

ESTUDIO

ESFUERZO INTERNO DE AHORRO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO EVOLUCIÓN 1960-1986 Y PERSPECTIVAS A 1995

Irene Cerón R.*
Irma Staplefield**

Este estudio analiza los factores que han condicionado la capacidad de inversión en el período 1960-1986 y sus perspectivas a 1995.

A diferencia de lo que se concluye al utilizar los conceptos de Ahorro Nacional Bruto y Ahorro Externo de Cuentas Nacionales, en el período 1960-1973 el Esfuerzo Interno de Ahorro, en términos de sacrificio de consumo, fue muy inferior al Ahorro Nacional computado por Cuentas Nacionales, ya que gran parte de la inversión se financió con recursos externos (Esfuerzo Externo de Ahorro) que el país obtuvo gratuitamente vía ganancias de términos de intercambio, al ser los precios de las exportaciones crecientemente superiores a los observados en los años siguientes. A partir de 1975 Chile ha tenido que realizar un esfuerzo creciente de ahorro para incrementar sus niveles de inversión; en efecto, entre 1975 y 1981 se reduce el Esfuerzo Externo a raíz del acentuado deterioro de los términos de intercambio compensado sólo parcialmente por la afluencia de créditos externos, y a partir de 1982 se agregan a la situación anterior los crecientes servicios de deuda externa derivados de la deuda acumulada y el aumento de las tasas de interés internacionales, en un contexto de restricción de créditos externos (Esfuerzo Externo negativo). La tasa de Esfuerzo Interno de Ahorro (como porcentaje del PGB) aumenta desde 6,1% en 1974 hasta un 21,3% en 1986.

El comportamiento descrito de las distintas variables externas significó que en el período 1960-1972, a pesar de los bajos niveles de Esfuerzo Interno de Ahorro, los aumentos de capacidad productiva fueron superiores a los incre-

* Ingeniero Comercial, Universidad de Chile; Economista Departamento de Estudios Odeplan.

** Ingeniero Comercial, Licenciada en Ciencias Económicas, Universidad de Chile; Economista Departamento de Estudios Odeplan

mentos de ~~data~~ externa, situación que se revierte a partir de 1975 dificultando la capacidad de pago de la deuda contraída.

Asegurar un crecimiento sostenido del Producto Geográfico Bruto (PGB) a una tasa del 4,5% promedio anual en los próximos años (hasta 1995), requiere de un importante aumento en la tasa de inversión que sólo será posible con un incremento extraordinario en la tasa de Esfuerzo Interno de Ahorro, hasta alcanzar niveles de 28% del PGB a partir de 1993, ya que se proyecta una mantención del Esfuerzo Externo negativo. El cumplimiento de estas metas implica aumentos de la capacidad productiva crecientemente superiores a los aumentos de deuda externa con el consiguiente mejoramiento en la capacidad de pago de esta deuda y de los indicadores riesgo-país.

Introducción

El objetivo de este estudio es analizar los factores que han condicionado la capacidad de inversión del país, y sus proyecciones futuras. Para estos efectos, se ha utilizado una definición alternativa de los conceptos de Ahorro Externo e Interno de Cuentas Nacionales, a fin de reflejar en mejor forma el esfuerzo de ahorro que deben realizar los chilenos para asegurar el aumento del stock de capital necesario para lograr un crecimiento sostenido de la economía en el mediano y largo plazo.

Es por todos conocido que la capacidad de inversión del país depende de las posibilidades que éste tiene de generar recursos internos y captar recursos externos. Para lograr una mejor comprensión de la evolución histórica de la inversión como asimismo de los factores que afectan el nivel y la estructura del Ahorro Geográfico Bruto y su posible evolución futura, este trabajo se ha dividido en tres partes.

En la primera, se analizan las definiciones utilizadas en Cuentas Nacionales de los componentes nacionales y externos del Ahorro Geográfico Bruto (AGB), presentándose una definición alternativa, que refleje en mejor forma el esfuerzo de ahorro que debe realizar el país para incrementar la inversión y cumplir simultáneamente con los compromisos de deuda externa.

La segunda parte se centra en los factores que han incidido históricamente (1960-1986) en el nivel de inversión y de ahorro, analizando la estructura de este último en términos de esfuerzo interno y externo, como asimismo sus perspectivas futuras, en función de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por el Banco Central.

La última parte de este trabajo está orientada a evaluar la eficiencia en el uso de los recursos externos en términos de sus efectos sobre la capacidad de pago del servicio de la deuda externa contraída.

Este estudio está enfocado desde un punto de vista macroeconómico siendo sus conclusiones válidas para la economía nacional como un todo. Es importante señalar que los cambios en las diversas variables externas (términos de intercambio, deuda externa, tasas de interés internacional, acceso al mercado financiero internacional, etc.) han afectado en distinto sentido y medidas a los diferentes agentes económicos.

I Conceptos de Ahorro Utilizados en Cuentas Nacionales. Definición Alternativa

I.1 Conceptos Cuentas Nacionales

A precios constantes, las definiciones utilizadas en Cuentas Nacionales son las siguientes:

Ahorro Nacional (AN): Aquella parte del Producto (PGB) que no se transfiere al exterior (por concepto de pagos netos a factores (YNE) y pérdidas por deterioro de términos de intercambio (PTI)), ni se consume (C). También se consideran como Ahorro Nacional los recursos que el país recibe desde el exterior en forma de transferencias netas (TN) y ganancias de términos de intercambio (GTI).

Es decir:

$$AN = (PGB - YNE - PTI + GTI + TN) - C$$

Ahorro Externo (AE) o Déficit de la Nación en Cuenta Corriente de Balanza de Pagos: corresponde a los recursos que el país obtiene del exterior vía endeudamiento e inversión extranjera neto de acumulación de reservas. Estos recursos pueden destinarse a financiar aumentos de la disponibilidad de bienes (Importaciones (M) - Exportaciones (X)) o remesas al exterior por concepto de pagos netos de factores y pérdidas por deterioro de términos de intercambio, descontando las transferencias netas y la ganancia de términos de intercambio que el país recibe del exterior.

