

Deuda externa, ahorro doméstico y
crecimiento económico en Chile.
Una perspectiva de largo plazo: 1982-1990*

I. INTRODUCCIÓN

Uno de los problemas económicos más importantes que enfrentarán los países en desarrollo durante la década de los 1980 es el del endeudamiento externo. Durante los años setenta el nivel de la deuda externa de estos países —medida como porcentaje de su producto geográfico— alcanzó niveles tales, que es difícil pensar que esta tasa de crecimiento del endeudamiento pueda mantenerse en el futuro¹. Durante los primeros años de los ochenta, esta tendencia del nivel de deuda externa se ha mantenido, y en algunos países incluso ha aumentado. El presente trabajo analiza en detalle las perspectivas futuras de endeudamiento externo de Chile para el resto de los años ochenta. Chile representa un caso especialmente interesante, ya que dentro de la estrategia económica del actual Gobierno Militar, la entrada de flujos de fondos externos juega un rol fundamental. Sin embargo, ya en 1981 el *nivel* de la Deuda Externa chilena (pública y privada) alcanzó niveles extremadamente altos, aproximándose al 50% del producto geográfico bruto. Durante 1981 la Deuda Externa neta chilena creció en un 51%, lo que constituye el mayor crecimiento de la deuda en los últimos 20 años. Tanto esta tasa de crecimiento de la deuda, como el nivel alcanzado por ella hacen interesante analizar las perspectivas futuras del endeudamiento en Chile en el mediano y largo plazo.

El análisis realizado parte por reconocer que el nuevo endeudamiento neto de cada año está dado por el superávit de la cuenta de

*La versión original de este trabajo fue escrita, y circulada privadamente, en septiembre de 1981. Como se puede apreciar, el análisis realizado en ese momento adelantó, en parte, la situación recesiva vivida en Chile a partir de diciembre de 1981.

¹Para un análisis del endeudamiento de los países en desarrollo, véase, por ejemplo, Kenen (1977), Franko y Seiber (1979), y World Development Report 1981, del Banco Mundial. Para un análisis de la Deuda Externa de Brasil, ver Blanchard (1981).

capitales de la balanza de pagos². Efectivamente, un flujo positivo de capitales externos al país tiene como contrapartida un flujo hacia el exterior de instrumentos financieros domésticos, por medio de los cuales los residentes del país se comprometen a pagar, en el futuro, los fondos obtenidos del extranjero. De otro lado, desde un punto de vista contable, el saldo (positivo) en la cuenta de capitales será igual al saldo (negativo) en la balanza comercial *más* el saldo (negativo) la cuenta de servicios *más* el saldo (positivo) en la balanza de pagos o variación de las reservas internacionales. El método seguido en este trabajo consiste en analizar la evolución futura de cada una de estas cuentas de la balanza de pagos. Para ello se ha supuesto una cierta evolución de la tasa de crecimiento de la economía, calculándose el comportamiento requerido de estos saldos de la balanza de pagos, que permiten que efectivamente se cumplan estas metas.

Esta metodología equivale a analizar la consistencia interna de ciertas proyecciones macroeconómicas, tratando de detectar posibles problemas serios que pongan en duda la factibilidad de dichas proyecciones. En este caso el énfasis se pone en investigar si la situación de endeudamiento externo pondría en jaque a las proyecciones de crecimiento aludidas³.

Los resultados de este estudio indican que para que la economía crezca a tasas reales anuales entre el 5.5 y 6.5 por ciento anual, la inversión geográfica bruta debe alcanzar entre un 19 y 22 por ciento del PGB. Dado que el nivel histórico del ahorro doméstico ha sido sustancialmente inferior a estas cifras, sólo será posible alcanzar estas metas de crecimiento mediante una contribución importante del ahorro externo. Este ahorro externo, desde luego, corresponde a ingresos de fondos extranjeros, con el consiguiente aumento del endeudamiento externo. El monto específico de ahorro externo requerido dependerá del comportamiento del ahorro interno. En la medida en que el ahorro doméstico se mantenga a sus niveles históricos, los recursos extranjeros requeridos serán de una magnitud tal que las metas de crecimiento altas (6.5% real anual) serán difícilmente alcanzables. Por el contrario, en la medida en que el ahorro doméstico, como porcentaje del producto, aumente a niveles comparables a otros países en desarrollo, la obtención de los recursos extranjeros para financiar la inversión no provocará problemas serios en lo que a nivel de endeudamiento de la economía se refiere.

Sin embargo, en caso que, como consecuencia de los influjos de fondos externos, se *reduzca* el ahorro interno, aún las metas de cre-

²En rigor la inversión extranjera, que aparece en la cuenta de capitales, no constituye nuevo endeudamiento externo.

