

ESTUDIO

ENDEUDAMIENTO INTERNO: ORÍGENES, SOLUCIONES Y PERSPECTIVAS*

Cristián Larroulet**

Este trabajo contiene un análisis comprehensivo del problema del excesivo endeudamiento, a nivel macro y microeconómico, experimentado por nuestro país en los últimos años. En la primera parte se explicitan los principales factores internos y externos que contribuyeron a producir la elevada relación deuda-capital de los sectores productivo y financiero. Se determina que la magnitud e intensidad de los efectos de la crisis externa que Chile ha soportado, en concomitancia con razones de origen doméstico, provocaron la transformación del problema individual de sobreendeudamiento en uno de carácter global. En la segunda parte se describe cómo intervino el Estado para minimizar los costos sociales y facilitar los ajustes necesarios e inevitables de los contratos entre deudores y acreedores. Tal intervención se ajustó a la función subsidiaria del Estado en la economía conservando en lo posible el papel del mercado.

La conclusión general de este estudio es que la crisis económica sufrida por el país ha sido de una magnitud considerable y atípica. Existe consenso de que se necesitarán varios años para dar una solución integral y definitiva al problema del endeudamiento.

I Orígenes y Consecuencias del Endeudamiento

La economía chilena, al igual que la mayoría de las economías latinoamericanas, aumentó su nivel de endeudamiento global en los últimos años. La deuda externa neta real del país creció a consecuencia del mayor influjo de créditos recibidos, principalmente entre los años 1980 y 1981, y del notable incremento experimentado por las tasas de interés en el mercado externo de capitales. No obstante,

* Agradezco la colaboración que a este trabajo me prestaron los Sres. Luis Alarcón y Fernando Ochoa.

** Ingeniero Comercial, Universidad Católica; M. A. en Economía, Universidad de Chicago; Profesor del Instituto de Economía, Universidad Católica; Jefe de Gabinete del Ministro de Hacienda.

es relevante recordar que Chile, en 1973, tenía una deuda externa considerable, la que resultaría equivalente a la deuda actual al sumarse el saldo adeudado en dicho año y los intereses capitalizados correspondientes.¹

Simultáneamente y en parte como contrapartida de lo anterior, la relación deuda-patrimonio de los agentes económicos nacionales aumentó. Las razones para ello fueron varias, entre las que destacan la alta tasa de interés real prevaleciente en el mercado doméstico de capitales, la disminución en el valor de los activos producida por la recesión interna y la devaluación del peso que generó un reajuste de los pasivos denominados en moneda extranjera. Asimismo, las distorsiones tributarias y de regulación financiera existentes determinaron preferencias en favor de la deuda por sobre el capital de riesgo como fuente de financiamiento.² Además, existieron prácticas de determinados conglomerados que llevaron a algunas empresas a contraer un nivel de endeudamiento incompatible con su capacidad real de generar los flujos financieros necesarios para el pleno servicio de esa deuda.

Finalmente, no se puede dejar de mencionar como origen del proceso de descapitalización de los agentes económicos, en general, y de las empresas, en particular, a la generalizada expropiación de empresas y activos realizada en el período 1970-73 y su posterior traspaso al sector privado a valor económico.³

El recuento anterior sólo intenta explicitar brevemente los principales elementos que contribuyeron a producir la elevada relación deuda-capital que ha experimentado nuestra economía.⁴ No obstante, es conveniente enfatizar que el endeudamiento interno refleja el endeudamiento externo del país y, por tanto, ambos problemas están directamente relacionados. Particularmente, la crisis de solvencia económica sufrida por el sistema bancario es básicamente el efecto de los problemas vividos por las empresas y personas, cuya capacidad de servicio de deudas contraídas con los bancos se deterioró significativamente.

- 1 Véase Erik Haindl, "Algunas Reflexiones sobre el Origen de la Deuda Externa en Chile", en Universidad de Chile, *Revista de Economía y Administración*, septiembre 1986.
- 2 Véase Cristian Larroulet, "Regulación Financiera y Asignación de Recursos", en Universidad de Chile, *Revista de Economía y Administración*, abril 1983.
- 3 El estudio de casos específicos de empresas afectadas demuestra el dramático proceso de descapitalización a que ellas se vieron sometidas en el referido período. Cabe recordar que a septiembre de 1973 más de 400 empresas estaban bajo el control directo o indirecto de Corfo.
- 4 Son numerosos los estudios realizados en las universidades chilenas, en centros académicos privados y en organismos gremiales que profundizan sobre los orígenes del excesivo endeudamiento a nivel micro y macroeconómico. La bibliografía incluida al final de este ensayo contiene una lista de algunos de esos estudios.

Cuadro N° 1

	Capital privado y bancario ingre- sado al país (Mill./US\$/1976)	Tasa de inte- rés en US\$ ex- presada en \$ %	Tasa de interés Prime %	Precio Real del Cobre (US\$ 1976)	Variación índice Real de Remuner. %
	1	2	3	4	5
1980	1.982	-0,6	15,3	67,5	8,8
1981	2.543	11,6	18,9	49,3	8,8
1982	-86	44,5	14,9	41,0	-0,2
1983	-521	-	-	43,6	-10,7

La crisis económica experimentada recientemente por el país ha sido indudablemente de una magnitud considerable y atípica. Ello se aprecia en el Cuadro N° 1. Este muestra el comportamiento de los capitales ingresados a Chile destinados a empresas no financieras y bancarias durante el período 1980-83. Se comprueba el brusco cambio ocurrido a partir de 1982 como consecuencia principalmente de la declaración de no pago por parte de México, lo que aumentó notablemente el default risk para todos los países latinoamericanos. Asimismo, en las columnas 2 y 3 del referido cuadro, se observan las altas tasas de interés que el país y los deudores internos debieron pagar. La columna 4 muestra la sustantiva reducción experimentada por el precio del cobre en el mercado mundial, tendencia que persiste hasta hoy. Por tanto, el comportamiento de las variables exógenas mencionadas forzaron al país a realizar un significativo ajuste interno disminuyendo su nivel de gasto agregado para hacerlo compatible con su reducido ingreso. Ello implicó una contracción generalizada de las remuneraciones reales.

Asimismo, la magnitud y persistencia de la crisis externa que Chile ha soportado⁵ determinaron que el problema individual de endeudamiento excesivo se transformara en uno global afectando a todos los sectores económicos.⁶ La envergadura y severidad de esta crisis hicieron peligrar la subsistencia del sistema financiero y, en consecuencia, afectar gravemente el ritmo de la producción en los principales sectores reales. En otros términos, la excesiva relación deuda-patrimonio de las unidades productivas, derivada del deterioro de sus activos y compromisos de deuda, generó una serie de incentivos perversos que dificultaban la asignación eficiente de re-

5 La intensidad de la crisis para el país fue muy superior a la sufrida por el resto de los países latinoamericanos dado el mayor deterioro relativo de los términos de intercambio.

