con un año previo al experimento neoliberal.

Después del primer shock petrolero de 1973 la economía mundial entró en un proceso recesivo el cual duró hasta 1975. Al año siguiente las economías industrializadas recuperaron su capacidad de crecimiento, registrando una expansión promedio anual de 4,1% en 1976-79. Luego con el segundo shock del petróleo la economía mundial volvió a estancarse.

El alza del precio del petróleo y la brusca caída del precio del cobre hicieron que los términos de intercambio de Chile se redujeran considerablemente. Posteriormente volvieron a recuperarse, aunque parcialmente, para volver a deteriorarse en 1982.

Para cuantificar el efecto de la caída de los términos de intercambio durante el período de endeudamiento masivo, se puede realizar un ejercicio que se describe a continuación.

El saldo de la balanza comercial (B), en cualquier período se puede escribir como:

$$B = (1+P^{x})X-(1+P^{M})M \qquad (1)$$

Donde X y M representan los valores reales de las exportaciones e importaciones, respectivamente, y P^{x} y P^{M} representan las variaciones porcentuales de sus correspondientes precios. Si los términos de intercambio se hubieran mantenido constantes, al nivel del período base, y los precios de importación y exportación hubieran crecido al ritmo de la inflación internacional (P^{*}), el saldo de la balanza comercial habría sido:

Cuadro 2. INDICADORES DEL ESCENARIO ECONOMICO EXTERNO DE CHILE

	Crecimiento PIB países indust. (%) (1)	Términos de intercambio de Chile a/ (1977=100) (2)	Tasa de interés pagada por Chile b/ (%) (3)	Tasa PRIME (%) (4)	Tasa real PRIME países en desarrollo no petr. c/ (%) (5)
1970	2,8	195,2	4,2	7,8	4,2
1974	0,7	171,8	4,7	10,7	-18,4
1975	- 0,4	103,7	6,2	7,8	9,4
1976	5,0	111,4	6,3	6,7	0,9
1977	3,9	100,0	7,2	6,8	- 7,1
1978	4,2	98,5	9,0	9,1	5,2
1979	3,3	116,0	11,0	12,7	- 3,3
1980	1,2	116,7	13,5	15,2	0,3
1981	1,4	98,4	18,8	18,9	23,6
1982	- 0,4	93,8	15,1	14,8	22,6
1983	2,6	102,1	11,1	10,8	14,9
1984	4,7	97,1	11,9	12,0	10,6
1985 p	2,8	91,6	10,9	9,9	13,8

Fuente: (1) Dornbusch y Fischer (1985) y FMI (1986). (2) CEPAL y Banco Central, Indicadores de comercio exterior, marzo 1984 y enero 1986. (3) cuadro 1 y Banco Central. (4) Banco Central. (5) Banco Central, Balanza de Pagos, IFS, anuario 1984, enero 1986, y FMI (1986).

a/ Para 1970-76 se usa CEPAL y luego se empalma con los datos del Banco Central, en base 1977 hasta 1979 y los datos en base 1980 para los años 1980-85.

b/ Corresponde a la razón entre los servicios de créditos del año y la deuda externa neta a fines del año anterior.

c/ Corresponde a la tasa PRIME deflactada por el índice de valor unitario de las exportaciones de los países en desarrollo no exportadores de petróleo.

p preliminar.

$$B^* = (1+P^*)X-(1+P^*)M \qquad (2)$$

En consecuencia, la diferencia entre (1) y (2) representará el impacto del deterioro de los términos de intercambio en el incremento del déficit en cuenta corriente. Adicionalmente se debe incluir el pago de intereses por este shock adverso, el cual se calcula, en cada período, como la tasa de interés nominal pagada por Chile por el valor acumulado del impacto de los términos de intercambio hasta el período anterior. De esta manera, al sumar para todo el período los efectos en cada año, con sus respectivos intereses acumulados se puede tener una estimación del shock de los términos de intercambio.

El ejercicio recién descrito se realiza para el período 1977-82[4]. El período utilizado como base es 1974-76, y el año terminal es 1982, en el cual se desencadena la crisis de pagos y los dramáticos procesos de ajuste de los países endeudados. Los resultados del ejercicio muestran que el empeoramiento de la cuenta corriente, debido al deterioro de los términos de intercambio, es de US$ 5.690 millones, incluidos los intereses acumulados, los que corresponden a US$ 1.640 millones.

Es necesario advertir que este resultado es muy sensible al año base escogido, en especial si sólo se consideran los términos de intercambio de 1976, en cuyo caso el efecto de los términos de intercambio sería aproximadamente un 70% menor. Sin embargo, se eligió el trienio 1974-76 para

---

[4]Para los términos de intercambio se usan las cifras del cuadro 2, las exportaciones e importaciones se expresan en su valor FOB y CIF, respectivamente. Para la inflación internacional se usa el índice de Ffrench-Davis (1984).

considerar un año (1974) con términos de intercambio significativamente mayores a los de todos los años posteriores, evitando así subestimaciones. Si bien es cierto que si durante todos los años setenta éstos hubieran permanecido a niveles similares a los de principios de la década, y la economía no hubiera ajustado su gasto a esta situación, el país habría tenido un volumen significativamente menor de deuda externa, la afirmación contraria es incorrecta. Es decir, señalar que al reducirse los términos de intercambio, la deuda externa debía crecer no es correcto, ya que la dramática reducción de la razón entre los precios de exportación e importación ocurrida en 1975, no toda necesariamente debería ser absorbida con mayor endeudamiento externo, puesto que existen otros canales a través de los cuales se puede realizar el ajuste; en otras palabras, un impacto negativo en la cuenta corriente no necesariamente tiene que tener una contraparte igual por el lado de la deuda externa en la medida que hay otras formas a través de las cuales se puede producir el ajuste de la cuenta corriente.

En efecto, en Chile hubo dos vías por las cuales se ajustó el déficit en la cuenta corriente. La primera fue la fuerte contracción del producto en ese año, la cual comprimió las importaciones a niveles que hicieron innecesario recurrir a la deuda externa para compensar la caída de los términos de intercambio. Además otro factor que contribuyó decisivamente a este resultado fue la acelerada expansión de las exportaciones, las cuales en términos reales crecieron a una tasa promedio de 10,6% anual antre 1973 y 1977. Por lo tanto, si bien en el plano del comercio exterior la situación externa fue adversa a Chile, y representó un empobrecimiento para el país, en realidad no se recurrió a créditos externos para compensar

el deterioro de los términos de intercambio, hasta al menos 1976 [5].

El impacto de las tasas de interés internacionales ha sido distinto al de los términos de intercambio. Como se observa en el cuadro 2, a partir de 1979 experimenta una considerable alza en términos nominales, aun cuando el impacto en términos reales ocurre recién en 1981 debido a la caída de los precios de exportación de los países no petroleros. Se pasó de años con tasas de interés reales negativas, lo que bajo una perspectiva cortoplacista era una gran ventaja para los países endeudados, a tasas reales sobre el 20% que luego sufren las naciones deudoras.