³Este enfoque ha sido usado con anterioridad por Harberger (1975), y Harberger, Bolaños, Edwards y Gressel (1980).

cimiento "medianas" planteadas en este trabajo no podrán ser alcanzadas. Esta sustitución de ahorro externo por ahorro doméstico parece haber sucedido durante 1981 en Chile. Cifras preliminares para ese año señalan que el ahorro interno alcanzó a sólo 8% del producto nacional, cifra que constituye uno de los niveles más bajos de los últimos 20 años. Adicionalmente, en un análisis más detallado es importante distinguir el sector a que se dirige la inversión financiada con ahorro externo, ya que presumiblemente la inversión en maquinarias y equipos tendrá un efecto diferente sobre la tasa de crecimiento de la economía que inversiones en material de transportes y vivienda⁴.

Además de los recursos extranjeros requeridos para financiar la inversión, también se producirán incrementos en la deuda interna por medio de los superávits de balanza de pagos requeridos para satisfacer los aumentos en la cantidad demandada de dinero. En la medida en que el Banco Central mantenga una política "neutra", los aumentos en la cantidad nominal de dinero, debidos al crecimiento de la economía y a la inflación, deberán ser proporcionados a través de aumentos de las reservas internacionales. Estos superávits de la balanza de pagos generarán un incremento de la deuda externa bruta. Sin embargo, la deuda externa neta —calculada como la deuda bruta menos las reservas internacionales— no se verá afectada por este concepto.

Finalmente, en la medida en que los intereses que deban pagarse por la deuda contraída sean financiadas con nuevo endeudamiento, habrá una fuente adicional de nuevo endeudamiento externo.

El trabajo está organizado de la siguiente manera: En la Sección II se analiza la situación del endeudamiento externo chileno a 1981. Estas cifras constituyen el punto de partida para las proyecciones de la deuda externa presentadas en la Sección III. La Sección IV contiene un análisis del problema de corto plazo enfrentado por la economía chilena a partir de fines de 1981, y generada, parcialmente, por el inmenso déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos en ese año. Esta sección —escrita antes del deterioro de la economía chilena a fines de 1981 y principios de 1982— delinea con bastante claridad las características de la crisis. La Sección V, finalmente, contiene algunas conclusiones. El trabajo también contiene un anexo técnico donde se desarrollan en detalle las proyecciones presentadas en el texto. Este anexo no ha sido incluido en la presente versión del trabajo, pero se encuentra disponible para los lectores interesados⁵.

⁴Durante 1980 y 1981 una proporción sustancial de la inversión en Chile fue dirigida a los sectores vehículos y viviendas.

⁵Las personas interesadas pueden solicitar el anexo directamente del autor a la siguiente dirección: Prof. Sebastián Edwards, Department of Economics, UCLA, 405 Hilgard Ave., Los Angeles, California 90024, U.S.A.

II. LA DEUDA EXTERNA A DICIEMBRE DE 1981

En el Cuadro Nº 1 se presenta una estimación de la deuda externa al 31 de diciembre de 1981. Esta estimación está parcialmente basada en estimaciones del Banco Central y considera los ingresos observados de créditos por el artículo 14 de la Ley de Cambios.

Cuadro Nº 1

DEUDA EXTERNA DE CHILE AL 31 DE DICIEMBRE DE 1981

(Millones de dólares)

	Saldo al 31/12/80	Movimiento durante 1981				Saldo Estima- do al 31/12/81
		Utili- zación	Amorti- zación	Inte- reses	Servi- cio	
1. Sector Público y Privado con garantía pública	4.719,9	1.622,0	968,0	522,0		5.373,9
2. Sector Privado Mediano-Largo Plazo						
a) Artículo 14	3.657,7	3.350,0	443,5	740,0		6.564,2
b) Arts. 15, 16 y DL. 600	407,1	200,0	100,0	70,0		507,1
c) Créditos proveedores y líneas importación	628,5	500,0	131,0	100,0		997,5
3. Deuda externa Mediano Largo Plazo (1+2)	9.413,2	5.672,0	1.642,5	1.432,0	3.339,5	13.442,7
4. Deuda Externa Privada Corto Plazo	1.332,7	600,0	—	250,0		1.932,7
5. FMI	123,3	—	70,0	9,0		53,3
6. Otros	117,5	—	—	18,0		117,5
7. Deuda Externa Total (3+4+5+6)	10.986,7	6.272,0	1.712,5	277,0	347,0	15.546,0

Como puede observarse en este cuadro, la deuda externa total creció en 41% en términos nominales en el año. En términos rea-

les, el aumento alcanzó al 31%, suponiendo una inflación mundial del 10%. En términos nominales, este aumento proyectado sería de 4.400 millones de dólares, cifra que es compatible con las proyecciones de un déficit de cuenta corriente de 3.800 millones de dólares y un superávit de balanza de pagos de 600 millones de dólares realizadas por Klaus Schmidt-Hebbel (1981)⁶.