6 Otros factores señalados previamente también incidieron en la alta relación deuda-patrimonio de la economía chilena.

Cuadro N° 2

	Colocaciones / PGB*	
	1980	1982
Agricult., Pesca y Silv.	57,2	121,0
Minería	5,2	14,4
Industria	39,3	54,5
Construcción	33,7	125,1
Elec., Gas y Agua	2,5	6,0
Transp. y Comunic.	19,5	32,6
Comercio	43,9	62,1
Servicios	13,4	31,1
Global	27,5	49,2

Fuente: Superintendencia de Bancos.

* Se toman las colocaciones a junio de cada año.

curso por parte del sector privado.⁷ Además, el deterioro del sector productivo provocó una disminución importante del valor de los activos del sistema bancario dada la consabida interdependencia de ambos. A fines de 1984, el compromiso patrimonial de la banca, cuantificado por el total de pérdidas no provisionadas, alcanzó al 200% de su capital. Ello genera expectativas perversas en los agentes económicos comprometiendo gravemente el equilibrio macroeconómico y la asignación de recursos crediticios. Para apreciar la cuantía de los recursos financieros involucrados, es relevante decir que los créditos otorgados al sector productivo representaban aproximadamente la mitad del PGB en 1982 (ver Cuadro N° 2).

La crisis y sus efectos en términos del excesivo endeudamiento externo e interno crearon situaciones conflictivas que obligaron al Estado a intervenir para reducir los costos que la solución del problema producía y para facilitar los ajustes necesarios e inevitables de los contratos entre deudores y acreedores. La conveniencia, oportunidad y grado de intervención del Estado para enfrentar la crisis reciente es una materia en debate como toda decisión política basada en juicios de valor respecto al rol estatal en la economía y en la sociedad. No obstante, se debe puntualizar, en primer lugar, que

7 Por ejemplo, una empresa sobreendeudada vende, con el objeto de generar caja, activos que son más rentables en esa compañía. Otro ejemplo típico es el del empresario que sabe que su empresa no podrá reducir su endeudamiento a un nivel operable durante la vida esperada de ésta, por lo que concentra sus esfuerzos en crear una empresa paralela para dejarla sobreendeudada a sus acreedores.

Cuadro N° 3

País	Variación acumulada en términos de intercambio	Inflación %	
		1980	Promedio 1982 - 1985
Ecuador	-26,2	14,5	32,0
Chile	-31,2	31,2	23,4
Argentina	-17,0	87,6	448,4
Brasil	-14,5	95,3	174,6
México	-23,7	29,8	74,7
Perú	-30,7	59,7	120,0
Uruguay	-12,7	42,8	54,0

Fuente: Cepal.

la intervención del Estado se ajustó a su papel subsidiario, conservando en lo posible el rol del mercado; en segundo lugar, la intervención ha sido transitoria dada la reprivatización de bancos y empresas realizada en los últimos meses y, en tercer lugar, sólo Chile mantiene controlado el proceso inflacionario (véase Cuadro N° 3), con lo cual hay presunción fundada de que las pérdidas han sido absorbidas principalmente por los deudores y acreedores y no traspasadas al resto de la sociedad a través del regresivo impuesto-inflación.⁸

II Las Soluciones Globales

Realizado el análisis de la naturaleza y el origen del excesivo endeudamiento, es factible estudiar las políticas aplicadas por el Gobierno para superarlo. Es necesario tener presente que la situación de compromiso patrimonial de la banca y las dificultades de solvencia y liquidez de las empresas productivas obligaban a éste a actuar en los dos frentes. Asimismo, la globalidad del problema hacía imposible abordarlo caso a caso en una primera instancia, ya que ello no permitiría superar la naturaleza global de la emergencia y, por lo tanto, reducir la probabilidad del colapso financiero y productivo.

1 Solución Global y Sistema Bancario

Con el objetivo de superar la insolvencia de las instituciones financieras y con ello asegurar, dentro de lo posible, el normal y fluido

8 Este punto será discutido posteriormente ya que el tema de la socialización de las pérdidas derivadas de la crisis parece haberse analizado con cierta superficialidad. Un análisis exhaustivo de las políticas aplicadas

funcionamiento de este mercado, se flexibilizaron las normas que regulan la actividad. Entre los cambios realizados merecen destacarse los siguientes:

- a El período máximo para constituir provisiones globales, establecidas conforme al riesgo total de la cartera, se extendió de 36 a 60 meses. Esto contribuyó a evitar la constitución de provisiones adicionales por alrededor de \$ 30.000 millones en 1983.
- b Ampliación de hasta dos años en el plazo que poseen los bancos para enajenar bienes recibidos en pago.
- c Extensión del plazo de 30 a 90 días para ingresar los créditos impagos a cartera vencida.
- d Se comenzó a pagar intereses por el encaje a partir de junio de 1982.
- e Flexibilización de los límites de endeudamiento mejorando la capacidad de la banca para generar flujos.
- f Reprogramaciones a los deudores del sistema, lo cual reduce el riesgo de la cartera de los bancos y mejora su flujo de caja.
- g Establecimiento de líneas de crédito especiales.
- h Venta de cartera al Banco Central hasta por un máximo de 2,5 veces el capital y reservas de una institución. Esta cartera es cancelada con fondos del Banco Central hasta por el equivalente a 1,5 vez el capital pagado y reservas de la institución cedente. El excedente se rige por el anterior mecanismo de venta de cartera (Acuerdo N° 1.450), no habiendo transferencia de recursos. Los medios de pago obtenidos de esta fuente deben destinarse a cancelar deudas por préstamos de urgencia contraídos con el Banco Central o a la adquisición de pagarés del instituto emisor en el evento de no tenerlas.

Estas medidas y la gradual recuperación de la actividad económica interna han promovido un mejoramiento sostenido en la solvencia del sistema bancario. De esta manera, el compromiso patrimonial del sistema en su conjunto se redujo desde 200% a fines de 1982, a 99% a fines de 1985, a 33% a junio del presente año y se espera eliminar totalmente los compromisos por pérdidas no provisio-

permite concluir que aquellos que tomaron decisiones económicas incorrectas debieron soportar pérdidas, salvo el caso general de los bancos extranjeros y de los depositantes.

nadas a fines de 1986. Ello implica que la banca estará normalizada al finalizar el año volviendo ésta a realizar su función de intermediación para lo cual utilizará sus recursos propios en la resolución de los problemas de solvencia o liquidez de sus deudores.