Debe advertirse que aun cuando entre 1974 y 1976 las tasas de interés internacionales se reducen, con la tasa de interés pagada por Chile no ocurre lo mismo. Este fenómeno obedece al cambio en la composición de la deuda externa según acreedores. Al aumentar la participación de la deuda de origen bancario, la que es contratada a tasas variables, a costa de una reducción de la importancia de la deuda con organismos oficiales, de la cual parte importante es a tasas fijas y menores que las internacionales, se produjo un aumento en la tasa de interés media de la deuda chilena.

El incremento de las tasas de interés tuvo un impacto negativo sobre la posición externa chilena. Lo que interesa entonces es cuantificar el efecto de este hecho sobre el endeudamiento externo. Para este propósito se puede hacer un cálculo que considere el efecto que tuvo el diferencial de tasas de interés con respecto a la deuda externa neta en un

---

[5] Balassa (1985) plantea este argumento como válido hasta 1978.

año base. Luego se deben incluir los intereses pagados por este endeudamiento adicional de igual forma como se hizo con los términos de intercambio. El año base elegido es 1976[6], y el terminal 1982. Los resultados indican que el mayor endeudamiento externo explicado por el aumento de las tasas de interés internacionales es de U$ 2.220 millones.

Por lo tanto, el conjunto de los shocks externos de deterioro de los términos de intercambio y aumento de las tasas de interés, representan un mayor déficit acumulado en la cuenta corriente del orden de US$ 7.900 millones. Como veremos más adelante, esta magnitud es muy similar al mayor déficit en cuenta corriente explicado por el exceso de importaciones, el cual corresponde directamente a errores en la política económica nacional de corte ortodoxo monetarista.

2. El proceso de ahorro-inversión

Se suele plantear que en los países en desarrollo el endeudamiento externo es beneficioso. En la medida que este tipo de países tiene escasez de capital, si desean invertir más necesitan aumentar el ahorro disponible en la economía. Entonces, para no sacrificar los niveles de consumo de la población, se puede recurrir al endeudamiento externo neto, o ahorro externo, para financiar el incremento en el stock de capital.

Resulta entonces importante revisar este argumento en el caso chileno y verificar su exactitud.

En el cuadro 3 se presenta en la columna (1) la evolución de ahorro interno, en la columna (2) el ahorro externo o

---

[6]Nótese que corresponde al año de menor tasa PRIME del período 1974-82.

déficit en la cuenta corriente y en la columna (3) la tasa de inversión, todos como porcentajes del PIB.

Lo primero que se puede constatar es que a partir de 1976 el déficit en la cuenta corriente creció sistemáticamente hasta 1981, llegando a ser más de tres veces el déficit en la cuenta corriente como porcentaje del PIB prevaleciente en 1975. Este fenómeno, como se mencionó anteriormente, corresponde al período de endeudamiento externo masivo de la economía chilena. De acuerdo a lo expuesto en las líneas anteriores, esta mayor disponibilidad de ahorro externo debería haber elevado las tasas de inversión. Sin embargo, se observa que durante todo el período 1974-82 la tasa de inversión fue inferior a la de 1970. Sólo en 1981 se aproximó al valor de principios de los setenta.

Entonces, ¿qué sucedió? El argumento presentado al inicio de esta sección tiene como supuesto subyacente central que el ahorro externo se complementa con el interno. Es decir, el aumento del ahorro externo incrementará la tasa de inversión en la medida que la tasa de ahorro global de la economía se eleve. En cambio, en Chile ocurrió lo contrario. Mientras la deuda externa crecía, la tasa de ahorro interno bajaba. Esto es, el consumo global aumentó más aceleradamente que el PIB.

Por lo tanto, en Chile el ahorro externo sustituyó al interno, y con un coeficiente mayor que uno, o sea desplazó más ahorro nacional con la consiguiente merma del ahorro global. Por esto, se puede afirmar que el masivo endeudamiento externo de Chile no contribuyó al desarrollo nacional, pues su uso principal fue el financiamiento de niveles de consumo incompatibles con la realidad del país. En vez de aumentar la capacidad productiva interna, como sucedió en otras naciones de la región, los recursos fueron ocupados ineficientemente, resultado contrario a lo que los propulsores del modelo

neoliberal predecían. Así es como en los momentos que surgieron dificultades para la refinanciación automática de la deuda, el país se encontró sin capacidad de pago la que intentó recuperar mediante una profunda recesión.

Las tasas de ahorro e inversión fueron 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 logró superar 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 bienes nacionales y al ahorro interno. La inversión, en particular en la producción de bienes exportables y de sustitutos de importaciones, se desestimuló, debilitándose por consiguiente la capacidad de servicio de la deuda. Las "ventajas comparativas" más claras se ubicaron en la compra de activos a precios depreciados, de empresarios altamente endeudados en el mercado interno. Salvo algunos sectores intensivos en recursos naturales y las construcciones suntuarias, la inversión se topó con la dificultad de identificar las "ventajas comparativas": el atraso e inestabilidad cambiarios, el comportamiento de las tasas de interés (tasas reales de 40% anual), el desmantelamiento de las actividades públicas de apoyo a la producción, la reducción de la inversión pública, la liberalización indiscriminada de las importaciones, el deterioro notable de la distribución del ingreso, todos convergieron para proveer un marco desestimulante para la inversión productiva.

Cuadro 3. AHORRO E INVERSION EN CHILE

(porcentajes sobre el PIB en $ de 1977)

	Ahorro nacional bruto (1)	Déficit en cuenta corriente (2)	Inversión a/ (3)
1970	21,8	1,5	20,4
1974	25,1	0,6	17,4
1975	9,5	4,5	15,4
1976	14,5	- 0,9	12,7
1977	10,7	3,7	13,3
1978	11,2	5,3	14,5
1979	14,1	5,5	15,6
1980	16,1	7,8	17,6
1981	7,4	16,5	19,1
1982	0,0	9,6	14,0
1983	7,4	3,8	12,1
1984	n.d.	n.d.	13,2
1985	n.d.	n.d.	14,8

Fuente: Banco Central de Chile, Informe Económico de Chile 1983, para 1970-83 y Boletín Mensual para 1984-85.

a/ La diferencia entre la suma de (1) y (2) con (3) se debe a la variación de existencias.

Paradojalmente, a pesar del ambiente de "exitismo" prevaleciente hasta 1982 y de la estrecha intercomunicación entre el gobierno y los grupos económicos, el proceso de acumulación se debilitó. Ello se debió al carácter del modelo, por el sesgo financierista que le imprimió a la economía nacional, y por la dificultad de visualizar las oportunidades de inversión productiva, en un marco que sufría tantos cambios drásticos y no contemplaba un estado activo que cumpliera una función orientadora del desarrollo nacional (véase artículos en CIEPLAN, 1983).

El proceso de "consumo de la deuda" se dio en un contexto de crecimiento del ahorro del sector público. Entonces, el incremento del consumo se registró en el sector privado. Por otra parte, durante este período se registró un notable deterioro en la situación distributiva. En consecuencia, el endeudamiento externo no sólo fue ineficiente, sino que desigualmente asignado, permitiendo que el consumo de los grupos con mayores ingresos de la población fuera el que más creció y quienes más se beneficiaron en este proceso. Este excesivo nivel de consumo de los sectores de altos ingresos se dio tanto en bienes nacionales como importados. A continuación se analizará la magnitud del exceso de importaciones.