Debido a este fuerte incremento de la deuda externa, la relación entre ésta y el producto alcanzará uno de sus niveles más altos en la historia del país; la deuda bruta de mediano y largo plazo alcanzará un 41.5% del PGB (suponiendo una tasa de crecimiento del mismo de 4.5% real para 1981), mientras que la deuda externa bruta general llegará al 48.1% del PGB.

Debe notarse, sin embargo, que se estima que las reservas internacionales del sistema monetario crecieron en 1981 en 600 millones, alcanzando al 31 de diciembre de este año un total de 5.300 millones de dólares (ver Schmidt-Hebbel 1981). Esto implica que la deuda externa general neta llegó al 31 de diciembre de 1981 a 10.246 millones de dólares, mientras que al 31 de diciembre de 1980 esta medida de la deuda externa llegaba a los 6.167 millones de dólares. Vale decir que la deuda externa general *neto* real (descontando las reservas internacionales) creció en el año en un 51%. Esta es la tasa de crecimiento *más alta del endeudamiento externo en los últimos 20 años*. (Véase exposición de la Hacienda Pública 1981, páginas 62-63).

Es claro que la tasa de crecimiento de la deuda externa estimada para este año no es sostenible, ni siquiera en el muy corto plazo. En un estudio reciente se ha estimado que la deuda externa neta puede crecer a lo más en un 4% *real al año* para no alterar el riesgo del país asignado por la comunidad financiera internacional a Chile⁷. Por esta razón, hay dos problemas fundamentales relacionados con la situación de la deuda externa que en este momento son de primera importancia: a) cuál es la evolución en el mediano y largo plazo de la situación de endeudamiento externo compatible con las metas de desarrollo y crecimiento; y b) cuál será el mecanismo que operará en el *corto plazo* para reducir el incremento del endeudamiento externo a niveles tolerables. Esta segunda interrogante está últimamente relacionada con los mecanismos que permitirán reducir el déficit de cuenta corriente observado en 1981. En la próxima sección se investiga la primera de estas interrogantes —la evolución probable en el mediano y largo plazo de la deuda externa de Chile—; mientras que en la Sección 4 se bosquejan algunas consideraciones sobre el posible proceso de ajuste en el corto plazo.

⁶Ver Schmidt-Hebbel (1981).

⁷Véase Edwards (1981a).

III. PROYECCIONES DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO 1982-1990:

En esta sección se presentan los resultados de proyecciones del endeudamiento externo para los próximos años. Como toda proyección a un plazo tan largo, ésta es tentativa y no debe asignársele más valor que el de proporcionar órdenes de magnitud muy aproximados. Con todo, el ejercicio realizado es útil en tanto señale *claramente* que, a no ser que el nivel de ahorro doméstico como proporción del producto crezca dramáticamente, las metas de crecimiento económico planteadas para esta década no serán alcanzables⁸.

La metodología empleada para realizar estas proyecciones consiste en tomar dos hipótesis alternativas de crecimiento económico para la década, y calcular los inlujos de fondos externos requeridos para alcanzar estas metas. Estos flujos de nuevos fondos, sumados a la evolución de la deuda externa ya contratada proporciona una evolución probable del nivel de endeudamiento externo para la década. Todos los detalles de los cálculos realizados se presentan en el anexo.

En el Cuadro N° 2 se presentan los dos casos alternativos de crecimiento económico considerados en las proyecciones. El Caso 1 está basado en las proyecciones de Klaus Schmidt-Hebbel (1980) para el Departamento de Estudios ВНС, aunque corrige las tasas de crecimiento para los próximos dos años. El Caso 2 corresponde a un ajuste hacia abajo del caso 1 y pueden ser considerados como una evolución más cauta del producto futuro⁹. Además, en este cuadro se presentan las proyecciones de inflación doméstica utilizadas en el análisis, las que han sido tomadas de Montt (1981). A partir de estas proyecciones del PGB y suponiendo ciertas características de la ganancia en eficiencia de la inversión, del nivel de inversión extranjera y de la evolución de la fuerza de trabajo, se pueden calcular dos magnitudes: 1) cuánto debe ser la inversión geográfica como porcentaje del producto para que efectivamente esas tasas de crecimiento se cumplan; y 2) cuánto deben crecer las reservas internacionales para financiar los aumentos de la demanda de dinero asociados con este crecimiento.

A partir de la inversión geográfica bruta requerida y del com-

⁸Este punto ya fue planteado por el autor en 1977. Ver Edwards (1977). Curiosamente ese trabajo desató una polémica pública en esa fecha. Recientemente Corbo (1981), entre otros, ha insistido sobre este punto.