En relación a la ayuda conferida a la banca, puede decirse que una fracción mayoritaria de los activos del sistema bancario fueron intervenidos para ser liquidados o cambiar su administración, de acuerdo a la ley, a partir de 1981. En el caso de los bancos bajo administración provisional, sus antiguos dueños han perdido prácticamente la totalidad de sus derechos de propiedad y el Estado ha asumido el costo de responder a depositantes y acreedores externos. Todo lo anterior se confirma por el cambio de propiedad de los bancos Colocadora, Concepción e Internacional y en el hecho de que alrededor de 15.000 accionistas populares han pasado a ser los dueños de una fracción mayoritaria de los bancos de Santiago y de Chile. Además, el mecanismo de venta de cartera hace que los antiguos dueños deban destinar todos los excedentes y recuperaciones de los créditos vendidos a la extinción de su obligación con el Banco Central. Ello significa que los antiguos accionistas no recibirán dividendos mientras no cancelen dicho compromiso y de este modo internalizarán los costos derivados del deterioro de los bancos.

2 Solución Global y Sistema Productivo

Paralelamente a la normalización de la banca se han implementado programas masivos de reprogramación de deudas para los sectores productivos, créditos de consumo, deudas con servicios de utilidad pública y créditos hipotecarios. Las principales características de tales programas se explicitan a continuación.

a Deudas de Sectores Productivos

A través de los Acuerdos 1507, de 1983, y 1578, de 1984, ambos del Banco Central de Chile, se fijaron las bases para que los deudores renegociaran con la banca las que, en forma preferencial, favorecían a los deudores pequeños y medianos. Es así como, por el acuerdo 1578, se amplían significativamente los montos reprogramables y se establecen tasas de interés inicialmente menores, pero, al contrario del caso anterior, no se conceden períodos de gracia para los intereses. Los deudores que ya habían reprogramado tuvieron acceso al nuevo mecanismo por el saldo no reprogramable o por el total de su deuda, modificando las condiciones de la parte ya reprogramada.

A estas disposiciones pudieron acogerse aquellos deudores que hubieran registrado obligaciones de carácter productivo con las instituciones financieras al 23 de junio de 1984. Se incluyeron, también, los créditos cedidos al Banco Central, pero se exigió que éstos

Cuadro N° 4
Colocaciones Reprogramadas en Sector Productivo
(Miles de UF)

(a) Colocaciones reprogramables	(b) Colocaciones reprogramadas	% (b)/(a)
222.508	159.179	71,5

Fuente: Superintendencia de Bancos.

fueran previamente recomprados por la institución financiera. Se excluyeron los créditos de consumo, los préstamos otorgados mediante la emisión de letras de crédito, los créditos a menos de un año destinados a financiar importaciones y exportaciones, los créditos contingentes, los créditos a deudores no viables y los préstamos conferidos a sociedades de inversión.

El monto de la deuda reprogramable en el sistema financiero de cada deudor correspondió al 100% de las primeras 5.400 Unidades de Fomento (UF); al 80% de la parte que excediera esa cantidad y que no superara las 27.000 UF, y al 75% de la parte que excediera de 27.000 UF con un tope máximo equivalente a 162.000 UF. Estos montos incluyeron las deudas reprogramadas en virtud del Acuerdo 1.507, las que el deudor podía mantener en su concepción original, pudiendo acogerse sólo a la rebaja de tasa o reprogramar según las nuevas condiciones. Las condiciones de pago para los deudores cuya deuda reprogramable era inferior a 27.000 UF involucraba un plazo entre 5 y 15 años, con dos años de gracia para la amortización del capital, a una tasa del 5% anual durante los dos primeros años, 6% anual entre el tercer y quinto año y 7% anual a contar del sexto año. Los deudores en moneda extranjera que reprogramaron en dicha moneda estaban sujetos a idénticas condiciones, salvo que el interés será igual a la tasa Libor o Prime a partir del sexto año, según lo convenido en el contrato de deuda respectivo. Correspondientemente, las condiciones de pago para los deudores cuya deuda reprogramable era superior a 27.000 UF fue de un plazo entre 5 y 10 años, con dos de gracia para la amortización del capital, a una tasa del 5% anual para los dos primeros años, 6% anual para los años tercero a quinto y, a partir del sexto año, a una tasa variable igual al promedio de las tasas para las cuentas de ahorro a plazo con un recargo de tres puntos. El Cuadro N° 4 muestra el resultado de estas reprogramaciones en cuanto al número y porcentaje de beneficiados. De él se infiere que una fracción mayoritaria de los créditos reprogramables fueron efectivamente reprogramados.

b Deudas de Consumo

Entre agosto y septiembre de 1984, las entidades financieras reprogramaron los créditos de consumo de sus deudores en base a las directrices contenidas en el Acuerdo N° 1.581 del Banco Central de Chile. Este sistema favorecía a los préstamos de consumo, vigentes o vencidos y expresados en UF o moneda extranjera, contraídos antes del primer día de marzo de 1983. Esta reprogramación contempló una ampliación del plazo para el pago de las cuotas atrasadas con vencimientos entre el 1° de enero y el 30 de junio de 1984, y del 40% de las cuotas con vencimientos a partir del primer día de agosto de 1984. El servicio del total reprogramado se efectuaría, a partir de la fecha de expiración inicialmente pactada, en cuotas iguales a las que el deudor ha venido pagando, es decir, a un 60% de la cuota original. Asimismo, el mecanismo fija un interés máximo del 8% para los créditos expresados en UF y en moneda extranjera.

c Deudas Hipotecarias

A contar de junio de 1983, los deudores habitacionales endeudados con el Sistema Financiero Nacional, Cajas de Previsión, Asociación Nacional de Ahorro y Préstamo (Anap) y con el Servicio de Vivienda y Urbanismo (Serviu) pudieron, a través de diferentes instrumentos jurídicos, acogerse a una reprogramación global de sus dividendos que consistía en el pago de sólo el 60% del dividendo original. Este porcentaje fue aumentando gradualmente a razón de 10 puntos por año de manera que, a partir de julio de 1987, el deudor volvía a pagar el total del dividendo mensual. El por ciento impago de cada dividendo —refinanciado por el Banco Central cuyas pérdidas eran cubiertas por el Estado— comenzaban a servirse al término del plazo establecido para el crédito original. En este sistema se incluían los dividendos por vencer y los vencidos e impagos entre el 1° de junio de 1981 y el 31 de marzo de 1983, más sus correspondientes intereses por morosidad.