3. El excesivo volumen de importaciones

En el cuadro 4 se muestra la evolución de las importaciones, el tipo de cambio real de importaciones, ajustado por el arancel, y el déficit en la balanza comercial durante el período 1977-85. La tasa de crecimiento nominal acumulativa de las importaciones entre 1977 y 1981 fue de un 32% anual, y su expansión real fue de 22%, lo que representa un crecimiento tres veces mayor que el del PIB durante el mismo lapso. La evidencia empírica para Chile muestra que durante el período de máxima apertura de la economía chilena la elasticidad ingreso de las importaciones se ubicó en un rango entre 1,4 y 2,2; es decir, por cada 1% que creciera el PIB, las importaciones crecerían entre un 1,4% y 2,2%. El efecto ingreso fue reforzado por la liberalización de las importaciones y por el atraso cambiario.

Para calcular el exceso de importaciones haremos el siguiente ejercicio: supondremos que las importaciones de 1976 y las de 1969-70 alternativamente (dado el PIB) eran "normales" y a partir de esta base proyectaremos la evolución hipotética que habrían seguido en el caso que hubieran crecido

de acuerdo a la evolución del PIB hasta 1982 y según los patrones históricos de uso de productos importados[7]. Estos cálculos se efectúan en términos reales y luego se corrigen por el índice de precios de importación para obtener la evolución nominal de las importaciones hipotéticas. Luego se determina la diferencia entre estos valores y los efectivos, la cual corresponde a importaciones en exceso del nivel requerido para lograr la misma evolución del PIB que hubo entre 1977 y 1982. Como en este período la apertura de la economía fue máxima y simultáneamente se produjo el elevado flujo de capitales hacia el país, se registró un exceso de importaciones sustancial. Por último, es necesario agregar el costo financiero de este volumen de importaciones no requeridas para el crecimiento, ya que para materializarlas fue necesario recurrir a endeudamiento externo, por el cual enseguida se debieron pagar intereses[8].

El ejercicio que realizamos es sólo una simulación que permite ilustrar los órdenes de magnitud del exceso de importaciones. Naturalmente los resultados dependerán del período escogido y de la elasticidad ingreso usada. Con respecto a la elasticidad ingreso de las importaciones se debe señalar que en este texto se usa un valor de 1,8 el cual es mayor a los valores encontrados en estudios realizados en períodos previos a la liberalización comercial. Por ello se trata de una esti-

---

[7]En el anexo 2 se efectúan 24 estimaciones alternativas con diversas combinaciones de período base, elasticidad ingreso y definicicón de importaciones.

[8]Se agregan de manera similar a los de la sección II.1.

Cuadro 4. IMPORTACIONES, COSTO DE LAS IMPORTACIONES Y BALANZA COMERCIAL

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985p
Importaciones CIF (millones de US$) a/	2.417	3.243	4.708	6.145	7.318	4.049	3.160	3.738	3.246
Costo de importar (1977=100) b/	100,0	103,2	98,5	84,5	71,8	83,4	107,1	116,5	149,1
Balanza Comercial (millones de US$) c/	34	-426	-355	-764	-2,677	62	1.009	293	712

Fuentes:

a/ Banco Central, Balanza de Pagos 1981-82, y Boletines Mensuales. Incluye importaciones ingresadas por zonas francas.

b/ Síntesis Estadística, Colección Estudios CIEPLAN 18, Ffrench-Davis (1980) y De Gregorio (1986a), corresponde al tipo de cambio real corregido por el arancel promedio.

c/ Banco Central, corresponde a la diferencia entre exportaciones FOB e importaciones FOB.

p: preliminar.

mación conservadora, siendo probablemente una subestimación del exceso de importaciones por sobre un nivel "normal"[9].

---

[9]La hipótesis ortodoxa es que la liberalización de las importaciones contribuiría a una mayor eficiencia. A nuestro juicio, los antecedentes respaldan la hipótesis de que la liberalización resultó muy ineficiente: redujo la tasa de utilización de los recursos disponibles y contribuyó a una menor tasa de formación de capacidad productiva.

Además cabe destacar que los cálculos se realizan para las importaciones de bienes corrientes, o sea los que se consumen en cada período. En este primer ejercicio se excluyen los bienes de capital para no sobreestimar los resultados, aunque en algún grado también se importaron en exceso. Por ejemplo, algunos equipos de transporte. Como resultado del proceso de apertura, la composición de las importaciones cambió hacia una mayor participación de productos con mayor elasticidad, y tanto la estructura productiva como la de consumo se hizo más intensiva en productos importados, en parte por la liberalización de las importaciones y también por la mayor disponibilidad de crédito externo[10].

Los resultados para la base 1976 muestran que el exceso de importaciones durante el período 1977-82, fue de US$ 5.800 millones, de los cuales tres cuartos ocurrieron entre 1979 y 1981, es decir en pleno "boom" y cuando se vivía la ilusión del milagro económico.

Luego, al determinar los intereses pagados por este concepto se llega a un gasto adicional de US$ 1.900 millones. Por lo tanto, la magnitud total del gasto excesivo en importaciones se eleva a los US$ 7.700 millones. Esta cifra representa aproximadamente las tres cuartas partes del endeudamiento externo neto de la economía chilena durante el período 1977-82, el cual se elevó a US$ 9.900 millones (ver

---

[10]Para una discusión más detallada sobre este aspecto ver De Gregorio (1985).

cuadro 1)[11]. La estimación para la base 1969-70, en cifras revisadas según se señala en el anexo 2, da un efecto neto de US$ 5.500 millones para una definición más completa de importaciones. Si se utiliza una elasticidad ingreso de 1,5, el efecto total es de US$ 6.800 millones.

En este caso se puede afirmar que, a diferencia del shock de los términos de intercambio, el exceso de importaciones sí tuvo una contraparte directa en el aumento de la deuda externa, puesto que el brusco aumento de éstas se dio simultáneamente con el proceso de masivo endeudamiento externo. Además no hubo ningún mecanismo distinto del flujo de capitales a través del cual se podría haber compensado esta acelerada expansión de las importaciones.

Por último, cabe preguntarse por qué hubo este exceso de importaciones. La respuesta se encuentra en las políticas adoptadas en el ámbito externo. La exagerada apertura al comercio exterior, materializada en aranceles parejos al nivel del 10%, unida a una política cambiaria que también contribuyó a abaratar las importaciones (ver cuadro 4), permitieron que éstas aumentaran más allá de lo necesario para el crecimiento efectivo de la economía chilena. Asimismo, como se ha señalado anteriormente, la apertura financiera fue otro factor decisivo, que posibilitó el gran aumento de los flujos de capitales necesarios para financiar la expansión de las importaciones y que a su vez fueron factores muy importantes en la apreciación real del tipo de cambio.

---

[11]Nótese que los shocks externos cuantificados en la sección II.1. y el excesivo volumen de importaciones suman más del total del incremento de la deuda. Esto es consecuencia de que no se consideran todos los shocks externos y las formas en que se ajustó la economía, aunque sí los más significativos. Para mayores detalles véase el anexo 2.