⁹Nótese que las proyecciones de ODEPLAN son más cercanas al caso 1. Información más reciente (febrero 1982), indica que las perspectivas de corto plazo (1982) son bastante pesimistas. Esto implica que, posiblemente ambas proyecciones del producto, presentadas en el Cuadro N° 2, sobrestiman el crecimiento de corto plazo. Sin embargo, el efecto de esta sobrestimación sobre las proyecciones de endeudamiento externo de largo plazo es mínimo.

ESTUDIOS INTERNACIONALES

Cuadro Nº 2

ESCENARIOS ALTERNATIVOS DE CRECIMIENTO ECONOMICO

1981 - 1990

Año	Tasa crecimiento PGB real		Tasa inflación doméstica proyectada
	Caso 1 (Crecimiento alto)	Caso 2 (Crecimiento mediano)	
	(%)	(%)	(%)
1981	4,5	4,5	10,5
1982	5,0	4,5	7,0
1983	6,0	5,0	5,5
1984	6,5	5,5	5,5
1985	6,5	5,5	5,5
1986	6,5	5,5	5,5
1987	6,5	5,5	5,5
1988	6,5	5,5	5,5
1989	6,5	5,5	5,5
1990	6,5	5,5	5,5

portamiento supuesto del ahorro interno y de la inversión extranjera, es posible calcular el monto de recursos externos (o ahorro externo) requerido para financiar dicha inversión¹⁰. En este ejercicio se hicieron dos supuestas alternativas respecto a la evolución del ahorro doméstico.

Alternativa A: El ahorro doméstico como porcentaje del PGB se mantiene a un 13.5% durante todo el período. Esta cifra corresponde al promedio del período 1974-1980. *Alternativa B:* El ahorro interno como porcentaje del PGB *crece* desde un 13% en 1982 a un 15.5% en 1990. (Ver Cuadro Nº 7 en el Anexo para la evolución año a año). En el Cuadro 3 aparece la inversión requerida en cada caso y el ahorro externo necesario, bajo cada alternativa, para financiar dicha inversión. De este modo, la combinación de las dos proyecciones de crecimiento económico (caso 1 y caso 2) y las dos alternativas de comportamiento del ahorro doméstico (Alternativa A y Alternativa B) dan origen a cuatro proyecciones posibles de la evolución de la deuda externa de mediano y largo plazo. En cada una de las alternativas se supuso que el precio del cobre se

¹⁰Para los detalles de estos cálculos, véase el anexo.

Cuadro Nº 3

PROYECCIONES DE REQUERIMIENTOS DE INVERSIÓN Y AHORRO
EXTERNO BAJO DISTINTAS ALTERNATIVAS DE CRECIMIENTO

Año	Caso 1: Crecimiento alto			Caso 2: Crecimiento mediano		
	Ahorro externo*			Ahorro externo*		
	Req. IGB PGB	Altern. A (%)	Altern. B (%)	Req. IGB PGB	Altern. A (%)	Altern. B (%)
	(%)			(%)		
1982	15,0	1,5	2,0	13,5	0,0	0,5
1983	17,6	4,1	4,1	14,9	1,4	1,4
1984	19,5	6,0	6,0	16,3	2,8	2,8
1985	20,4	6,9	6,4	17,2	3,7	3,2
1986	20,7	7,2	6,2	17,5	4,0	3,0
1987	21,1	7,6	6,1	17,8	4,3	2,8
1988	21,6	8,1	6,1	18,4	4,9	2,9
1989	22,1	8,6	6,6	18,8	5,3	3,3
1990	22,4	8,9	6,9	19,2	5,7	3,7

FUENTE: Ver Anexo.

*Para calcular el endeudamiento en cada año se resta a esta cifra la inversión extranjera como porcentaje del producto supuesto en cada año.

recupera paulatinamente hasta alcanzar a us\$ 1.20 real en 1987, y que en el período contemplado se materializan inversiones extranjeras por un total de us\$ 1.960 millones. Además, se supone que esta deuda se contrata por un plazo promedio de diez años y a una tasa de interés de un punto sobre LIBOR. En los cuadros 4 al 7 se presentan las proyecciones alternativas de evolución de la deuda externa.

Para evaluar el significado de las proyecciones de los cuadros N.os 4 al 7 es necesario tener en claro que la razón deuda PGB de 1981 es ya *sumamente alta*, y que difícilmente se puede pensar que este nivel se pueda mantener en el futuro. En el Cuadro Nº 8 se presenta la deuda bruta total y deuda neta sobre PGB para el período 1973-1980. Como se puede observar, con la excepción de 1975, el nivel de deuda de 1981 es el más alto de los últimos años.