Es decir:

$$A E = (M - X) + YNE + PTI - TN - GTI$$

De donde:

$$AN + A E = PGB + M - X - C = I$$

La definición de Cuentas Nacionales de Ahorro Externo, si bien refleja los recursos obtenidos por el país vía endeudamiento externo e inversión extranjera, netos de acumulación de reservas, no necesariamente mide el aporte efectivo de estos recursos al financiamiento de la inversión (I).

En la medida que este Ahorro Externo se destine a financiar pago de intereses, remesas de utilidades y/o a compensar pérdidas por deterioro de los términos de intercambio, sólo está financiando transferencias de recursos al exterior y por consiguiente tiene un efecto nulo como fuente de financiamiento de inversiones. Dado que el Ahorro Nacional es conceptualmente el complemento del Ahorro Externo en el financiamiento de la inversión, al sobreestimar la participación del Ahorro Externo por las razones antes señaladas, se está simultáneamente subestimando el Esfuerzo Interno de Ahorro que realiza el país en términos de restricción del consumo.

I.2 Definiciones Alternativas

Para cuantificar el esfuerzo efectivo de ahorro que significa para el país incrementar la inversión, dados los compromisos crecientes por pago de intereses al exterior y el deterioro observado en los términos de intercambio, en este trabajo se redefinen los conceptos de Ahorro Externo e Interno en función del esfuerzo productivo que significan para el exterior y para el país, respectivamente.

Las definiciones de ahorro utilizadas en este trabajo son las siguientes:

I.2.1 A Precios Constantes

Esfuerzo Externo (EE): aquella parte de la producción de otros países que incrementa la disponibilidad interna de bienes, equivalente al saldo de la balanza comercial y de servicios no financieros valorada a precios constantes.

Es decir:

$$EE = M - X = AE - YNE - PTI + GTI + TN$$

Esfuerzo Interno (EI): aquella parte del PGB que no se destina a consumo o, lo que es lo mismo, el sacrificio de consumo que tiene que realizar el país en relación con su producción para satisfacer simultáneamente las necesidades de aumento de inversión y los compromisos de pagos al exterior.

Es decir:

$$EI = PGB - C = AN + YNE + PTI - GTI - TN$$

Estas definiciones no alteran el concepto de Ahorro Geográfico Bruto Total sino tan sólo su redistribución entre los agentes externos y nacionales que lo generan.

Es decir:

$$EE + EI = AE + AN = I$$

En estas definiciones el pago de intereses al exterior y el deterioro de los términos de intercambio constituyen Esfuerzo Interno si se financian con restricción del consumo (exceso de exportaciones sobre importaciones), teniendo como contrapartida un Esfuerzo Externo negativo equivalente por la transferencia de estos recursos al exterior. Si se financian con endeudamiento externo y/o disminución de reservas, al compensarse estos recursos recibidos con los pagos netos al exterior, el Esfuerzo Externo se anula.

1.2.3 A Precios Corrientes

Esfuerzo Externo (EE*)

Las cifras nominales de importaciones y exportaciones de Cuentas Nacionales no aíslan el efecto de las variaciones en las relaciones de términos de intercambio, lo que impide cuantificar el efecto de esta variable sobre el endeudamiento externo del país y la capacidad de financiamiento de la inversión. Por esta razón, en este trabajo se ha desglosado el saldo nominal de la balanza comercial en dos componentes: el saldo nominal que se habría dado con la relación de precios de intercambio del año base y una partida de ajuste que mide la ganancia o pérdida de términos de intercambio valorada a precios de cada año.

De esta forma:

$$(M^N - X^N) = (M^* - X^*) + A^N$$

Donde:

$$(M^N - X^N) = \text{Saldo Nominal de la Balanza Comercial de bienes y de servicios no financieros.}$$

$$(M^* - X^*) = EE^* = \text{Saldo nominal de la balanza comercial y de servicios no financieros que se habría dado si el cambio en el ni-}$$

1 Anexo N° 1: "Metodología de Cuantificación de la ganancia o Pérdida de términos de intercambio".

vel de precios no hubiera estado acompañado de una alteración en la relación de precios entre exportaciones e importaciones.

A^N = Ajuste que mide la ganancia (GTI^N) o pérdida de términos de intercambio (PTI^N), valorada a precios corrientes.

Luego:

$$EE^* = (M^* - X^*) = AE^N - YNE^N - PTI^N + GTI^N + TN^N$$

Donde:

AE^N = Ahorro Externo a Precios Corrientes.

YNE^N = Pagos Netos al Exterior a Precios Corrientes

PTI^N = Pérdidas términos de intercambio a precios corrientes

GTI^N = Ganancia términos de intercambio a precios corrientes.

TN^N = Transferencias Netas a precios corrientes.

Consecuente con la separación del efecto de la relación de términos de intercambio, al valorar el saldo nominal de la balanza comercial de bienes y servicios no financieros con la relación de precios del año base, se produce una alteración en el PGB nominal equivalente a este ajuste.

Es decir:

$$PGB^* = PGB^N - GTI^N + PTI^N$$

Esfuerzo Interno (EI^*)

El Esfuerzo Interno a precios corrientes es equivalente a :

$$EI^* = PGB^* - C^N = AN^N + YNE^N + PTI^N \cdot GTI^N - TN^N$$

Donde:

PGB^* = Producto Geográfico Bruto a precios corrientes ajustado a la relación de precios de intercambio del año base.

PGB^N = Producto Geográfico Bruto a precios corrientes.

C^N = Consumo a precios corrientes.

AN^N = Ahorro Nacional a precios corrientes.

Para efectos de este trabajo se optó por los conceptos de Esfuerzo Externo e Interno a precios corrientes, debido a la inexistencia de deflatores adecuados para obtener las series reales de algunas variables relevantes utilizadas en este estudio, tales como inversión neta en capital fijo y depreciación. Las fuentes de información básica son las cifras de Cuentas Nacionales valoradas a precios corrientes.