En junio de 1984 y por efecto del empeoramiento de las condiciones económicas externas, se acordó una nueva y general reprogramación de deudas. En el caso de las reprogramaciones relativas a viviendas, se mantuvo el pago de sólo un 60% del dividendo original, beneficio que se extendió hasta junio de 1985. El remanente por pagar se incrementa anualmente a razón de un 3% anual, de manera que el deudor pagara el 85% del dividendo original a contar de julio de 1996 y hasta la extinción del respectivo mutuo. Las cantidades impagas en los respectivos vencimientos se acumulan a tasas de interés preferenciales y comienzan a servirse una vez cumplidos los pagos originales en los porcentajes antedichos. Este procedimiento permitía incluir dividendos vencidos de hasta dos años.

En enero de 1985 y con el fin de otorgar una ayuda adicional a los sectores más desvalidos, el Fisco concedió una bonificación

Cuadro N° 5
Evolución de Dividendo y Remuneraciones

	Dividendo ^a \$	Índice de Remuneraciones (Base 100 = diciembre 1982)
Junio 1983	20.654	107,11
Julio 1983b	12.566	109,98
Julio 1984c	15.001	129,91
Febrero 1985 ^d	16.446	151,04
Julio 1985 ^e	19.143	163,61
Enero 1986 ^f	21.584	184,49
Julio 1986 ^g	24.212	199,95
Julio 1986 ^h	16.757	199,95
% Variación junio 1983-julio 1986 en ISS	% Variación junio 1983-julio 1986 en dividendo sin prepago de crédito original	% Variación junio 1983-julio 1986 en dividendo con prepago
86,7	17,2	-18,8

Fuente: Superintendencia de Bancos e INE.

- a Corresponde al dividendo a cancelar por un crédito de 1.000 UF al 12% de interés, con 12 años de plazo y cuyo primer dividendo fue de 12,9 UF en diciembre de 1980.
- b Corresponde a la primera reprogramación en que disminuye en 40% de dividendo.
- c Corresponde a la segunda reprogramación que mantuvo la rebaja del 40% del dividendo.
- d Corresponde agregar a la rebaja del 40% la bonificación de 0,5 UF de la ley 18.402.
- e A partir de esta fecha la reducción del 40% se transforma en una menor: 38,2%.
- f A partir de 1986 la bonificación de la ley 18.402 se reduce a 0,35 UF.
- g La reducción del dividendo que alcanzaba a 38,2% se reduce a 36,35%.
- h Este es el caso de que el deudor hubiera completado en julio el proceso de prepago y se acogiera a un nuevo crédito con tasa de interés para el mutuo de 9% y con ampliación de plazo de 1,5 vez el plazo residual original.

mensual, aplicable al dividendo correspondiente, de 0.5 UF, 0.35 UF y 0.20 UF para los años 1985, 1986 y 1987, respectivamente.⁹ Este beneficio favoreció a los deudores del Sistema Financiero, Anap y Serviu con préstamos originales para vivienda de hasta 1.200 UF. Al mismo tiempo, se hizo posible que las deudas reajustables en UF contraídas con el Serviu fuesen transformadas a Unidades Reajustables, cuyo valor varía de acuerdo al índice de Precios al Consumidor o al índice de Remuneraciones dependiendo de cual variación resulta menor.

En general, el Cuadro N° 5 permite apreciar la importancia económica de las reprogramaciones de créditos de vivienda. Se comprueba que el crecimiento efectivo del dividendo hipotecario ha sido inferior al incremento de las remuneraciones, lo que reafirma la consistencia de la política gubernamental en el sentido de que el trabajador destine una fracción no superior al 30% de su ingreso para el pago de dividendos. El ejercicio aritmético siguiente permite comprender lo anterior. Suponga un deudor que adquiere una casa con un crédito de 1.000 UF a fines de 1980. El crédito es a UF + 12% con 12 años de plazo lo cual implica que el deudor pagaba un dividendo de \$ 13.991 en diciembre de 1980. Si el dividendo representaba un 25% de su remuneración líquida, esta última era igual a \$ 55.964 en el referido mes. Al contraer su deuda con el sistema financiero, el deudor fue beneficiado por las reprogramaciones permitidas por los Acuerdos 1.517, de junio de 1983, y 1.583, de julio de 1984, ambos del Banco Central de Chile, y, además, tuvo acceso a la bonificación concedida por la Ley 18.402 a partir de 1985. Al acogerse a dichas reprogramaciones,¹⁰ el deudor en cuestión pagaba un dividendo de \$ 24.212 en julio de 1986, es decir, su dividendo creció en 73% entre fines de 1980 y mediados del presente año. Por su parte, el índice de remuneraciones experimentó un crecimiento de 121,5% en igual período verificando, por tanto, un mayor incremento relativo de las remuneraciones respecto de los dividendos pagados. En otras palabras, dado que el ingreso de los trabajadores se reajustó en función de la variación del índice de remuneraciones, el trabajador destinó sólo un 19,5% de su remuneración de junio de 1986, equivalente a \$ 24.212, al pago de dividendos mientras que a fines de 1980 asignaba un 25% de su ingreso, o un monto de \$13.991, para tal efecto.

d Deudas en Dólares

Por efecto de la devaluación del peso, los deudores en moneda extranjera vieron aumentados sus niveles de endeudamiento en moneda local. Cabe recordar que, a mediados de 1982, casi el 50% de

9 Este beneficio fue establecido por la Ley N° 18.402.

10 Si fuera deudor de Serviu o de Anap, los beneficios recibidos serían como mínimo iguales a los percibidos por los deudores del sistema financiero

las colocaciones del sistema financiero estaban pactadas en moneda extranjera. Para enfrentar esta situación, el Banco Central definió un dólar especial, con valor inferior al de mercado, al cual los deudores podían acceder para la cancelación de sus compromisos. Este sistema estuvo vigente hasta 1985, año en el cual se aplicó un mecanismo de gradual eliminación del dólar preferencial.

El esfuerzo desarrollado por el Estado para enfrentar la emergencia fue significativo. El análisis precedente de los programas aplicados abarca sólo lo esencial, sin mencionar las diferentes líneas de créditos implementadas en 1983 y otras modalidades de ayuda conferidas a los deudores hipotecarios del Serviu y de la Anap. El financiamiento de estos programas provino del Banco Central y del Fisco. La magnitud de los recursos ya comprometidos alcanzó su límite máximo, puesto que la asignación de montos adicionales para estos propósitos pondría en juego la estabilidad macroeconómica alcanzada. Al respecto, es pertinente señalar que el financiamiento del dólar preferencial requirió de US\$ 2.500 millones, lo que representa 3,3 veces el dinero privado existente en la economía.

La realidad de los recursos ya comprometidos y la constatación de la superación de la emergencia a través de la recuperación gradual de la actividad productiva, determinaron que la autoridad iniciara, a partir de 1985, una segunda etapa en la tarea de reducir la excesiva relación deuda-patrimonio. Esta etapa aprovecha la mayor normalidad del sistema bancario e introduce la renegociación caso a caso, sin comprometer recursos estatales adicionales en reprogramaciones generalizadas.