ESTUDIOS INTERNACIONALES

Como se puede apreciar del Cuadro N^o 4, bajo los supuestos de crecimiento alto y tasa de ahorro doméstico constante la deuda bruta baja de un 48.1% del PGB en 1981 a un 46% del PGB en 1984-85, para luego subir hasta alcanzar un 56.8% del PGB en 1990. En general, estas proyecciones indican que bajo estos supuestos de ahorro doméstico constante (al 13.5% del PGB), el endeudamiento externo tenderá a alcanzar niveles extremadamente altos hacia fines de la década. Esta es, claramente, una "luz roja" que señala que, bajo los supuestos realizados, estas tasas de crecimiento no serán alcanzables, toda vez que los niveles de deuda externa se hacen insostenibles.

Cuadro N^o 4

PROYECCION DEUDA EXTERNA SUPONIENDO CRECIMIENTO ALTO
Y AHORRO DOMESTICO CONSTANTE

Año	(1) PGB Nominal (Mills. us\$)	(2) Deuda Externa General (Mills. us\$)	(3) Reservas brutas	(4) Deuda Externa Neta (Mills. us\$)	(5) (Deuda Bruta/ PGB) %	(6) (Deuda Neta/ PGB) %
1980	28.081	10.988	4.701	6.287	39,1	22,4
1981	32.294	15.546	5.300	10.246	48,1	31,7
1982	36.169	17.102	6.222	10.880	47,3	30,1
1983	40.328	18.764	7.021	11.743	46,5	29,1
1984	45.168	20.759	7.810	12.949	46,0	28,7
1985	50.588	23.288	8.692	14.596	46,0	28,9
1986	56.659	26.327	9.677	16.650	46,5	29,4
1987	63.458	30.800	10.778	20.022	48,5	31,6
1988	71.072	36.189	12.009	24.180	50,9	34,0
1989	79.601	42.747	13.384	29.363	53,7	36,9
1990	89.153	50.656	14.820	35.836	56,8	40,2

FUENTE: Ver Anexo.

De otro lado, los resultados de la proyección que supone crecimiento alto y tasa de ahorro creciente —presentados en el Cuadro N^o 5—, indican que los niveles de endeudamiento hacia el final de

Cuadro Nº 5

PROYECCION DEUDA EXTERNA SUPONIENDO CRECIMIENTO ALTO
Y AHORRO DOMESTICO CRECIENTE

Año	(1) FCB Nominal (Mills. us\$)	(2) Deuda Externa General (Mills. us\$)	(3) Reservas brutas	(4) Deuda Externa Neta (Mills. us\$)	(5) (Deuda Bruta/ FCB) %	(6) (Deuda Neta/ FCB) %
1980	28.081	10.988	4.701	6.287	39,1	22,4
1981	32.294	15.546	5.300	10.246	48,1	31,7
1982	36.169	17.282	6.222	11.060	47,8	30,6
1983	40.328	18.954	7.021	11.933	47,0	29,6
1984	45.168	20.935	7.810	13.125	46,3	29,1
1985	50.588	23.195	8.692	14.503	45,9	28,7
1986	56.659	25.647	9.677	15.970	45,3	28,2
1987	63.458	29.154	10.778	18.376	45,9	29,0
1988	71.072	33.109	12.009	21.100	46,6	29,7
1989	79.601	38.075	13.384	24.691	47,8	31,0
1990	89.153	44.217	14.820	29.397	49,6	33,0

FUENTE: Ver Anexo.

la década son bastante menores. Más aún, las proyecciones indican una baja en el nivel de endeudamiento a partir de 1982 para llegar a un mínimo a 1986, fecha a partir de la cual la deuda externa comienza a crecer hasta alcanzar un 49.6% del FCB en 1990. Si bien estos niveles de endeudamiento son menores a los del Cuadro Nº 4, ellos son aún elevados como para ser considerados como una situación viable de largo plazo. Los resultados de este cuadro pueden ser considerados, a lo menos, como una "luz amarilla" que indica que para alcanzar estas metas de crecimiento altas, el ahorro doméstico debiera crecer más de lo aquí supuesto (un 15.5% del FCB en 1990).

En síntesis, el análisis presentado en los Cuadros N.os 4 y 5 enfatiza, una vez más, el rol fundamental que debe jugar el ahorro doméstico para alcanzar altas tasas de crecimiento: para crecer hay

ESTUDIOS INTERNACIONALES

que invertir y para invertir hay que ahorrar. Esta es una verdad económica de la que no es posible escapar¹¹.