Para cuantificar las ganancias o pérdidas de intercambio que han afectado los resultados anuales, se ha tomado como base la relación de precios vigente en el año 1977. La elección de este año como punto de referencia obedece exclusivamente a que los índices de precios de exportaciones e importaciones utilizados tienen como base dicho año; cabe señalar que medir la ganancia o pérdida de términos de intercambio en relación con otro año si bien implica un cambio en las magnitudes absolutas no altera las tendencias y por consiguiente las conclusiones.

I.3 Series Comparativas

La comparación de las series de tasas de Esfuerzo Interno versus Tasa de Ahorro Nacional Bruto muestra la magnitud de las diferencias entre utilizar uno u otro concepto (Cuadro N°1).

En el período 1960-1974 la brecha entre Ahorro Nacional Bruto y Esfuerzo Interno tiene como principal origen la ganancia de términos de intercambio que el país obtuvo por el mayor precio relativo de sus exportaciones. Esta ganancia incluida en el Ahorro Nacional no se generó por un aumento de la producción interna ni por disminución de consumo sino tan sólo por un mayor poder de compra de las exportaciones, constituyendo una transferencia de ahorro desde el exterior al país, generada por cambio en los precios relativos de los productos que comercian, y por tanto debe ser considerada como un Esfuerzo Externo de Ahorro.

A partir de 1975 la brecha entre Ahorro Nacional y Esfuerzo Interno cambia de sentido al producirse un drástico deterioro de los términos de intercambio que se mantiene con leves variaciones hasta 1981, eliminando el componente de ganancias de intercambio, generador de gran parte de la brecha entre Ahorro Nacional y Esfuerzo Interno. Simultáneamente empiezan a adquirir mayor importancia relativa los pagos netos de intereses al exterior que, al no ser finan-

Cuadro N° 1

Años	Tasa Ahorro Nacional Bruto Cuentas Nacionales (Como porcentaje PGB^N)	Tasa Esfuerzo Interno de Ahorro (Como porcentaje PGB*)
1960	10,1	7,5
1961	9,8	8,4
1962	9,4	7,7
1963	10,5	9,6
1964	1,5	9,5
1965	13,7	7,8
1966	14,9	0,5
1967	14,5	5,0
1968	14,3	3,5
1969	14,5	-4,8
1970	15,2	-0,1
1971	12,5	8,1
1972	8,3	3,8
1973	5,2	-1,8
1974	20,7	6,1
1975	7,9	11,3
1976	14,5	15,7
1977	10,7	12,6
1978	12,6	14,7
1979	12,4	13,1
1980	13,9	15,4
1981	8,2	12,4
1982	2,1	11,3
1983		13,5
1984	2,9	15,6
1985	5,4	19,9
1986	7,8	21,3

Fuente: Cuentas Nacionales Banco Central y Cuadro N° 2 de este estudio.

ciados con nuevos créditos externos se traducen en un aumento del Esfuerzo Interno de Ahorro no considerado en el concepto de Ahorro Nacional. Esta brecha entre Ahorro Nacional y Esfuerzo Interno se expande en el período 1982-1986 al tornarse más adversa aun la situación externa; la relación de precios entre exportaciones e importaciones continúa empeorándose, registrando el país una pérdida por este concepto que, unida a los elevados niveles de pagos de intereses de la deuda externa (por efecto combinado del mayor endeudamiento de los años 1978-1981 y el aumento de las tasas de interés internacional) y a la imposibilidad de continuar teniendo acceso al mercado financiero internacional determina que el Esfuerzo Externo de Ahorro se torne negativo. Esta situación obligó a la economía a ajustarse a un menor nivel de Gasto Interno vía reducción en las tasas de consumo, produciéndose por tanto un aumento del Esfuerzo Interno de Ahorro.

II Evolución del Esfuerzo Interno y Externo en el Período 1960-1986 y sus Perspectivas a 1995

II.1 Evolución Histórica 1960-1986

La evolución de la tasa de inversión y de la participación del Esfuerzo Interno y Externo en su financiamiento, permite distinguir cuatro períodos cuyas características se señalan a continuación en la Tabla N° 1.

Período 1960-1970

En este período el Esfuerzo Externo tiene una mayor participación (ver Cuadro N° 2), explicada, fundamentalmente por una ganancia para Chile en la relación de precios de intercambio respecto de la situación del año base (1977), ganancia que se acentúa a partir de 1965. Este hecho fue consecuencia del alza sostenida del precio del cobre en el mercado mundial frente a una relativa estabilidad de los precios de los bienes y servicios que Chile importaba; estas ganancias aumentaron desde 4% del PGB en 1960 a 21% en 1970, reflejando una transferencia creciente de recursos desde el exterior al país sin una contrapartida de compromisos por aumento de deuda y/o remesas por inversión extranjera.

La holgura en la disponibilidad de recursos externos permitió tasas de inversión del orden del 14% al 20% del PGB con un Esfuerzo Interno Moderado y decreciente, que alcanza un nivel negativo en 1969 y nulo en 1970. El acentuado mejoramiento de los términos de intercambio permitió un aumento real de las importaciones en un 78% entre 1960 y

Tabla N° 1

Variables	Primer Período 1960-1970	Segundo Período 1971-1973	Tercer Período 1974-1981	Cuarto Período 1982-1986
Tasa de Inversión como % (PGB)	Creciente 1960 15% 1970 20%	Decreciente 1971 15% 1973 9%	Creciente 1974 26% 1975 13% 1981 23%	Creciente 1982 11% 1986 14%
Participación relativa del EE en el fi- nancia- miento de IGB	Creciente 1960 48% 1970 100%	Creciente 1971 48% 1973 122%	Decreciente 1974 76% 1981 45%	Decreciente 1982 -2% 1986 -42%
Tasa de Es- fuerzo Inter- no (como % PGB)	Decreciente 1960 8% 1970 0%	Decreciente 1971 8% 1973 -2%	Creciente 1974 6% 1981 12%	Creciente 1982 11% 1986 21%
Tasa de Es- fuerzo Ex- terno (como % PGB)	Creciente 1960 7% 1970 20%	Creciente 1971 7% 1973 10%	Decreciente 1974 19% 1981 10%	Decreciente 1982 0% 1986 -7%

1970 con un incremento de las exportaciones de sólo 42% y reducidos niveles de endeudamiento. Estos factores posibilitaron un crecimiento de la actividad económica interna de un 51% y un incremento del consumo de 44% entre los años considerados (Cuadro N° 3).