III La Solución Individual y Sin Recursos Fiscales

La nueva fórmula en aplicación es, a la luz de la nueva realidad, más eficiente que la anterior.¹¹ La realidad de cada deudor es diferente y las reprogramaciones globales, dada la escasez de recursos, implican, en muchos casos, conceder un alivio menor que el requerido y, en otras ocasiones, otorgar beneficios a deudores que no los necesitan. También, la expectativa de una reprogramación con recursos públicos induce a los beneficiarios potenciales a concentrar sus esfuerzos en "presionar a la autoridad" y no a aumentar su producción al mínimo costo. No obstante lo anterior, la desventaja relativa del nuevo mecanismo instituido es su mayor costo administrativo y operacional.

dato que en las dos primeras instituciones han existido ayudas adicionales.

- 11 Es necesario tener presente que la autoridad, al implementar las reprogramaciones globales, aplicó criterios que determinaron que las ayudas proporcionadas a los sectores productivos fueran inversamente proporcionales al monto de las deudas.

1 El Caso de los Deudores Productivos

El diagnóstico de este sector permitió concluir que las ayudas otorgadas por las reprogramaciones masivas eran cuantiosas. Sin embargo, había empresas que tenían relaciones de endeudamiento superiores al promedio lo que las hacía no viables y dificultaba la resolución de su problema de liquidez. Este era el caso de las empresas medianas y grandes. La solución para estos deudores radicaba en la capitalización y condonación de deudas, lo que implicaba una pérdida para deudores y acreedores. Con el fin de facilitar estos acuerdos la autoridad actuó con diferentes instrumentos:

i La dictación de la Ley N° 18.439 facultó a los bancos para capitalizar créditos, suscribir acciones y consolidar obligaciones que quedaran exentas de los márgenes de créditos, en casos calificados en que existan acuerdos entre acreedores que permitan restablecer la viabilidad de una empresa productiva.

ii La emisión de una circular de la Superintendencia de Bancos que, al reglamentar la Ley N° 18.439, fijó pautas para la negociación entre deudores y acreedores facilitando la solución. Es así como se hizo posible la emisión de acciones preferidas y de bonos convertibles considerándose la opinión de consultores externos para evaluar la capacidad de gestión de la empresa afectada.

iii Se acordó un crédito por US\$ 167 millones con el Banco Mundial para auxiliar a empresas grandes y medianas en dificultades financieras y operativas producto de su excesivo endeudamiento. También se negoció con el BID un crédito para reactivación industrial por US\$ 100 millones.

Con este conjunto de instrumentos se ha operado en los últimos 18 meses. La Superintendencia de Bancos tiene una unidad especial destinada a facilitar los acuerdos correspondientes. En general, tales acuerdos han determinado que los deudores pierdan la mayoría de los activos que poseían y que los acreedores absorban las pérdidas por los créditos no recuperables.

En cuanto a los deudores pequeños, el mecanismo de reprogramación tuvo que ser adaptado al cuantioso número de deudores involucrados. Ello consistió en el estudio de "caso a caso por grupos de deudores", lo que facilitó enormemente la operación. Para la implementación de este mecanismo se realizaron los siguientes programas:

i En el caso de los deudores del sistema financiero, se exigió a cada institución financiera ejecutar un diagnóstico acabado de sus deudores, con compromisos inferiores a \$ 10 millones, diferenciando, en base a criterios definidos por la autoridad, en aquellos con

Cuadro N° 6
Diagnóstico Deudores Bajo \$ 10 Millones

	Deudas	Número de deudores
Con problemas	9,21	4,35
Intermedio	33,57	22,44
Sin problemas	57,21	73,19
	100,0	100,0

Fuente: Superintendencia de Bancos

problemas, intermedios y sin problemas. De acuerdo a lo anterior,¹² los deudores elegibles llegan a alrededor de 37.000 con un monto total de deudas de aproximadamente \$ 42.000 millones. El Cuadro N° 6 muestra que los deudores con problemas y los intermedios suman un 42,8% del total de las deudas elegibles a fines de 1985. En base al diagnóstico practicado, los bancos, que previamente y en su mayoría aplicaban reprogramaciones globales, ofrecieron programas de reprogramación caso a caso a sus deudores. El plazo se extiende hasta 10 años como máximo y la tasa de interés fluctúa entre 6% sobre UF (v. g. Banco del Estado) y 9% (Banco Nacional, Internacional, etc.). La mayoría de los deudores reciben tasas entre 6% y 7% ya que éstos se concentran en los Bancos del Estado, de Chile y Sud Americano.¹³

ii Los deudores Corfo, con compromisos inferiores a \$ 10 millones, recibieron el beneficio de la reprogramación en que más del 90% de éstos pagan tasas de interés menores de 7%. Además, los deudores del sector transporte urbano e interurbano de carga y de pasajeros fueron favorecidos con las condiciones otorgadas por Sacret-Corfo creando un descuento promedio por pago oportuno cercano al 40% y una tasa de interés de 5% anual.

iii Los pequeños agricultores de Indap también se beneficiaron con una reprogramación específica de sus deudas.

- 12 El total inicial de deudores fue de 89.986. Si se excluye a los deudores de consumo, hipotecarios, incobrables, cancelados, reprogramados en mejores condiciones, etc., su número total alcanza a alrededor de 36.885.
- 13 Además, para facilitar esta reprogramación se dictaron normas legales complementarias entre las que destaca la eliminación del impuesto de timbres y estampillas.

iv Se implemento, además, un programa complementario de apoyo financiero a través de capital de riesgos, créditos y garantías para las pequeñas empresas.

2 El Caso de los Deudores de Vivienda

La significativa reducción experimentada recientemente por la tasa de interés, ha permitido implementar una reprogramación de créditos para fines de vivienda utilizando el mecanismo del prepago de las letras antiguas, lo que se financia con un nuevo crédito cedido por los bancos. De esta manera, los deudores de vivienda podrán disminuir, en promedio, en alrededor de 20% su dividendo mensual sin que ello requiera de recursos fiscales adicionales. La operación que debiera beneficiar a aproximadamente 24.000 deudores ha sido posible gracias a la Ley 18.482 y al Acuerdo N° 1.719 del Comité Ejecutivo del Banco Central. La citada ley posibilitó la eliminación de impuestos, rebaja de comisiones y la aplicación de la bonificación de 0.5 UF a los nuevos créditos mientras que el Acuerdo señalado extendió el beneficio de la reprogramación del Acuerdo N° 1.583 a los nuevos créditos. En las últimas semanas, las instituciones financieras han reducido las comisiones que cobran por concepto del prepago permitiendo la masificación de esta operación.