Cuadro N° 6

PROYECCION DEUDA EXTERNA SUPONIENDO CRECIMIENTO MEDIANO
Y AHORRO DOMESTICO CONSTANTE

Año	(1) PCB Nominal (Mills. us\$)	(2) Deuda Externa General (Mills. us\$)	(3) Reservas brutas	(4) Deuda Externa Neta (Mills. us\$)	(5) (Deuda Bruta/ PCB) %	(6) (Deuda Neta/ PCB) %
1980	28.081	10.988	4.701	6.287	39,1	22,4
1981	32.294	15.546	5.300	10.246	48,1	31,7
1982	36.169	16.559	6.220	10.339	45,8	28,6
1983	40.328	17.120	7.027	10.098	42,5	25,0
1984	45.168	17.667	7.757	9.910	39,1	21,9
1985	50.588	18.565	8.565	10.000	36,7	19,8
1986	56.659	19.772	9.459	10.313	34,9	18,2
1987	63.458	22.120	10.450	11.670	34,9	18,4
1988	71.072	25.165	11.547	13.618	35,4	19,2
1989	79.601	28.986	12.763	16.223	36,4	20,4
1990	89.153	33.876	14.110	19.766	38,0	22,2

FUENTE: Ver Anexo.

Los resultados presentados en los Cuadros N.os 6 y 7, por otro lado, indican que al suponer una tasa de crecimiento de la economía mediana (5.5% real anual a partir de 1984), el problema de la deuda externa, como problema de largo plazo, tiende a desaparecer. Efectivamente, aún bajo el supuesto de tasa de ahorro constante —Cuadro N° 6— el stock de deuda externa a fines de la década es inferior al nivel que ésta tenía en 1980. Desde luego que bajo

¹¹Aún suponiendo que la inversión extranjera alcanzará a 8.000 millones de dólares en la década, bajo la alternativa de crecimiento alto y ahorro constante, la Deuda Externa bruta a 1990 superaría al 50% del pcb.

Cuadro Nº 7

PROYECCION DEUDA EXTERNA SUPONIENDO CRECIMIENTO MEDIANO
Y AHORRO DOMESTICO CRECIENTE

Año	(1) PGB Nominal (Mills. us\$)	(2) Deuda Externa General (Mills. us\$)	(3) Reservas brutas	(4) Deuda Externa Neta (Mills. us\$)	(5) (Deuda Bruta/ PGB) %	(6) (Deuda Neta/ PGB) %
1980	28.081	10.988	4.701	6.287	39,1	22,4
1981	32.294	15.546	5.300	10.246	48,1	31,7
1982	36.169	16.739	6.220	10.519	46,3	29,1
1983	40.328	17.302	7.027	10.275	42,9	25,5
1984	45.168	17.846	7.757	10.089	39,5	22,3
1985	50.588	18.496	8.565	9.931	36,6	19,6
1986	56.659	18.694	9.459	9.235	33,0	16,3
1987	63.458	20.610	10.450	10.160	32,5	16,0
1988	71.072	22.337	11.547	10.790	31,4	15,2
1989	79.601	24.713	12.763	11.950	31,0	15,0
1990	89.153	27.987	14.110	13.877	31,4	15,6

FUENTE: Ver Anexo.

el supuesto de tasa de ahorro creciente, la situación externa es aún más holgada, sin llegar a comprometer las metas de crecimiento supuestas.

De los resultados presentados en esta sección se pueden extraer las siguientes conclusiones:

1) Si el ahorro doméstico se mantiene constante, difícilmente será posible que la economía crezca a tasas "altas" (6.5% real anual) durante la década. La razón de esto es que el ahorro externo requerido para complementar a este ahorro interno es de una magnitud tal que la situación de endeudamiento externo tendería a superar los niveles considerados como razonables.

2) Sólo será posible alcanzar tasas de crecimiento de medianas a altas en la medida en que el ahorro doméstico crezca como proporción del producto. Si la razón ahorro interno/PGB llega al 15.5% en 1990 (cifra todavía baja en comparación con países en desarro-

Cuadro Nº 8

EVOLUCION HISTORICA DEUDA EXTERNA CHILENA

Año	(1) (Deuda Externa Total/FCB)	(2) (Reservas Internacionales/FCB)
1973	32,1	2,7
1974	41,2	3,0
1975	59,6	3,3
1976	47,3	6,4
1977	35,7	5,0
1978	41,1	9,8
1979	37,2	13,4

FUENTE: Edwards (1981 a).

llo), no parece haber *problemas de largo plazo* en alcanzar las tasas de crecimiento como las sugeridas por diversas instituciones (BHC, ODEPLAN) —del orden del 6,5% real anual— serán necesario que el ahorro doméstico crezca hasta alcanzar cerca del 18% del FCB.