Período 1971-1973

Este período se caracterizó por una fuerte disminución del Esfuerzo Interno, alcanzando un nivel negativo en 1973. Esta situación fue el resultado de una política salarial, monetaria y fiscal acentuadamente expansiva que se tradujo en un fuerte incremento del consumo público y privado en desmedro de la inversión.

Cuadro N° 2**Tasas de Inversión, Esfuerzo Interno y Externo
(Como % del PGB)**

Años	Tasa de Inversión	Esfuerzo Interno	Esfuerzo Externo Total (M* - X*)	Déficit Cta. Cte.
1960	14,5	7,5	7,0	4,0
1961	15,7	8,4	7,3	5,7
1962	12,9	7,7	5,2	3,1
1963	15,3	9,6	5,7	4,4
1964	14,8	9,5	5,3	2,8
1965	16,4	7,8	5,3	8,6
1966	19,7	0,5	19,2	1,7
1967	18,5	5,0	13,6	1,8
1968	19,0	3,5	15,5	2,3
1969	19,2	-4,8	24,0	0,8
1970	19,8	-0,1	19,9	1,4
1971	15,4	8,1	7,3	2,1
1972	12,9	3,8	9,1	4,1
1973	8,5	-1,8	10,3	2,8
1974	25,5	6,1	19,3	0,6
1975	13,1	11,3	1,8	5,2
1976	13,0	15,7	-2,7	-1,7
1977	14,4	12,6	1,8	3,7
1978	17,8	14,7	3,1	5,2
1979	18,2	13,1	5,1	5,5
1980	21,4	15,4	6,0	7,2
1981	22,7	12,4	10,3	14,5
1982	11,1	11,3	-0,2	9,0
1983	9,7	13,5	-3,9	5,3
1984	13,1	15,6	-2,4	10,3
1985	13,1	19,9	-6,7	8,0
1986	14,2	21,3	-7,1	6,7

Cuadro N° 2
Tasas de Inversión, Esfuerzo Interno y Externo
(Como % del PGB)
(Continuación)

Año	Esfuerzo Externo			
	Transf, del Exterior		Transf. al Exterior	
	Ganancia T. Int.	Transfer. Netas	Pérdida T. Intc.	Pagos Netos
1960	4,0	1,0		2,0
1961	3,0	0,5		1,8
1962	3,7	0,3		1,9
1963	3,2	0,1		2,0
1964	4,4	0,2		2,0
1965	9,4	0,2		2,4
1966	20,6	0,2		3,4
1967	15,2	0,1		3,6
1968	16,4	0,1		3,5
1969	26,9	0,1		3,9
1970	20,6	0,6		2,9
1971	6,2	0,2		1,3
1972	5,4	0,2		0,6
1973	8,3	0,3		1,2
1974	20,2	0,5		1,9
1975		0,7	0,2	3,9
1976	1,8	0,7		3,4
1977		0,7		2,6
1978		0,9	0,2	2,7
1979	2,1	0,7		3,3
1980	1,8	0,4		3,5
1981	0,0	0,3		4,5
1982		0,4	2,1	7,5
1983		0,5	1,2	8,5
1984		0,5	3,4	9,9
1985		0,8	4,0	11,4
1986		0,5	3,5	10,8

Fuente: Elaborado con antecedentes de Cuentas Nacionales. Banco Central de Chile.

Cuadro N° 3
Índices de Crecimiento Real
de las Principales Variables
Macroeconómicas
(Base 1960 = 100)

Años	PGB	Gasto Interno	Consumo	IGBT	Exportaciones	Importaciones	Población
1960	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1961	104,8	106,1	105,0	113,4	104,9	111,8	102,4
1962	109,7	108,8	109,4	104,7	107,7	103,3	104,8
1963	116,6	115,1	113,4	125,4	113,4	106,0	107,3
1964	119,2	118,4	113,3	151,0	123,8	117,3	109,8
1965	120,2	118,9	114,5	147,5	122,8	114,7	112,2
1966	133,6	138,6	127,3	211,1	127,7	156,4	114,5
1967	137,9	139,4	131,3	191,4	131,9	142,0	116,8
1968	142,9	146,1	136,4	208,1	134,5	154,8	119,1
1969	148,1	154,6	143,9	223,0	139,3	176,5	121,3
1970	151,3	157,4	144,2	241,6	142,2	178,2	123,5
1971	164,9	172,7	163,1	233,9	143,4	193,4	125,7
1972	162,9	174,4	175,2	169,2	121,7	199,5	127,8
1973	153,8	163,6	165,6	150,7	125,1	188,7	130,0
1974	155,3	159,7	141,9	273,6	182,6	195,1	132,2
1975	135,3	126,5	126,0	129,6	186,9	119,6	134,4
1976	140,0	126,7	126,2	129,8	232,4	124,8	136,7
1977	153,9	144,7	143,6	151,6	260,0	169,1	139,1
1978	166,5	158,7	154,3	187,2	289,1	198,8	141,5
1979	180,3	175,3	165,0	241,7	330,0	243,8	143,9
1980	194,4	191,6	172,0	317,1	377,2	289,5	146,4
1981	205,1	213,9	186,8	387,0	343,4	335,0	148,9
1982	176,1	162,4	166,9	134,2	359,6	213,3	151,4
1983	174,9	154,9	161,9	110,6	361,9	181,0	154,0
1984	185,9	168,1	164,0	194,3	386,5	210,9	156,6
1985	190,4	164,9	162,3	181,2	431,2	187,7	159,2
1986	201,2	173,2	168,6	202,7	456,6	204,9	161,8

Fuente: Cuentas Nacionales de Chile. Banco Central de Chile.