III. LA DEUDA EXTERNA DESPUES DE LA CRISIS

Después de haber revisado las causas del endeudamiento externo en Chile, es preciso examinar la evolución del proceso de endeudamiento después de la crisis de pagos y sus consecuencias sobre la economía nacional.

1. La "estatización" de la deuda externa[12]

En esta sección se analizan dos aspectos característicos del proceso de ajuste. El primero se refiere al cambio de composición de la deuda, la cual después de la crisis ha estado marcada por un apreciable aumento de la deuda de responsabilidad pública. El segundo aspecto corresponde a los costos que ha tenido el proceso de ajuste sobre la economía chilena.

Hasta fines de 1982 la deuda externa era eminentemente de responsabilidad privada, sector que representaba el 61% de la deuda total versus el 39% del sector público. Sin embargo, a partir de 1983 esta tendencia se revirtió significativamente. En efecto, a fines de 1985 la deuda pública cubría el 72% del total (ver cuadro 1) y luego de las negociaciones de 1985 se empinaría a los cuatro quintos.

Este fenómeno obedece a dos razones. La primera y cuantitativamente la más importante, es que el endeudamiento de los últimos años ha sido principalmente del sector público, debido a que aunque el sector privado hubiera contado con los pesos para servir sus pasivos externos, el país no dispuso de las divisas necesarias para cubrir el servicio. Por lo tanto, al ser el sector público el único con acceso a los mercados

---

[12]Este tema se discute en Ffrench-Davis y De Gregorio (1985) en el contexto de la renegociación de la deuda externa chilena a junio de 1985.

financieros externos, éste se endeudó con los mismos acreedores para proveerse a sí mismo y al sector privado de las divisas suficientes para el servicio de la deuda. Por esta vía, la participación de la deuda pública aumentó en 23 puntos porcentuales entre 1982 y 1985, del total de 33 puntos que aumentó su participación en este período.

El segundo motivo del aumento de la participación de la deuda pública es el otorgamiento del aval a la deuda del sector privado financiero. En 1982 la deuda privada con garantía pública era de US$ 62 millones, elevándose a US$ 2.042 millones a fines de 1985, lo que explica los otros 10 puntos porcentuales del aumento en la participación de la deuda de responsabilidad pública en el total.

Este proceso de "estatización" de la deuda ha tenido graves consecuencias sobre el poder de negociación del país, ya que la deuda era mayoritariamente de exclusiva responsabilidad del sector privado. En este sentido, en América Latina, Chile era uno de los pocos países que tenían la mayoría de su deuda contratada en forma privada, lo que lo situaba, potencialmente, en una mejor posición negociadora frente al resto. Sin embargo, Chile perdió esta ventaja sin recibir ninguna compensación especial del lado de la banca extranjera, por la importante reducción del riesgo de no pago de sus colocaciones en este país.

Se puede argumentar que, aparte del efecto de pérdida de poder de negociación, el otorgamiento del aval no ha tenido costos para el país ya que los acreedores no lo han hecho efectivo. No obstante, la pregunta relevante es si efectivamente ha sido el sector privado quien ha estado cumpliendo con sus compromisos.

La respuesta es naturalmente negativa, ya que el pago del sector privado se ha hecho gracias al significativo apoyo del Estado. Además de que este último ha debido endeudarse

para disponer de las divisas que el país no dispone, se deben mencionar los importantes subsidios que ha otorgado el sector público a través de una tasa de cambio preferencial, la renegociación de las deudas internas y la intervención de la banca nacional.

El caso de ayuda más directa y cuantiosa corresponde al dólar preferencial. A raíz de los significativos aumentos del tipo de cambio entre junio y agosto de 1982, las autoridades económicas decidieron establecer un tipo de cambio preferencial para los deudores en moneda extranjera[13]. Este tipo de cambio era indexado al IPC, de modo que cada vez que se realizaba una mayor devaluación nominal de la tasa general y ésta no se transmitía enteramente a los precios internos, como efectivamente ocurrió, el diferencial cambiario se incrementaba. En efecto, durante el primer mes de vigencia de la medida el diferencial fue de 11%, pero aumentó rápidamente a 24% en septiembre de 1982. Finalmente, en junio de 1985, y como una de las medidas anunciadas dentro del paquete que acompañó la negociación de la deuda externa, se decidió su eliminación gradual para la mayoría de los deudores en moneda extranjera. En esta fecha el diferencial cambiario era de 40% y se estableció un sistema de reducción lineal que culminaría a fines de diciembre de 1986.

El dólar preferencial ha significado una enorme transferencia de recursos a un segmento del sector privado. Entre 1982 y 1985 la ayuda total fue de aproximadamente US$ 2.900 millones. Sin duda que esta enorme transferencia de recursos se debía detener, para aumentar los ya reducidos márgenes de

---

[13]Para mayores detalles sobre la política cambiaria y el sistema del dólar preferencial ver De Gregorio (1986a).

maniobra de las políticas monetaria y fiscal.

En consecuencia, se puede afirmar que, ya sea a través del dólar preferencial o de algún otro mecanismo, el Estado ha cargado con parte importante de una deuda que no contrajo.

2. El costo social del ajuste después de la crisis

El costo del ajuste registrado en la economía de Chile desde 1982 ha sido uno de los más elevados en América Latina. Ello está asociado a tres aspectos que queremos destacar aquí.

Uno se refiere al debilitamiento de la capacidad productiva nacional, respecto del resto de la región, durante los años setenta. Junto a ello, se registró una menor capacidad de generar empleos estables y la concentración de la riqueza y del poder se acentuó. De esta manera, el shock externo encontró a una economía con un nivel de bienestar reducido --deterioro de la capacidad productiva, alto desempleo abierto y disfrazado, y salarios menores que al comienzo de los años setenta.

Un segundo aspecto se refiere a la deuda acumulada y a la velocidad de aumento antes de la crisis. Como se señaló, la deuda externa chilena, como proporción del PIB, al emerger la crisis representaba casi el doble que en el resto de la región. Como a su vez la deuda era predominantemente con acreedores bancarios, las tasas de interés pagaderas por Chile siguieron automáticamente su alza en los mercados internacionales. Ambos factores determinaron que el pago de intereses llegase a exceder el 10% el PIB anual y cerca del 60% de las exportaciones de bienes, cifras muy superiores a las del resto de América Latina (véase el cuadro 5). El peso del servicio de intereses comprometidos por Chile con los acreedores privados significó un gran esfuerzo de generación de divisas propias a través de su excedente comercial y de endeudamiento

con prestamistas multilaterales.

La dureza del ajuste es determinada no sólo por el nivel de la deuda y de su servicio sino también por la velocidad a la cual se acumula. En efecto, un nivel elevado de endeudamiento neto anual, como sucedió entre 1976 y 1981, involucró un déficit comercial y en cuenta corriene alto. Esto es, para utilizar los préstamos se debían destinar a la financiación de un exceso de gasto en divisas. Como se expuso en la sección II, el exceso correspondió en parte a mayores intereses, deterioro de los términos de intercambio, y en una fracción muy significativa a importaciones prescindibles y/o sustituibles. Con ello los usuarios y productores se acomodaron a la abundancia de divisas, en mucha mayor medida que el resto de las naciones latinoamericanas. Su déficit en cuenta corriente fue en 1981 el triple que el coeficiente alcanzado por la región en promedio.