3) Dentro de las alternativas más moderadas de crecimiento mediano, los resultados indican que el año *crítico*, en lo que a endeudamiento externo se refiere, es 1981. Efectivamente, en ese año la deuda externa alcanzaría uno de los niveles más altos de los últimos años (excluyendo 1975). Las proyecciones, además, señalan que la deuda externa tendería a caer a partir de 1982.

Esto significa que el problema más importante en este momento es el del *ajuste externo* en 1982-83. La pregunta es: ¿mediante qué mecanismo se ajustará el sector externo en 1982, de modo que el déficit en cuenta corriente se reduzca a menos de la mitad?

En la próxima sección se presentan algunas reflexiones sobre este tema.

IV. EL PROBLEMA DEL AJUSTE EN EL CORTO PLAZO

Como se puede apreciar de la sección anterior, en tanto el ahorro doméstico crezca durante la próxima década a niveles similares al de otros países en desarrollo, la situación de endeudamiento exter-

no no representará un obstáculo mayor para que el país crezca a tasas relativamente altas (5.5% real anual). Sin embargo, las proyecciones presentadas en la Sección 3 de este trabajo también indican que 1982 será un año crítico en tanto se requerirá un ajuste macroeconómico importante que permita poner un freno al aumento del nivel de endeudamiento observado en los últimos dos años¹².

En 1981 el déficit de cuenta corriente bordeó los 4.000 millones de dólares, cifra que representa más del 12% del producto, lo que contribuye a que la deuda externa alcance los niveles presentados a las secciones anteriores. En tanto ésta no es una situación sostenible en el largo plazo, será necesario que en 1982 se produzca una caída importante del gasto en relación al ingreso, de modo que el déficit de cuenta corriente llegue a niveles más manejables —4 a 5% del producto. Esto significa que en 1982 debe producirse una caída del gasto (en relación al producto) del orden de 2.200 millones de dólares. Si bien es posible que por concepto de mejora de términos de intercambio, caída de tasas de interés internacional y ajuste de stock de durables se reduzca el déficit de cuenta corriente en us\$ 1.000 millones, aún será necesario inducir una caída adicional del gasto de 1.200 millones de dólares. (Ver Corbo y Edwards 1981b).

El mecanismo semiautomático para producir esta baja en el gasto será un aumento de la tasa de interés real interna, como consecuencia principalmente de una reducción en el ingreso neto de capitales. Esta caída del gasto interno afectará la demanda tanto por bienes transables como no transables, tendiendo a generar excesos de oferta en ambos mercados. Mientras en el mercado de los transables el exceso de oferta (o menor exceso de demanda) contribuirá a reducir el déficit comercial externo, en el mercado no-transable esta caída de la demanda requerirá una disminución del precio relativo de no-transables para restablecer el equilibrio. (Véase Corbo y Edwards 1981a).

Sin embargo, en el caso chileno el ajuste del sector no-transable no parece ser tan simple. En primer lugar, en una economía abierta con tipo de cambio fijo, la disminución del precio relativo de los no-transables requiere una caída de su precio *absoluto* (suponiendo precios de transables dados). En el caso chileno, donde por ley los salarios reales son inflexibles a la baja, es sumamente difícil pensar en una caída del precio nominal de los no-transables. Más aún, es posible pensar que aún hoy en día, y principalmente debido a la caída del precio relativo de los transables (revaluación del dólar), se observa un exceso de oferta incipiente en el mercado de no-transables. (Ver Corbo y Edwards 1981b).

¹²Este problema es tratado en detalle en un trabajo reciente de Corbo y Edwards (1981b). El resto de esta sección está basada en este trabajo.

En este caso, entonces, la caída requerida del gasto interno vendría a reforzar este exceso de oferta, poniendo una presión adicional sobre los precios nominales de los no-transables. En tanto ellos no sean flexibles a la baja, el ajuste tenderá a producirse, principalmente vía disminuciones en la producción y el empleo.

De este modo, suponiendo que no hay cambios de política importantes, el escenario más posible para 1982, y posiblemente 1983, es uno donde se producirá un alza de las tasas de interés, una caída del gasto interno y una disminución en la producción y empleo en los sectores de no-transables¹³.

V. COMENTARIOS FINALES

En este trabajo se ha analizado, desde una perspectiva de largo plazo, el problema de la deuda externa chilena. Los resultados de las proyecciones realizadas señalan que el nivel del *ahorro interno* en el futuro es una variable clave para determinar a qué tasas podrá crecer el país. Estas proyecciones indican que, a no ser que la tasa de ahorro interno aumente, el nivel de endeudamiento externo será tal que pondrá en jaque las metas de crecimiento del país. Sin embargo, en la medida en que se produzca este aumento del ahorro interno y se materialicen los proyectos de inversión extranjera más importantes, el endeudamiento externo *no* parece constituir un obstáculo importante para el desarrollo futuro. De estas consideraciones se sigue que en tanto se desee alcanzar tasas de crecimiento sostenidas relativamente altas, será recomendable implementar medidas de política que fomenten el ahorro doméstico. Entre ellas vale la pena resaltar la posibilidad de reemplazar el impuesto a la renta por un impuesto al gasto, evitando la doble tributación existente en la actualidad¹⁴.