El deterioro de los términos de intercambio significó, a diferencia del período 1960-1970, recurrir a disminución de reservas y a nuevos créditos externos (de países socialistas y latinoamericanos principalmente) como fuentes de financiamiento del Esfuerzo Externo (Cuadro N° 2), el que presenta una tendencia creciente pero con niveles muy inferiores a los observados en el quinquenio anterior.

En este período se registra una contracción de la actividad económica acompañada de niveles de consumo per cápita extraordinariamente elevados, los más altos observados en la historia del país. Esta situación fue posible por una disminución en la tasa de inversión que permitió desviar recursos del Esfuerzo Externo hacia el financiamiento del consumo, uso que no generaría posteriormente las divisas necesarias para financiar el pago de la deuda externa contraída o para restituir las reservas utilizadas.

Período 1974-1981

El fuerte aumento del precio real del petróleo (se triplicó en 1974) unido a la caída del precio real del cobre en 50% en 1975, se tradujo en una acentuada caída en los términos de intercambio con la consiguiente reducción en la disponibilidad de recursos externos que el país obtenía por este concepto; esta pérdida alcanzó una magnitud del orden del 20% del PGB en 1975, deterioro que prácticamente se mantuvo constante en el resto del período. Simultáneamente el servicio de la deuda, que había sido suspendido y renegociado durante el período 1971-1975, empieza a pagarse regularmente a partir de 1976, lo que se tradujo en un aumento del flujo al exterior por concepto de pagos netos de factores, reforzando el drenaje de recursos que implicó la pérdida de términos de intercambio. Estos factores originaron una drástica disminución del Esfuerzo Externo, reducción que alcanzó su nivel máximo en 1976, en que se produjo un superávit en la balanza comercial y en la cuenta corriente. El aumento de los créditos externos a partir de 1977 permitió contrarrestar parcialmente esta situación a través de un incremento paulatino del Esfuerzo Externo, el que en todo caso hasta 1980 se mantuvo en niveles significativamente inferiores a los históricos, debido a que parte importante de los créditos obtenidos en el período 1978-1980 (alrededor del 50%) se destinaron a acumulación de reservas.

La disminución del Esfuerzo Externo en 1975, al reducir la capacidad para importar, originó una caída del PGB de 12,9%. La superación de esta restricción externa vía aumento de las cantidades físicas exportadas (102% entre 1975 y 1980) y endeudamiento externo, posibilitó la recuperación y

crecimiento de la actividad económica hasta alcanzar en 1980 un nivel de PGB 25% superior al de 1974 (Cuadro N° 3).

En 1981 el elevado nivel de créditos externos permitió financiar los mayores pagos de factores al exterior, originados por el aumento de la deuda y de las tasas de interés internacionales, y lograr simultáneamente un nivel de Gasto Interno muy superior al Producto Geográfico generado. La tasa de Esfuerzo Externo tiende a los niveles históricos, pero con una repercusión totalmente distinta para las finanzas del país al reemplazarse los ingresos que Chile obtenía vía ganancias de términos de intercambio por endeudamiento externo. La tasa del Esfuerzo Interno de ahorro registra un aumento a través del período con niveles muy superiores a los históricos; sin embargo, la drástica disminución del Esfuerzo Externo a inicios de este período significó una caída en la tasa de inversión, la que se recupera paulatinamente, alcanzando los niveles máximos históricos en el período 1980-1981 (Cuadro N° 2).

Período 1982-1986

El aumento de los egresos por pagos netos de factores al exterior (por efecto simultáneo del incremento de la deuda externa y de las tasas de interés internacionales), el sostenido deterioro de los términos de intercambio (que en este período se traduce en pérdidas por este concepto), unidos a una disminución del flujo de créditos externos, han significado para el país transformarse en un exportador neto de recursos con una tendencia creciente en el período. Esto se refleja en una tasa de Esfuerzo Externo negativa que varía desde -0,2% del PGB en 1982 a -7,1% en 1986.

La disminución del Esfuerzo Externo originó en 1982 una caída de las importaciones de 40% y una contracción de la actividad económica interna de un 14%. Al acentuarse la tendencia negativa del Esfuerzo Externo, el país tuvo que enfrentar la recuperación de la actividad económica vía aumento de exportaciones (33% entre 1981 y 1986), disminución de importaciones (-39%) y aumento del Esfuerzo Interno de Ahorro (44%) (Cuadro N° 3). Esto se logró con la puesta en marcha de una política de ajuste estructural orientada a independizar la economía del financiamiento externo a través de la generación de sus propios recursos vía fomento a las exportaciones e incentivos al ahorro público y privado, lo que permitió alcanzar en 1986 un nivel de PGB muy similar al de 1981, el más alto nivel histórico.

A pesar del fuerte crecimiento del Esfuerzo Interno de Ahorro registrado en este período, que alcanzó en 1986 a un

nivel sin precedente (21% del PGB), y de la consiguiente restricción del consumo, no ha sido posible incrementar la tasa de inversión, que se ha mantenido a niveles similares a los mínimos históricos, ya que una proporción creciente de este esfuerzo ha sido transferida al exterior.

II.2 Perspectivas del Período 1987-1995

Para cuantificar la evolución futura del Esfuerzo Externo e Interno se utilizan las proyecciones realizadas por el Banco Central. (Cuadro N° 5.)

Los principales supuestos considerados en estas proyecciones son:

- Crecimiento de la actividad económica de un 5% en 1987 y 4,5% para el resto del período.
Mantención de la relación de precios de intercambio vigente en 1986.
- Tasas de interés reales internacionales de 1,5% en 1987; un 2,1% en 1988 y en torno al 3% en el resto del período.
- Crecimiento de las exportaciones reales a una tasa promedio anual de 5,1% con aumentos más acentuados en los años 1988-1989.
- Crecimiento de las importaciones reales a una tasa promedio anual de 5,7% con desviaciones importantes en los años 1987 (8,4%) y 1988 (3,4%).
- Se postula una relación capital-producto decreciente hasta 1991, año en que se alcanzaría la utilización plena de la capacidad instalada. Para el período 1993-1995 esta relación tiende a aumentar levemente al proyectarse un incremento de la capacidad instalada a una tasa superior al crecimiento del PGB.