IV Evaluación de los Resultados

Un estudio completo del endeudamiento interno requiere responder a la pregunta: ¿pueden los programas implementados resolver completamente el problema del exceso de endeudamiento? La respuesta es fácil, ya que todo el mundo concuerda en que se requerirán muchos años para la resolución plena del problema. Es menester recordar que existe una directa relación entre deuda externa e interna, es decir, mientras la deuda externa no sea condonada tampoco puede esperarse la reducción instantánea de la deuda interna. El Gráfico N° 1 muestra una tendencia decreciente de la relación deuda/patrimonio para los últimos cuatro años. Es así como en el primer trimestre de 1983 ésta alcanzó a 0,86 y se redujo a 0,72 a igual período de 1986.¹⁴ Esta tendencia se refuerza a partir del último trimestre del año anterior debido al comportamiento experimentado por dos factores claves: el nivel de deuda comienza a disminuir y el patrimonio de las empresas se incrementa. Ambas situaciones se manifiestan en forma lenta, pero persistente. En el Gráfico N° 2 se advierte que hasta septiembre del año pasado la deuda total

14 Estos datos fueron obtenidos de una muestra de 112 sociedades anónimas abiertas y privadas que envían trimestralmente sus estados financieros a la Superintendencia de Valores y Seguros. La muestra está depurada de compañías de seguros, AFP, Fondos Mutuos, sociedades sin fines de lucro y empresas en liquidación con patrimonio negativo.

Gráfico N° 1
Indicadores de Solvencia - Endeudamiento (Trimestre)

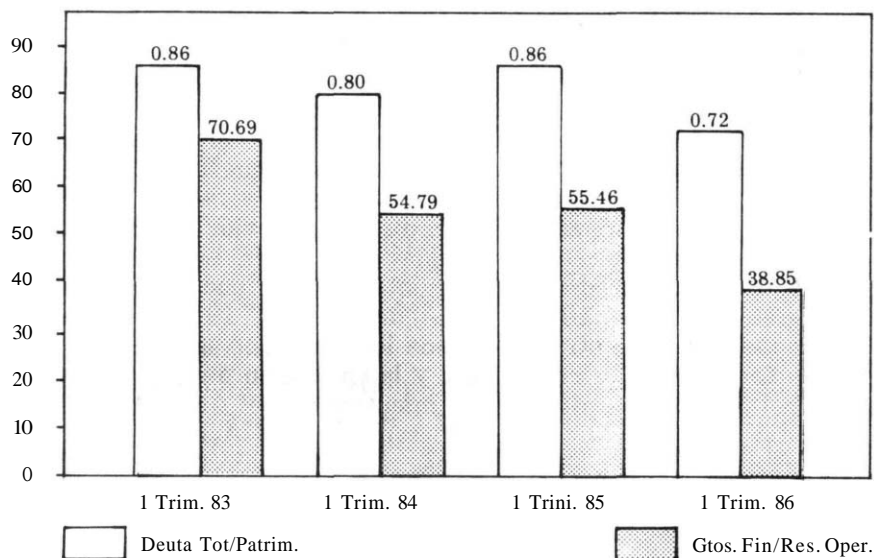


Gráfico N° 2
Evolución del Patrimonio y la Deuda Total
(índices Promedio de las 113 Sociedades) Base Junio 83-100



Fuente: Elaborado con cifras de la Bolsa de Comercio.

Cuadro N° 7
 índices de Endeudamiento
 (Porcentajes a Fines de Cada Período)

	Junio 1984	Junio 1985	Diciembre 1985	Marzo 1986	Junio 1986
Razón Deuda-Capital	96.9	112.7	109.2	106.3	101.8
Patrimonio/Pasivo Total	50.8	47.0	47.8	48.5	49.6
Pas. Circulante/Deuda Total	38.2	41.3	32.0	32.5	32.8
Pas. Largo Plazo/Deuda Total	61.8	58.7	68.0	67.5	67.2
Composición del endeudamiento					
Deuda Sist. Fin./Deuda Total	68.6	70.2	68.5	68.8	68.6
Deuda con el Público/Deuda Total	4.2	2.4	1.7	1.4	1.6
Deuda Emp. Relac./Deuda Total	8.7	10.7	9.3	12.2	10.2

Fuente: Bolsa de Comercio.

continuaba creciendo en términos reales, mientras que el patrimonio de las empresas lo hacía a una tasa menor o se mantenía prácticamente sin variación. Tal evolución se revierte a fines del año pasado y se confirma la tendencia positiva de ambas variables en los dos primeros trimestres de 1986. Ello se refleja en el comportamiento de los índices de endeudamiento que se muestra en el Cuadro N° 7. Si se compara la razón deuda-capital vigente a junio de 1986 con la correspondiente de igual mes del año precedente, fecha en que los estados de situación computaron buena parte de los efectos negativos de las devaluaciones y término del dólar preferencial, se comprueba que ésta desciende de 1.13 a 1.02. En igual período, la participación del patrimonio dentro del pasivo total sube de 47.0% a 49.6%.

En el período señalado se ha logrado, también, un notable cambio en la estructura temporal de la deuda. La deuda de corto plazo ha reducido su importancia relativa en la deuda total de 41.3%, en junio de 1985, a 32.8%, a junio de 1986. En relación a la composición de la deuda por tipo de acreedor, los compromisos con el sistema financiero han disminuido su participación en la deuda total de 70.2% a 68.6% en el mismo período.

Esta favorable evolución del endeudamiento interno es básicamente una consecuencia de los distintos programas gubernamentales aplicados para enfrentar el problema de la deuda excesiva contraída por la mayoría de los agentes económicos. La capitalización de deudas, negociación de convenios de pago con los acreedores y las reprogramaciones con el sistema financiero, han permitido resol-

ver gradual y consistentemente este problema haciéndolo progresivamente más manejable.

Consecuente y paralelamente a la reducción gradual de la relación macroeconómica deuda externa neta real/PGB, cada sector productivo deberá paulatinamente reducir su excesiva relación deuda/capital por medio de una disminución de su deuda, incremento patrimonial o por una combinación de ambas acciones. Los resultados agregados hasta ahora alcanzados permiten predecir que los deudores podrán resolver su problema individual y, por tanto, de la economía en su conjunto, antes de lo esperado al iniciar el proceso de normalización financiera emprendido.

La interrogante que surge ahora dice relación con la factibilidad de que el problema del endeudamiento se vaya resolviendo gradualmente sin demandar nuevos aportes masivos de recursos estatales. Para responder se requiere evaluar la capacidad real de los distintos sectores productivos de movilizar sus recursos propios para financiar sus obligaciones de corto y largo plazo.