Cuadro 5. PRODUCCION Y PESO DE LA DEUDA EN CHILE Y AMERICA LATINA

(porcentajes)

	Baja de producción 1981 - 85		Coeficiente de peso de la deuda 1 9 8 4			
	Total (1)	Por Hab. (2)	Deuda PIB (3)	Deuda Expor. (4)	Intereses PIB (5)	Intereses Expor. (6)
América Latina	+ 1,8	- 7,0	55,4	3,8	6,3	42,8
Chile	- 7,2	-13,0	96,0	5,4	10,5	59,1

Fuente: Elaboraciones sobre la base de BID, CEPAL, Banco Central, OECD y Banco de Pagos Internacionales.

En consecuencia, al emerger la crisis --con alza de las tasas de interés, descenso de los precios de exportación y desaparición de los préstamos bancarios voluntarios--, Chile se vio obligado a ajustarse desde un flujo anormalmente alto de préstamos a uno anormalmente restringido. Lo último constituyó un elemento común para los distintos países deudores en tanto que lo primero fue más intenso en países como Chile.

El desequilibrio entre necesidad (demanda) y disponibilidad (oferta) de fondos bancarios ha sido el factor decisivo en el deterioro de las economías latinoamericanas desde 1982. Es indudable que hay una responsabilidad de las naciones deudoras en haber tornado sus economías tan vulnerables a la continuidad de los préstamos bancarios. Pero la crisis arrastró incluso a los pocos países que actuaron responsablemente. Por otra parte, antes de la crisis, éstos fueron criticados por parte del monetarismo por no liberar los ingresos de capitales y el acceso a sus mercados cambiarios; en cambio, el monetarismo estimuló a los deudores a endeudarse libremente, dejando "al mercado" su autocontrol. Los resultados desastrosos de la aplicación de esta receta están a la vista. Y ello se había repetido en numerosas ocasiones, como lo atestigua la historia de las crisis financieras[14]. Es claro entonces que hay responsabilidad compartida entre deudores, en especial los que cedieron a los consejos monetaristas o a los ofrecimientos de fondos por parte de los bancos acreedores. Pero también cabe responsabilidad de éstos, y de las institu-

---

[14]Véase, por ejemplo, el análisis histórico de Kindleberger (1978).

ciones internacionales, de los consultores y de los medios académicos proclives a la ortodoxia monetarista[15].

A los países industrializados también les cabe una responsabilidad, pues el alza de intereses, y el deterioro de los mercados de exportación que enfrentan los deudores está asociado a sus políticas macroeconómicas. Como es sabido, mediante la política aplicada en los años ochenta, los EE.UU. ha actuado como líder del proceso recesivo y de desequilibrio de los mercados cambiarios y de capitales.

De este cuadro se deriva la conclusión obvia de tareas que deben abordar tanto deudores, como bancos acreedores y países industrializados (y las entidades que de hecho dominan).

El tercer aspecto que queremos destacar son las políticas nacionales de ajuste. Durante los primeros meses de ajuste en Chile, se adoptó el más puro "mecanismo de ajuste automático", incluido un tipo de cambio fijo y un régimen de libre importación. Esto fue una prolongación del enfoque monetarista a la etapa recesiva del ciclo. Los resultados fueron desastrosos, con un descenso espectacular del empleo y la producción. Posteriormente, la realidad forzó al gobierno a efectuar algunos cambios de política, pero en general ha mantenido una política pasiva frente al adverso contexto internacional. El ajuste se ha realizado dentro de convenios con el FMI, con un "excelente" cumplimiento de sus compromisos. Incluso, podría sostenerse que la política oficial ha sido a veces más "fondista" que el mismo Fondo.

---

[15]En Devlin (1986) se discute el comportamiento de la banca y su cuota de responsabilidad en la crisis.

Esto es un rasgo de interés, pues las políticas aplicadas guardan gran similitud con las que aparecen presentes en la "condicionalidad" asociada al llamado Plan Baker. Chile mantuvo la mayor apertura a las importaciones existente entre los países de América Latina (un arancel bajo y uniforme de 20%), aceptación indiscriminada de inversión extranjera, y un estado en general pasivo en lo económico. Con esta estrategia logró resultados que en lo productivo son aún inferiores a los de América Latina en promedio. Ello se agrega a los resultados también negativos que había exhibido con políticas similares entre 1973 y 1981.

Anexo 1

MEDICION DE SHOCKS EXTERNOS Y AJUSTE INTERNO

En este apéndice se presentan las fórmulas usadas para medir el efecto de los términos de intercambio, las tasas de interés internacionales y el excesivo volumen de importaciones en el deterioro de las cuentas externas en Chile. La presentación sigue de cerca la usada por Balassa (1981).

La balanza comercial en el período t (B_t) corresponde a:

$$B_t = (1+P^x_{ot})X_t-(1+P^M_{ot})M_t \qquad (1)$$

donde P^x_{ot} y P^M_{ot} corresponden a las variaciones porcentuales entre el período base y t de los precios de exportaciones e importaciones, respectivamente, y X_t y M_t representan el volumen de las exportaciones e importaciones en el período t.

Si los precios de las exportaciones e importaciones hubieran seguido la misma evolución de los precios internacionales (P*), es decir si los términos de intercambio hubieran permanecido constantes, la balanza comercial habría sido:

$$B^*_t = (1+P^*_{ot})X_t-(1+P^*_{ot})M_t \qquad (2)$$

En consecuencia la diferencia entre (1) y (2) corresponde al efecto negativo de los términos de intercambio en el período t. Además se le deben agregar los intereses acumulados de los períodos anteriores. Entonces el efecto total de los términos de intercambio en el período t (T_t) es:

$$T_t = B^*_t - B_t + i_t \sum_{k=1}^{t-1} T_k \quad (3)$$

Con respecto a esta fórmula se deben hacer dos observaciones: i) el término que envuelve intereses acumulados sólo tiene sentido a partir del segundo período, y ii) que las magnitudes para todo el período, que son las que se presentan en el trabajo, se obtienen sumando esta expresión para todos los años. Estos comentarios son válidos también para los otros efectos que se describen a continuación.

Los servicios financieros de la deuda externa neta (S_t) se pueden aproximar al producto de la tasa de interés internacional pertinente para el país (i_t) y el stock de deuda externa neta a principios de cada período (D_t):

$$S_t = i_t D_t \quad (4)$$

En el período base los servicios financieros de la deuda externa neta corresponden a:

$$S_o = i_o D_o \quad (5)$$

La diferencia entre (4) y (5) se puede expresar como:

$$S_t - S_o = D_o(i_t - i_o) + i_t(D_t - D_o) \quad (6)$$

Al lado derecho de esta expresión se pueden distinguir dos efectos. El primero corresponde al de las tasas de interés con respecto a las del año base. El segundo representa los requerimientos adicionales de financiamiento externo debido a la acumulación de deuda externa. Este último término

está explícitamente incorporado en cada uno de los efectos que aquí se discuten, en el componente de acumulación de intereses.