Bajo los supuestos anteriormente enunciados, se proyecta un crecimiento en la tasa de inversión hasta alcanzar un 22% del PGB en 1994-1995. El logro de estas tasas de inversión y el cumplimiento de los compromisos con el exterior implican un aumento del Esfuerzo Interno de Ahorro a tasas del 28% a finales del período, meta que se traduce en una disminución en la tasa de consumo privado y público, desde un 79% del PGB en 1986 a un 72% en 1992-1995.

En este período, el país mantendrá su carácter de exportador neto de recursos al exterior, Esfuerzo Externo Negativo, con una leve tendencia decreciente a partir de 1990. (Ver Cuadro N° 4.)

Cuadro N° 4
Perspectivas de Tasa de Inversión,
Esfuerzo Interno y Externo
(Como % del PGB sobre valores nominales)
Período 1987-1995

Años	Tasa de Inversión	Esfuerzo Interno	Esfuerzo Externo (M-X)	Esfuerzo Externo Déficit Cta. Cte.
1987	15,2	21,7	-6,5	4,8
1988	16,1	23,4	-7,3	4,6
1989	6,8	24,9	-8,1	3,5
1990	18,7	26,3	-7,6	3,7
1991	19,9	27,2	-7,3	3,8
1992	20,8	27,9	-7,1	3,7
1993	21,2	28,1	-6,9	3,6
1994	21,5	28,2	-6,7	3,6
1995	21,7	28,1	-6,4	3,6

Esfuerzo Externo			
Transf. del Ext.		Transf. al Ext.	
Ganancia Term Int.	Transf. Netas	Pérdida Term. Int.	Pagos Netos
1987	0,5	3,6	8,2
1988	0,5	3,8	8,6
1989	0,5	3,8	8,3
1990	0,5	3,8	8,0
1991	0,6	3,8	7,9
1992	0,6	3,9	7,5
1993	0,8	3,9	7,2
1994	0,5	3,9	6,9
1995	0,5	4,0	6,5

Fuente: Elaborado con antecedentes Proyección Banco Central. Boletín Mensual, febrero 1987.

Cuadro N° 5

**Proyección de las Principales
Variables Macroeconómicas
Período 1987-1995
(índices Base 1960 = 100)**

Años	PGB	Gasto Interno	Consumo	IGBT	Expor- taciones	Impor- taciones	Población
1987	211,3	183,7	175,5	236,4	474,1	222,3	164,4
1988	220,8	190,3	179,9	257,2	506,6	229,8	167,0
1989	230,7	197,4	184,4	280,6	548,2	244,0	169,6
1990	241,1	207,3	198,0	324,8	568,4	257,6	172,2
1991	252,0	217,2	194,7	361,3	594,2	272,0	174,9
1992	263,3	227,5	201,5	393,8	621,4	287,1	177,7
1993	275,2	238,2	209,5	421,9	649,9	303,0	180,6
1994	287,6	249,5	219,0	444,6	680,1	321,0	183,5
1995	300,5	261,3	228,8	468,7	711,7	338,0	186,4

Fuente: Proyección Banco Central. Boletín Mensual, febrero de 1987.

III Capacidad de Pago de la Deuda Externa

La contratación de créditos externos implica un compromiso de pago futuro, cuyo cumplimiento está supeditado a la utilización que se dé a estos recursos. En la medida que se asignen eficientemente a incrementar la capacidad productiva, el país generará los recursos necesarios para financiar el servicio de la deuda externa; si, en caso contrario, los recursos se destinan a financiar consumo y/o inversión de reposición, el país se enfrentará a serias restricciones en su capacidad de pago de la deuda. Esto no significa que la deuda externa total deba disminuir sino su evolución va a depender de la relación entre los nuevos recursos externos captados para financiar inversiones y las amortizaciones realizadas por créditos obtenidos en períodos anteriores.

El concepto de inversión neta en capital fijo es una buena aproximación de incremento de la capacidad productiva no así de la eficiencia en el uso de los recursos. Para evaluar esta eficiencia sería necesario conocer, entre otros, los sectores de destino de esta inversión, pero dado que esta información no está disponible se utilizará como proxis el concepto

de Inversión Neta en Capital Fijo (INKF) y su relación con los conceptos de esfuerzo y ahorro externo.²

Estas relaciones están calculadas sobre valores nominales y reflejan el uso de los recursos externos y las posibilidades de pagar la deuda contraída dada la relación de precios vigentes en el año que se realiza la inversión. Cabe señalar que los cambios futuros en las relaciones de precios entre bienes transables y no transables, al alterar la rentabilidad de las inversiones y el costo relativo del servicio de la deuda, pueden afectar las conclusiones que se derivan de estos indicadores.

Utilizando los indicadores señalados (Cuadro N° 6), es posible distinguir en el período cinco situaciones características respecto de la utilización de los recursos externos y sus posibilidades de pago.

1 La década del 60 corresponde a un período de bonanza en las cuentas externas en que si bien el aumento de la capacidad productiva fue inferior al Esfuerzo Externo, esta situación no generó problemas por haberse materializado gran parte de este esfuerzo vía ganancia en los términos de intercambio.³ Esta holgura de recursos permitió reducir la participación del Esfuerzo Interno hasta alcanzar un nivel negativo en 1969 y nulo en 1970.

2 Los inicios de la década del 70 (período 1971-1973) se caracterizan por una política expansionista del consumo en un contexto de deterioro de los términos de intercambio, lo que originó una disminución de la INKF y un aumento de los recursos externos obtenidos vía endeudamiento y/o disminución de reservas, con el consiguiente efecto negativo sobre la capacidad de pago de la deuda contraída.

3 El resto de la década del 70 (1974-1981) estuvo acentuadamente influido por una política de apertura comercial y financiera al exterior que en último término se tradujo en una readecuación de la estructura productiva, aumentando la participación de los sectores no transables, lo que permite suponer que una proporción importante de la INKF se orientó hacía estos sectores.