1 La Industria

La deuda directa del sector ascendía a 143.853 miles de UF a diciembre de 1984. De acuerdo a estimaciones realizadas por la Oficina de Planificación Nacional (Odeplan),¹⁵ el 44.3% de ese total respondía a deuda de corto plazo y el resto a compromisos a más de un año. Por tanto, la industria tendría que responder por obligaciones de corto plazo que bordearían los \$ 69.415 miles de UF, cifra que incluiría la amortización del capital y el pago de intereses.¹⁶ Por concepto de deudas reprogramadas bajo los Acuerdos 1.507 y 1.578 del Banco Central, este sector tendrá que cancelar \$ 1.316 y \$ 4.379 miles de UF en los años 1986 y 1987, respectivamente.¹⁷ En cuanto a los créditos de largo plazo no reprogramados, los compromisos sectoriales para el bienio 1986-87 alcanzarían, aproximadamente, a \$ 29.210 miles de UF.¹⁸ Paralelamente, se estimó la capacidad económica del sector por medio de la cuantificación de sus flujos de ingreso y excedente de explotación¹⁹ futuros, para cubrir el pago de sus obligaciones financieras.²⁰ Los resultados contenidos

15 Odeplan, *Situación del Endeudamiento del Sector Industrial 1984-1987*, diciembre de 1985.

16 Para estos cálculos, se supuso una tasa de interés anual de 9%.

17 Esta estimación asume las condiciones de tasas de interés y años de gracia contemplados en los Acuerdos mencionados, y, además, que el 25% de las deudas sectoriales fueron reprogramadas según las reglas establecidas por el Acuerdo 1.507.

18 Se supone que estas obligaciones tienen, en promedio, un período de vencimiento de 5 años y devengan una tasa de interés del 8% anual.

19 El excedente de explotación equivale al valor agregado sectorial menos remuneraciones, impuestos indirectos y depreciación.

20 Para estimar la capacidad económica del sector se asumió un crecimiento

Cuadro N° 8
Capacidad de Pago del Sector Industrial
(Miles de UF)

Año	Pago por colocaciones menos de 1 año	Pago de créditos reprogramados	Pago de colocaciones a más de 1 año	Total de Pagos a realizar (a)	Total de pagos con renovación de corto plazo (b)	Excedente de explotación 1984 = 88.387,7 (c)
1985	69.415,2	1.316	15.974,3	86.703,1	17.287,9	89.448,3
1986	69.415,2	1.316	15.061,5	85.792,7	16.377,5	94.815,2
1987	69.415,2	4.379	14.148,2	87.942,4	18.527,2	99.556,0
				260.438,2(a)	52.192,6(b)	282.819,5(c)
	(a)/(c)		(b)/(c)			
	92,0%		18,4%			

Fuente: Odeplan.

en el Cuadro N° 8 determinan que el 92% del excedente de explotación se vería comprometido en el pago de la deuda durante el trienio 1985-1987. Sin embargo, un gran porcentaje de esta magnitud corresponde a deudas a menos de un año, es decir, créditos que sirven de capital de trabajo, los cuales abarcan alrededor del 73% del excedente de explotación. Dado que estas líneas de crédito tienden a renovarse cada año, se estima que sólo el 18.4% del referido excedente sectorial debería ser destinado al servicio de la deuda. Estos resultados permiten concluir que el sector tiene la capacidad suficiente para servir sus compromisos financieros en el trienio 1985-1987.

2 El Comercio

La deuda directa comercial alcanzaba a 121.483 miles de UF a fines de 1984 y cerca del 56% de este total correspondía a créditos con vencimientos antes de un año. Por tanto, el sector debería cubrir anualmente obligaciones financieras del orden de \$ 73.887 miles de UF durante el trienio 1985-87.²¹ En relación a la deuda reprogramada bajo los Acuerdos mencionados, ésta alcanzó a 22.171 miles de UF a enero de 1985. Los compromisos derivados de la reprogramación de estas deudas ascenderían a \$ 1.267,9 miles de UF y \$ 3.512,7 miles de UF para los años 1986 y 1987, respectivamen-

real de 5.5%, 5.9% y 7.1% para los años 1985, 1986 y 1987, respectivamente. Además, se supuso que el excedente de explotación sería, para el trienio, igual al 37.8% del PGB del sector industrial, cifra equivalente al promedio del periodo 1976-1982.

21 Este cómputo supone una tasa de interés anual del 9%.

Cuadro N° 9
Capacidad de Pago del Sector Comercio
(Miles de UF)

Año	Pago por colocaciones a menos de 1 año	Pago de créditos reprogramados	Pago de colocaciones a más de 1 año	Total de pagos (a)	Total menos corto plazo (b)	Excedente de explotación 1984 = 150.885 (c)
1985	73.887	1.267,9	10.508	85.663	11.776	153.450
1986	73.887	1.267,9	9.870	85.025	11.138	161.122
1987	73.887	3.512,7	9.230	86.630	12.743	167.567
				257.318(a)	35.657(b)	482.139(c)
	(a)/(c)	(b)/(c)				
	53,4%	7,4%				

te.²² En total, incluyendo las deudas de largo plazo no reprogramadas, las obligaciones financieras sectoriales llegan a \$ 257.318 miles de UF para el trienio 1985-87 (ver Cuadro N° 9). En cuanto a la capacidad efectiva del sector para financiar sus obligaciones, se determina que alrededor del 54% del excedente de explotación sectorial se vería comprometido en el pago de la deuda.²³ No obstante, sólo el 7.4% de dicho excedente debiera destinarse a este propósito al descontarse los créditos de corto plazo que, por lo general, tienden a renovarse cada año. Todo lo anterior pone de manifiesto que el sector comercio tiene la capacidad suficiente para solventar el pago de intereses devengados y la amortización del capital correspondiente durante el período en referencia.

3 El Sector Silvoagropecuario

El stock de deuda agrícola ascendía a 66.303 miles de UF, a fines de 1985, y, de este total, el 26.6% correspondía a créditos de corto plazo, es decir, con vencimientos a menos de un año. El resto constituía deuda de más largo plazo, de la cual 28.968 UF son créditos reprogramados según el Acuerdo N° 1.578 del Banco Central.²⁴ Dadas las condiciones establecidas en el referido Acuerdo, los

- 22 Estas estimaciones son formuladas sobre los mismos supuestos aplicados al sector industrial.
- 23 De acuerdo al crecimiento real proyectado en el Programa Trienal, se supuso que las tasas anuales de crecimiento del PGB sectorial alcanzarían a 1.7%, 3.4% y 6.2% para los años 1985, 1986 y 1987, respectivamente. También se asumió que el excedente de explotación sería de 55% del PGB del sector comercio para esos años, cifra igual al promedio del período 1974-82.
- 24 Se supone que el plazo promedio de la deuda reprogramada por este sector es igual al promedio de las reprogramaciones de todos los sectores productivos, es decir, ocho años.