En consecuencia, el efecto negativo de las tasas de interés durante el período t (I_t), corresponde a:

$$I_t = D_o(i_t - i_o) + i_t \sum_{k=1}^{t-1} I_k \qquad (7)$$

Por último, para calcular el exceso de importaciones, se supone que en el período base éstas son normales. Luego se definen las importaciones hipotéticas reales (M^*_t), como el valor que habrían alcanzado si su crecimiento hubiera seguido la trayectoria del PIB efectivo entre el período base y t (Y_{ot}), corregido por la elasticidad ingreso de las importaciones (e), es decir:

$$M^*_t = (1+eY_{ot})M_o \qquad (8)$$

Por lo tanto, el exceso de importaciones, por sobre el nivel requerido para mantener el perfil de crecimiento, en cada período y con su correspondiente acumulación es:

$$E_t = (1+P^M_{ot})\,(M_t - M^*_t) + i_t \sum_{k=1}^{t-1} E_k \qquad (9)$$

Anexo 2

ESTIMACIONES DEL ENDEUDAMIENTO POR "EXCESO DE IMPORTACIONES"[16]

En el texto se presentaron dos estimaciones del "exceso de importaciones" registrado entre 1977 y 1982, y de la incidencia de ese exceso sobre el endeudamiento externo de Chile. Las cifras se expusieron a título ilustrativo, señalándose que, como es obvio, el resultado es función de la definición de las variables y "parámetros" utilizados.

Para ilustrar la sensibilidad de los resultados, en este anexo se presentan estimaciones basadas en diversas combinaciones de datos alternativos de tres de los indicadores básicos: años tomados como representativos de importaciones "normales" (dado el nivel del producto geográfico bruto), definición de las importaciones que se consideran, y supuestos respecto de las elasticidades ingreso de las importaciones. Además se han utilizado antecedentes actualizados de las series de información, algunas de las cuales experimentaron cambios significativos resultantes de revisiones de las series históricas.

Se trabajó con cuatro alternativas de período base: 1969-70, 1974-76, 1975-76, 1976. Cada uno se usó como un punto de referencia normal de las importaciones, al cual se aplicó para cada año del período 1977-82 un ajuste por concepto del efecto de las variaciones del PGB real respecto de cada

---

[16]Este Anexo fue preparado por Ricardo Ffrench-Davis y José Miguel Cruz.

base. El bienio 1969-70 fue un período de demanda más o menos normal, de una política cambiaria real estable y de una racionalización y liberación moderada de las importaciones. Las otras tres bases constituyen combinaciones de los tres años previos al inicio de la liberalización intensa e indiscriminada de las importaciones y de recuperación del nivel de actividad económica. Cada uno de esos tres años tiene "anormalidades" que no es del caso examinar aquí (véase Ffrench-Davis, 1980). Por ello se experimenta con tres combinaciones diferentes de esos años.

Se operó con dos definiciones de importaciones, al nivel cif en ambos casos. Una comprende las corrientes (esto es, el total menos los bienes de capital) y la otra consiste en las corrientes más los equipos de transporte. Se optó por usar una definición más amplia que la de bienes de consumo no alimenticio (BCA), que es la categoría en la que se concentran las importaciones no tradicionales que crecieron más vertiginosamente, y que poseen una mayor notoriedad. Sin embargo, en parte estas importaciones de bienes finales desplazaron compras de bienes intermedios que anteriormente se insumían en la sustitución de la importación de la etapa final de producción. Por lo tanto, por ese concepto, el nivel de aumento de las importaciones de BCA tiende a sobreestimar el incremento neto. En el sentido opuesto, la categoría de BCA no considera rubros cuya importación también creció sustancialmente en respuesta a la liberalización del intercambio comercial, sean alimentos o bienes intermedios dentro del grupo de bienes corrientes (véase De Gregorio, 1986b).

Entre los bienes de capital, los equipos y maquinarias

no fueron objeto directo de la liberalización[17]. En cambio, sí lo fueron los equipos de transporte, los que se expandieron fuertemente. Por ello se recurre a una segunda definición que incluye a los bienes corrientes más los equipos de transporte.

Por último, se experimenta con tres niveles de elasticidad ingreso (E), que asocia la evolución del nivel de importaciones reales a la del PGB real[18]. Se optó por usar como el extremo superior E = 1,8, coeficiente usado en el texto, donde se señala como un nivel alto, que lleva a una estimación conservadora del "exceso de importaciones". En el límite inferior se empleó E = 1,1, nivel obtenido en estimaciones empíricas para los años 1950-69 (véase De Gregorio, 1984). Esta elasticidad es entonces la implícita en el desarrollo efectivo registrado por la economía chilena durante aquellos dos decenios.

Como tercera alternativa se utiliza una elasticidad producto intermedia de 1,5; ésta es bastante superior a la histórica, por lo cual implica cierta liberalización de las importaciones[19]. Es interesante constatar que Japón, el país industrializado de mayor crecimiento económico en la pos-guerra, exhibe elasticidades ingreso de sus importaciones totales entre 0,9 y 1,3 en cinco de siete estimaciones

---

[17]La producción de bienes de capital local disminuyó.

[18]Con el propósito de evitar desviarnos del punto central del análisis se pasan por alto las implicancias de diferentes definiciones de las variables usadas para medir E. Por ejemplo, PNB, ingreso nacional, demanda agregada, niveles per cápita, rezagos, etc.

[19]Un factor muy influyente en el nivel de ϵ es el tratamiento de las importaciones de bienes de consumo. La liberalización de éstas tiende a elevar significativamente el valor de ϵ de mediano plazo. Véase De Gregorio (1984).

consideradas en un recuento reciente (Goldstein y Khan, 1985, p. 1082)[20].

Cuadro 1. INFORMACION BASICA

AÑO	IMPORTACION DE BIENES CORRIENTES (Millones US$ de cada año) (1)	IMPORTACION DE BIENES CORR. Y EQUIP. DE TRANSPORTE (Millones US$ de cada año) (2)	INDICE DE PRECIOS EXT. IPE (1977=100) (3)	INDICE VALOR UNITARIO IMP. BIENES FOB (1977=100) (4)	IMPORTACION DE BIENES CORRIENTES (Millones US$ de 1977) (5)	IMPORTACION DE BIENES CORR. Y EQUIP. DE TRANSPORTE (Millones US$ de 1977) (6)	PRODUCTO GEOGRAFICO CORREGIDO (1977=100) (7)	TASA DE INTERES EFECTIVA (8)
1969	683	745	46.2	37.4	1823	1990	94	
1970	680	757	48.7	40.4	1705	1898	97	
1974	1743	1865	82.1	72.4	2439	2609	106	
1975	1382	1521	91.4	89.5	1605	1766	88	
1976	1289	1405	92.5	84.2	1461	1593	92	6.3%
1977	1898	2057	100.0	100.0	1898	2057	100	6.9%
1978	2509	2827	113.3	102.9	2389	2692	106	8.8%
1979	3762	4174	128.5	128.8	2916	3235	114	10.8%
1980	4871	5454	144.8	150.2	3029	3391	121	13.3%
1981	5871	6525	147.3	149.8	3399	3777	127	17.3%
1982	3397	3579	144.0	144.0	2131	2245	109	14.7%

Fuentes: Banco Central, CEPAL, CIEPLAN.