2 $\frac{EE^*}{INKFN}$ = proporción de la inversión financiada con Esfuerzo Externo.

$\frac{AEN}{INKFN}$ = proporción de los nuevos compromisos por aumento de la deuda externa e inversión extranjera respecto del aumento de capacidad productiva.

3 De hecho el Ahorro Externo es una proporción muy baja en la INKF.

Cuadro N° 6
Indicadores de Evolución de la Capacidad de Pago de la
Deuda Externa
(Tasas sobre valores nominales)

Años	EI		EE		AE
	IGBT	IGBT	INKF	INKF	INKF
1960	0,48	0,52	2,86	3,07	1,61
1961	0,47	0,53	1,11	1,27	0,86
1962	0,41	0,59	0,79	1,16	0,47
1963	0,37	0,63	0,81	1,36	0,63
1964	0,36	0,64	0,81	1,45	0,42
1965	0,52	0,48	1,41	1,28	0,23
1966	0,98	0,02	2,63	0,06	0,24
1967	0,74	0,26	1,92	0,70	0,27
1968	0,81	0,19	1,96	0,44	0,30
1969	1,25	-0,25	2,86	-0,57	0,10
1970	1,00	0,00	2,27	-0,01	0,17
1971	0,47	0,53	1,09	1,21	0,33
1972	0,70	0,30	1,82	0,76	0,83
1973	1,20	-0,20	4,35	-0,75	1,19
1974	0,76	0,24	2,86	0,90	0,08
1975	0,14	0,86	0,60	3,74	1,72
1976	-0,20	1,20	-100,00 ^a	986,87 ^a	-11,11 ^a
1977	0,12	0,88	1,11	7,81	2,33
1978	0,75	0,25	0,95	4,48	1,59
1979	0,28	0,72	1,01	2,59	1,09
1980	0,11	0,89	0,34	2,65	1,01
1981	0,45	0,55	1,12	1,35	1,59
1982	-0,02	1,02	-0,05	2,92	2,33
1983	-0,40	1,40	-4,35	15,01	5,88
1984	-0,18	1,18	-2,70	17,80	12,50
1985	-0,51	1,51	-3,57	10,71	4,35
1986	-0,51	1,51	-2,94	8,65	2,56
1987	-0,44	1,44	-1,89	6,13	1,45
1988	-0,48	1,48	-1,69	5,24	1,06
1989	-0,51	1,51	-1,54	4,62	0,94
1990	-0,42	1,42	-1,06	3,56	0,51
1991	-0,38	1,38	-0,88	3,15	0,45
1992	-0,36	1,36	-0,77	2,93	0,40
1993	-0,34	1,34	-0,71	2,81	0,38
1994	-0,32	1,32	-0,68	2,77	0,37
1995	-0,31	1,31	-0,65	2,74	0,36

a Valores no significativos de la INKF

Fuente: Elaborado con Antecedentes Cuentas Nacionales Banco Central de Chile.

La tasa de inversión neta en capital fijo fue inferior a la registrada en la década del 60 a pesar del importante crecimiento del Esfuerzo Interno, el que debió destinarse a inversión en reposición y acumulación de stocks, variables que en la década anterior se financiaron casi en su totalidad con Esfuerzo Externo. El aumento de capacidad productiva, equivalente al Esfuerzo Externo, resultó insuficiente en relación con el aumento de deuda externa, por haberse usado parte de estos recursos en financiar mayores pagos de intereses y pérdida de términos de intercambio.

4 La crisis externa que se inicia a fines de 1981, al reducir el flujo de créditos externos, puso de manifiesto el problema de capacidad de pago de la deuda induciendo a su reprogramación. Simultáneamente, la restricción externa derivó en un cambio en los precios relativos entre transables y no transables, incentivando la producción de transables y afectando la rentabilidad de las inversiones realizadas a fines de la década del 70, lo que agravó aun más el problema de Balanza de Pagos. En esta situación, a partir de 1983, el endeudamiento externo sólo alcanzó para financiar una proporción decreciente de las transferencias al exterior (pago de intereses y deterioro de términos de intercambio), lo que dio como resultado que a pesar del fuerte crecimiento de la tasa de Esfuerzo Interno, el incremento de la capacidad productiva haya sido mínimo, produciéndose una amplia brecha negativa entre la INKF y el endeudamiento.

5 Crecer a tasas del orden del 4,5% en los próximos años (1987-1995) requiere de un aumento en la tasa de inversión que sólo es posible con un incremento extraordinario del Esfuerzo Interno, ya que se proyecta una mantención del Esfuerzo Externo negativo en torno a los altos niveles observados en estos últimos años. Cabe señalar que en estas condiciones la proyección de aumento de la capacidad productiva al superar en forma creciente a los recursos externos utilizados en el período permitiría simultáneamente un mejoramiento en la capacidad de pago de la deuda y por ende de los indicadores riesgo-país.

Atendiendo al sacrificio que está enfrentando el país por el deterioro de los términos de intercambio y el endeudamiento externo, cabe preguntarse qué habría sucedido si a partir de la crisis de 1975 se hubiera optado por ajustar la economía a la nueva relación de términos de intercambio y mantener los niveles de endeudamiento histórico, dado que el deterioro de esta relación resultó ser permanente y no transitorio. En tal caso en el período postcrisis (1977-1981) el Gasto Interno habría sido menor y por consiguiente habría existido un mayor sacrificio en términos de consumo, inver-

sión y crecimiento de la economía. Sin embargo, haber optado por esta alternativa habría significado al país una menor exposición externa en la segunda crisis (la que no se preveía con anterioridad), con reducciones menos drásticas en los niveles de consumo e inversión pero respecto de una base menor que se desconoce. En relación con la situación real, esto significaría reemplazar consumo presente por un mayor consumo futuro y su evaluación requiere de un análisis intertemporal de gran complejidad por la cantidad de variables y supuestos implícitos, la que excede los objetivos de este estudio.