Desde luego que si el ahorro interno tiende a *caer*, las perspectivas de crecimiento en Chile para la década de los ochenta se verán seriamente comprometidas. Esta posibilidad, si bien lejana, no es imposible, y debiera ser considerada seriamente por los encargados de la política económica chilena.

Las proyecciones presentadas también señalan que el nivel de deuda de 1981 será uno de los más altos de los últimos años, lo que indica que posiblemente en 1982 se requiera un ajuste *macro-económico* importante que permita reducir el déficit de cuenta corriente a niveles más tolerables. Este ajuste se producirá a través de una disminución de los inlfujos de créditos externos, con el con-

¹³Véase Corbo y Edwards (1981b) para algunas recomendaciones tendientes a disminuir el costo de ese ajuste.

¹⁴Este tipo de medidas fueron propuestas por el autor en 1977. Edwards (1977).

siguiente aumento de las tasas de interés domésticas. De este modo, se producirá una caída del gasto en relación al ingreso. Las características de la economía chilena actual —principalmente la inflexibilidad a la baja de los salarios reales y la existencia de un incipiente exceso de oferta por bienes no-transables— sugieren que el ajuste macroeconómico tendrá algunos costos en términos de empleo y producción.

B I B L I O G R A F I A

- Banco Central de Chile: Boletín (Julio 1981).
- BLANCHARD, Olivier J., *Current Account Deficit and Foreign Debt in Brazil*, Harvard University Discussion Paper (November 1981).
- CORBO, Vittorio, *Inflation in Developing Countries* (North Holland 1974).
- CORBO, Vittorio, *El Déficit en Cuenta Corriente: Aspectos Macroeconómicos* (1981).
- CORBO, Vittorio y Sebastián EDWARDS, *El Rol de una Devaluación en la Economía Chilena Actual* (1981 a).
- CORBO, Vittorio y Sebastián EDWARDS, *Algunas consideraciones sobre la Coyuntura Actual* (Septiembre 1981 b).
- COX, Alejandra, *Las Fuentes de Nuestro Crecimiento Futuro* (Septiembre 1981).
- EDWARDS, Sebastián, "Una Nota sobre el Problema del Ahorro, la Inversión y el Crecimiento Económico en Chile". *Documento 167, Depto. de Estudios BHC* (1977).
- EDWARDS, Sebastián, "El Problema del Empleo en Chile. Un Análisis Preliminar". *Documento 146, Depto. Estudios BHC* (1980 a).
- EDWARDS, Sebastián, "Condicionantes del Desempleo en Chile". *Documento 145, Depto. Estudios BHC* (1980 b).
- EDWARDS, Sebastián, "Sobre los Determinantes del Riesgo de País", en *Informe Final Primer Seminario Internacional Banco BHC* (1981).
- FRANKO, Lawrence y Marilyn SEIBER, *Developing Country Debt* (Pergamon Press, London, 1979).
- HARBERGER, Arnold, "Proyecto Hidroeléctrico El Cajón: Aspectos Macroeconómicos", *Cuadernos de Economía* (1975).
- HARBERGER, A. G., R. BOLAÑOS, S. EDWARDS y D. G. GRESSEL, *Análisis del Impacto Macroeconómico del Proyecto Hidroeléctrico Boruca*, San José, Costa Rica, 1980.
- KENEN, Peter, "Debt Relief as Development Assistance", en J. Bhagwati (Ed.) *The New International Economic Order: The North South Debate* (Cambridge, Mass.; The MIT Press, 1977).
- MORÁN, E. y G. WAGNER, "Estimación de la Tasa de Retorno del Capital", *Cuadernos de Economía* (1974).
- MONTT, Felipe, "Proyección de Variables Macroeconómicas 1981-1986". *Documento 201, Depto. de Estudios BHC* (1981).
- PUJOL, J. M., *Chile, Proyecciones de la Población por Edades 1950-2000*, Mimeo., CELADE, 1978.
- SCHMIDT-HEBBEL, K., "Análisis del Crecimiento Económico Chileno y Proyecciones 1980-2000". *Documento 140, Depto. de Estudios BHC* (1980).
- SCHMIDT-HEBBEL, K., "Condiciones y Perspectivas de la Economía Chilena". *Documento 200, Depto. de Estudios BHC* (1981).
- World Bank, *World Development Report 1981*, New York, Oxford U. Press, 1981.