---

[20] Las otras dos estimaciones dan cifras de 0,8 y 1,7. Goldstein y Khan (1985) recuentan estimaciones para 14 paises industrializados. Cálculos anteriores de Khan (1984) para varias naciones en desarrollo daba elasticidades ingreso notablemente bajas: en 13 de 15 casos eran inferiores a la unidad. Estimaciones recientes para cuatro naciones latinoamericanas se presentan en Vial y Lefort (1986), con valores comprendidos entre 0,6 y 1,3.

El cuadro 1 presenta la información básica utilizada.

Las importaciones nominales de bienes corrientes, se obtuvieron de la información entregada por Balanza de Pagos, y corresponde a la suma de importaciones CIF de bienes de consumo (alimentos y no alimentarios) e intermedios; incluye las internaciones por las zonas francas.

La columna (2) del cuadro 1 contiene información sobre las importaciones CIF nominales de bienes corrientes y equipos de transporte. La serie de importaciones de equipos de transporte se obtuvo, para los años 1969 y 1970 de la desagregación de acuerdo a la CIIU (grupo 38) de los bienes de capital, según consta en Balanza de Pagos (1974). Para los años 1974 a 1982, se calculó según la información de Registros de Importaciones, la proporción de importaciones de equipos de transporte CIF, sobre el total de bienes de capital CIF. (Dicha información aparece en la publicación Indicadores Económicos y Sociales (1985) del Banco Central. Luego dicha proporción se aplicó a la cifra de importaciones de bienes de capital CIF que entrega Balanza de Pagos, lo que permitió completar la serie de importaciones de equipos de transporte.

Las columnas (3) y (4) muestran series de precios que se utilizan para calcular importaciones depuradas del efecto de la inflación. El Indice de Precios Externos (Ffrench-Davis, 1984) no fue utilizado en los cálculos, pues se trata de calcular el quantum de importaciones en vez de valores en dólares de poder adquisitivo constante; se presenta sólo como índice de referencia. El índice de valor unitario de las importaciones FOB corresponde a la nueva serie que publicó recientemente la CEPAL, y que se encuentra en los Cuadernos Estadísticos de la CEPAL N.12. Este índice, que tiene una cobertura mayor que las versiones anteriores, fue utilizado para deflactar las importaciones. Se puede apreciar que el aumento de la columna (4) es mayor que el de la columna (3),

entre los años 1970 y 1980, lo que es consistente con el peso superior que en ese índice poseen los combustibles.

En las columnas (5) y (6), aparecen las importaciones expresadas en millones de dólares de 1977, de acuerdo al índice de precios antes mencionado. De esta manera, la serie es una aproximación al quantum de importaciones, habiéndose así eliminado el efecto precio del petróleo. La incidencia de ésta está incluida en la estimación del shock por deterioro de los términos del intercambio (sección II del texto).

La columna (7) presenta el PGB total. Se utilizó la serie del producto geográfico corregido (Marcel y Meller, 1986) con base 1977=100.

Finalmente, en la columna (8), la tasa de interés efectiva corresponde a la razón entre los intereses y comisiones que paga el país en cada año, y la deuda total (de corto, mediano, y largo plazo, más la deuda con el FMI) al 31 de diciembre del año anterior.

Los resultados obtenidos se presentan en el cuadro A.2. Ellos muestran una dispersión importante. Tanto el año base como la elasticidad ingreso son muy influyentes en explicar la variedad de los resultados. No obstante, todas las estimaciones muestran que el aumento de las importaciones habría tenido una incidencia determinante sobre el crecimiento del endeudamiento neto (US$ 9,9 mil millones netos entre fines de 1976 y 1982, y US$ 11,9 mil millones brutos). Los resultados son compatibles con los que se obtienen con una metodología diferente utilizada en Meller (1986).

Para la definición más amplia de importaciones (corrientes más equipos de transporte), de las doce estimaciones, once señalan un peso de 50% o más; sólo la base 1974-76 entrega un resultado algo inferior al 50%. Esta base está influida por el anormalmente elevado nivel de importaciones de 1974, que respondió a la necesidad de reponer stocks y para

compensar la baja producción agropecuaria de la temporada 1973-74. Con ϵ = 1,5, todos los resultados muestran un "exceso de importaciones" que explica más de 60% del aumento del endeudamiento neto (y más de la mitad del alza del endeudamiento bruto).

Por otra parte, en caso de mantenerse los patrones históricos de comportamiento de las importaciones (ϵ=1,1), el exceso de importaciones resulta notablemente alto, siendo equivalente a entre dos tercios y el 92% del mayor endeudamiento bruto. Frente al argumento de que no habría sido posible mantener el crecimiento del PGB total registrado entre 1974 y 1981 con importaciones tan bajas como las que implica un ϵ = 1,1, puede señalarse que con ese patrón en los años sesenta se logró un crecimiento que cerca de duplica el registrado desde 1974.

En síntesis, con elasticidades plausibles, compatibles con un desempeño potencial superior al efectivo de la economía nacional desde 1974, y con años bases defendibles como relativamente "normales", el "exceso de importaciones" explicaría la mitad o más del incremento del endeudamiento externo desde 1976.

Como se señaló en la nota al pie de la página 10 del texto, la suma de los efectos sobre el endeudamiento, por concepto de los shocks externos (resultantes del deterioro de los términos del intercambio y del alza de las tasas de interés) y por "exceso de importaciones" excede el 100% del aumento efectivo de la deuda neta (US$ 9,9 mil millones). Aparte de los problemas propios de toda estimación, ello se debe a que hay otros efectos que operaron simultáneamente. Cabe mencionar la expansión del volumen de las exportaciones y el desempeño de otras cuentas no financieras de la balanza de pagos; en una dirección opuesta operó la fuga de capitales, en especial en 1982.

Cuadro 2. ESTIMACIONES ALTERNATIVAS DE ENDEUDAMIENTO POR "EXCESO DE IMPORTACIONES"*
(millones de US$ de cada año)

Años bases	Bienes corrientes			Corrientes más eq. transp.		
	ϵ=1,1	ϵ=1,5	ϵ=1,8	ϵ=1,1	ϵ=1,5	ϵ=1,8
1969-70	7.558	6.047	4.868	8.431	6.766	5.468
1974-76	6.545	4.947	3.701	7.729	5.997	4.646
1975-76	9.033	7.143	5.654	10.188	8.117	6.486
1976	9.598	7.917	6.595	10.907	9.073	7.632

* Cálculos basados en metodología del anexo 1 y en series del cuadro 1 de este anexo. Las cifras resultantes incluyen el "exceso de importaciones" estimado en cada caso más los intereses devengados por el endeudamiento externo requerido para financiar esas importaciones.