Anexo

Metodología de Cuantificación de la Ganancia o Pérdida de Términos de Intercambio

1 Valoración del Ajuste de Términos de Intercambio a Precios Constantes

Las series de exportaciones e importaciones valoradas a precios constantes de los períodos bases permiten determinar el superávit o déficit real anual que se habría dado si se hubiera mantenido la relación de términos de intercambio del año base.

Vale decir:

$$\text{Superávit real en el período } t = \frac{X_t \cdot P_{xt}}{IPX_{0/t}} - \frac{M_t \cdot P_{mt}}{IPM_{0/t}}$$

en que

X_t = Volumen de exportaciones del año t.

P_{xt} = Precio de las exportaciones en el año t.

$IPX_{0/t}$ = índice de precios de las exportaciones en el año t con respecto al año base.

M_t = Volumen de importaciones del año t.

P_{mt} = Precio de las importaciones en el año t.

$IPM_{0/t}$ = índice de precios de las importaciones en el año t con respecto al año base.

En la determinación de la partida de ajuste que mide la ganancia o pérdida por cambios en la relación de precios de intercambio se distinguen dos casos:

1^{er} Caso $X > M$

En este caso se produce un saldo positivo (S) originado por el exceso de exportaciones sobre importaciones.

Es decir:

$$X = M + S$$

A precios constantes la expresión anterior sería igual a:

$$\frac{X_t \cdot P_{xt}}{IPX_{0/t}} = \frac{M_t \cdot P_{mt}}{IPM_{0/t}} + \frac{S}{IPX_{0/t}}$$

La igualdad anterior sólo se produce cuando $IPM_{0/t} = IPX_{0/t}$ en los otros casos la única manera de restablecer el equilibrio es agregar una partida de ajuste (A) que muestra la pérdida o ganancia en el poder adquisitivo de las exportaciones, respecto del año base para lograr así explicar la forma en que se han financiado las importaciones.

De donde se tiene que:

$$\frac{X_t \cdot P_{xt}}{IPX_{0/t}} + A = \frac{M_t \cdot P_{mt}}{IPM_{0/t}} + \frac{X_t \cdot P_{xt} - M_t \cdot P_{mt}}{IPX_{0/t}}$$

$$A = \frac{M_t \cdot P_{mt}}{IPM_{0/t}} - \frac{M_t \cdot P_{mt}}{IPX_{0/t}}$$

2° Caso: $M > X$

De manera análoga al caso anterior se llega a definir el ajuste como:

$$A = \frac{X_t \cdot P_{xt}}{IPM_{0/t}} - \frac{X_t \cdot P_{xt}}{IPX_{0/t}}$$

Al corregir el superávit o déficit real por la partida de ajuste respectiva se obtiene el superávit o déficit real ajustado (SRA) o (DRA), que corresponde al resultado efectivo que tuvo el país.

SRA = Superávit Real + Ajuste

$$\text{SRA} = \left[\frac{X_t \cdot P_{xt}}{\text{IPX}_{O/t}} - \frac{M_t \cdot P_{mt}}{\text{IPM}_{O/t}} \right] + \left[\frac{M_t \cdot P_{mt}}{\text{IPM}_{O/t}} - \frac{M_t \cdot P_{mt}}{\text{IPX}_{O/t}} \right]$$

$$\text{SRA} = \frac{X_t \cdot P_{xt} - M_t \cdot P_{mt}}{\text{IPX}_{O/t}}$$

DRA = Déficit Real + Ajuste

$$\text{DRA} = \left[\frac{X_t \cdot P_{xt}}{\text{IPX}_{O/t}} - \frac{M_t \cdot P_{mt}}{\text{IPM}_{O/t}} \right] + \left[\frac{X_t \cdot P_{xt}}{\text{IPM}_{O/t}} - \frac{X_t \cdot P_{xt}}{\text{IPX}_{O/t}} \right]$$

$$\text{DRA} = \frac{X_t \cdot P_{xt} - M_t \cdot P_{mt}}{\text{IPM}_{O/t}}$$

II Valoración de la Ganancia o Pérdida de Términos de Intercambio a Precios de Cada Año

La ganancia o pérdida de términos de intercambio respecto de la relación de precios del período base, implícita en el superávit o déficit nominal, se obtiene inflactando el ajuste a precios constantes por el índice de precios de exportaciones o importaciones según exista un superávit o déficit nominal en el año respectivo.

Partiendo de las fórmulas de superávit o déficit real ajustado, se derivan las siguientes expresiones nominales.

1^{er} Caso:

Si $X > M$

$$X_t P_{xt} - M_t P_{mt} = \left(X_t P_{xt} - \frac{M_t P_{mt} \cdot \text{IPX}_{O/t}}{\text{IPM}_{O/t}} \right) + \left(\frac{M_t P_{mt} \cdot \text{IPX}_{O/t}}{\text{IPM}_{O/t}} - M_t P_{mt} \right)$$

en que:

$X_t \cdot P_{xt} - M_t \cdot P_{mt}$ Superávit efectivo nominal con la relación de términos de intercambio vigente.

$X_t \cdot P_{xt} - \frac{M_t \cdot P_{mt} \cdot IPX_{O/t}}{IPM_{O/t}}$ = Superávit que se habría dado de haberse mantenido la relación de precios del año base.

$\frac{M_t \cdot IP_{mt} \cdot IPX_{O/t}}{IPM_{O/t}} - M_t \cdot P_{mt}$ = Ajuste nominal por la ganancia o pérdida derivada de la variación de los términos de intercambio respecto del año base.

2º Caso:

Si $M > X$

$$X_t \cdot P_{xt} - M_t \cdot P_{mt} = \left(\frac{X_t \cdot P_{xt} \cdot IPM_{O/t}}{IPX_{O/t}} - M_t \cdot P_{mt} \right)^+ + \left(X_t \cdot P_{xt} - \frac{X_t \cdot P_{xt} \cdot IPM_{O/t}}{IPX_{O/t}} \right)$$

Donde:

$X_t \cdot P_{xt} - \frac{X_t \cdot P_{xt} \cdot IPM_{O/t}}{IPX_{O/t}}$ = Ajuste nominal por la ganancia o pérdida derivada de la variación de los términos de intercambio respecto del año base.