La conclusión principal que surge de este estudio es que, bajo supuestos plausibles y cautelosos, el "exceso de importaciones" explica por lo menos la mitad del aumento de la deuda neta de Chile, acumulado entre fines de 1976 y 1982. Ello marca una diferencia importante con la experiencia de otras naciones de América Latina. Frente al "despilfarro" de dólares en importaciones prescindibles en Chile, en un plano también negativo se ubican las naciones que sufrieron fugas masivas de capitales. En un plano positivo en cambio se encuentran los países que regularon el uso del endeudamiento externo y que no liberalizaron indiscriminadamente ni las importaciones ni el sistema financiero; estos países, tales como Brasil y Colombia, hicieron así un uso más productivo de su endeudamiento externo. Ello explica, entre otras variables, el hecho de que en 1987 estos países tengan un nivel de producción por habitante mayor que en 1981, en contraste con naciones como las del Cono Sur que aún se ubican por debajo de ese nivel.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

BACHA, E. (1984), "External shocks and growth prospects: the case of Brazil, 1973-1989", Texto para discussao N.73, Departamento de Economía, Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro, julio (traducción al español en Edmar L. Bacha, "El milagro y la crisis", Lecturas de El Trimestre Económico N.59, México, FCE, 1986).

---------- (1985), "Contabilidade dos choques externos: o caso da América Latina 1978/82", Pesquisa e Planejamento Economico, vol. 15, N.2, agosto.

BALASSA, B. (1981), The newly industrializing countries in the world economy, Pergamon Press, Nueva York (traducción al español en próxima edición del FCE).

---------- (1985), "Policy experiments in Chile", G. Walton (comp.), National economic policies in Chile, Greenwich, JAI Press.

CEPAL (1987), "América Latina: índices del comercio exterior, 1970-84", Cuadernos Estadísticos de la CEPAL N.12, Santiago.

CIEPLAN (1982), Trayectoria de una crítica, Editorial Aconcagua, Santiago.

------- (1983), Reconstrucción económica para la democracia, CIEPLAN-Editorial Aconcagua, Santiago.

CORBO, V. (1985), "Reforms and macroeconomic adjustment in Chile during 1974-84", World Development, vol. 13, N.8, agosto.

DE GREGORIO, J. (1984), "Comportamiento de las exportaciones e importaciones en Chile: un estudio econométrico", Colección Estudios CIEPLAN N.13, Santiago, junio.

---------- (1985), "Deuda externa, escenario económico externo y cuenta corriente en Chile: perspectivas para el período 1985-90", Notas Técnicas N.68, CIEPLAN, Santiago, marzo.

---------- (1986a), "Principales aspectos de la política cambiaria en Chile: 1974-85", Notas Técnicas N.81, CIEPLAN, Santiago, mayo.

DE GREGORIO, J. (1986b), "Ajuste de las importaciones en Chile: algunos casos específicos durante el período 1981-85", Notas Técnicas N.83, CIEPLAN, Santiago, julio.

DEVLIN, R. (1986), "La estructura y comportamiento de la banca internacional en los años setenta y su impacto en la crisis de América Latina", Colección Estudios CIEPLAN N.19, Santiago, julio.

DORNBUSCH, R. y S. FISCHER (1985), "The world debt problem: origins and prospects", Journal of Development Planning N.16, Naciones Unidas, Nueva York.

EDWARDS, S. (1985), "Stabilization with liberalization: an evaluation of ten years of Chile's experiment with free-market policies, 1973-1983", Economic Development and Cultural Change, vol. 33, N.2, enero.

FFRENCH-DAVIS, R. (1980), "Liberalización de importaciones: la experiencia chilena 1973-1979", Colección Estudios CIEPLAN N.4, Santiago, noviembre.

---------- (1982), "El experimento monetarista en Chile: una síntesis crítica", Colección Estudios CIEPLAN N.9, Santiago, diciembre y en Desarrollo Económico N.90, Buenos Aires, julio-septiembre de 1983.

---------- (1983), "El problema de la deuda externa y la apertura financiera en Chile", Colección Estudios CIEPLAN N.11, Santiago, septiembre.

---------- (1984), "Indice de precios externos: un indicador para Chile de la inflación internacional, 1950-1983", Colección Estudios CIEPLAN N.13, Santiago, junio.

FFRENCH-DAVIS, R. y J. DE GREGORIO (1985), "La renegociación de la deuda externa de Chile en 1985: antecedentes y comentarios", Colección Estudios CIEPLAN N.17, número especial, Santiago, septiembre.

FMI (1986), World economic outlook, Washington, D.C., abril.

FOXLEY, A. (1980), "Hacia una economía de libre mercado: Chile 1974-1979", Colección Estudios CIEPLAN N.4, Santiago, noviembre.

FOXLEY, R. (1982), "Experimentos neoliberales en América Latina", Colección Estudios CIEPLAN N.7, número especial, Santiago, marzo.

GOLDSTEIN, M. y M. KHAN (1985), "Income and price effects in foreign trade", en R. Jones y P. Kenen, eds., Handbook of International Economics, vol. 2, North Holland, Amsterdam.

GROUND, R. L. (1986), "Perturbaciones, déficit, crisis y políticas de ajuste: un enfoque normativo", El Trimestre Económico, vol. LIII, N.212, FCE, México.

---------- (1987), "El sesgo recesivo de las políticas de ajuste del FMI", El Trimestre Económico, vol. LIII, N.213, FCE, México.

HARBERGER, A. (1982), "The Chilean economy in the 1970s: Crisis, stabilization, liberalization, reform", K. Brunner y A. Meltzer (comps.), Economy policy in World of Change, Carnegie, Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 17.

KHAN, M. S. (1974), "Import and export demand in developing countries", IMF Staff Papers, noviembre.

KINDLEBERGER, CH. (1978), Manias, panics and crashes: a history of financial crises, Basic Books, Nueva York.

MARCEL, M. y P. MELLER (1986), "Empalme de las Cuentas Nacionales de Chile 1960-1985: métodos alternativos y resultados", Colección Estudios CIEPLAN N.20, Santiago, diciembre.

MELLER, P. (1986), "Un enfoque analítico-empírico de las causas del actual endeudamiento externo chileno", Colección Estudios CIEPLAN N.20, Santiago, diciembre.

MITRA, P. (1984), "Adjustment to external shocks in selected semi-industrial countries, 1974-1981", Discussion Papers, N. DRD114, Banco Mundial, noviembre.

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.

SACHS, J. (1984), "Theoretical issues in International borrowing", Studies in International Finance, Princeton, julio.

VIAL, J. y G. LEFORT (1986), "Deuda externa y perspectivas de crecimiento en América Latina", Integración Latinoamericana N.109, enero-febrero.

ZAHLER, R. (1983), "Recent southern cone liberalization reforms and stabilization policies: the Chilean case, 1974-1982", Journal of Interamerican Studies and World Affairs, vol. 25, N.4, noviembre.

CORPORACION DE
INVESTIGACIONES
ECONOMICAS
PARA LATINOAMERICA

CIEPLAN

Av. Cristóbal Colón 3494
Teléfono: 228 3262
Casilla 16496 Correo 9
Santiago - Chile.