Cuadro N° 10

Capacidad Real del Pago del Sector Silvoagropecuario de la
Deuda Agrícola Neta de Nuevas Entradas de Capital
(Miles de UF)

1986	19.085,8	1.448,4	1.907,5	3.693,5	26.135,2	47.510,9	0.148	0.550
1987	19.085,8	6.566,1	1.907,5	3.693,5	31.259,9	50.503,9	0.241	0.619
1988	19.085,8	6.276,4	1.907,5	3.693,5	30.963,2	53.382,6	0.222	0.580

Fuente: Odeplan.

- Colocaciones menos de 1 año según Formulario T-3.
- b Estimaciones en base a antecedentes de SBIF.
- c Se supuso que el 25% de los créditos de largo plazo eran a 3 años y el 75% a 5 años.
- d Calculado suponiendo que el excedente de explotación es un 50% de PGB agrícola. La estimación del PGB se basa en proyecciones de crecimiento del Departamento de Cuentas Nacionales del Banco Central y del Programa Trienal 1986-1988.

vencimientos de la deuda sectorial total, reprogramada y de largo plazo sin reprogramar, para los años 1986, 1987 y 1988 son de 26.135 miles de UF, 31.253 miles de UF y 30.963 miles de UF, respectivamente (ver Cuadro N° 10).²⁵

En cuanto a la capacidad económica real que tiene el sector para solventar estos compromisos, se estima que ésta, cuantificada por el excedente de explotación sectorial, alcanza a 47.511 miles de UF.²⁶ Es decir, el sector, para el presente año, vería comprometido el 55% de su excedente de explotación. Además, si los créditos de corto plazo, que probablemente corresponden a créditos de temporada, son renovados anualmente el monto total de recursos sectoriales asignados al pago de la deuda alcanzaría tan sólo a un 14,8%, 24,1% y 22,2% del excedente de explotación para los años 1986, 1987 y 1988, respectivamente.

Al aplicar igual metodología a otros sectores, se obtiene una

- 25 Los vencimientos de la deuda reprogramada se estiman en 1.448,4, 6.566,1 y 6.276,4 miles de UF para los años 1986, 1987 y 1988, respectivamente. Para la deuda de largo plazo no reprogramada se supone que el 25% es a 3 años y el 75% restante a 5 años; en consecuencia, los vencimientos ascienden a 5.601 miles de UF anuales para el período 1986-1988.
- 26 Se supone que el excedente de explotación equivale al 50% del PGB sectorial, para el que se proyecta un crecimiento de 7,5%, 6,3% y 5,7% en los años 1986, 1987 y 1988, respectivamente.

conclusión similar. Ello no implica la inexistencia de deudores insolventes en los diferentes sectores productivos dado su excesivo endeudamiento. Es en esos casos donde surge la necesidad de contar con un sistema financiero normalizado y fortalecido. El sistema doméstico puede ahora administrar sin mayores inconvenientes los casos delicados ya que realizó las provisiones de acuerdo al riesgo de su cartera y, por tanto, está capacitado para enfrentar las pérdidas. El sistema bancario afortunadamente ha mejorado su situación en los últimos años y las instituciones que aún tienen la necesidad de capitalizarse han anunciado programas para realizarla en los meses venideros. Asimismo, los antecedentes de cumplimiento de los vencimientos, producto del Acuerdo 1.578 del Banco Central, demuestra que un 80% de los deudores cumple con sus compromisos, lo cual refleja adicionalmente la capacidad para continuar con los programas ya implementados.

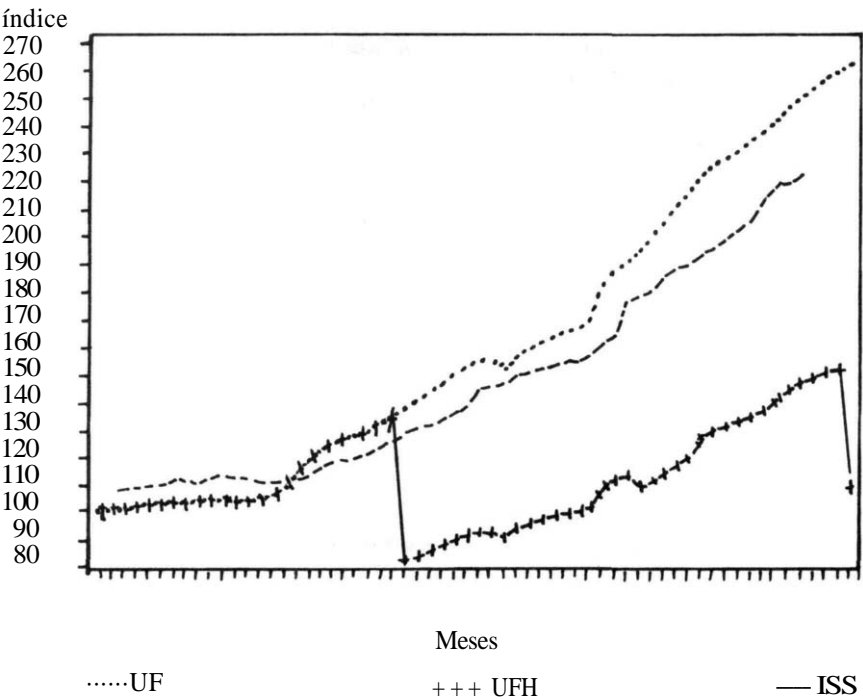
4 Los Deudores Pequeños

A fines de junio, plazo original para el vencimiento de la reprogramación caso a caso de estos deudores, alrededor del 25% de los deudores elegibles presentaron solicitudes involucrando un 48,6% de los montos elegibles. Ello prueba que el programa ha tenido éxito ya que abarcó aproximadamente a los porcentajes que el diagnóstico original señaló como deudores "con problemas" e "intermedios". No obstante, la tasa de interés que se cobra en esta renegociación parece aún demasiado alta, por lo que los bancos han ido reduciéndola; un ejemplo típico lo proporciona el Banco de Chile, que redujo su tasa de 8% a 6,5%.

5 Las Deudas de Vivienda

Una buena medida para evaluar la capacidad de pago de estas deudas la constituye la evolución registrada por el dividendo como porcentaje del ingreso. El Gráfico N° 3 presenta la trayectoria comparada de la Unidad de Fomento (UF), del índice de Sueldos y Salarios nominales (ISS) y de la Unidad de Fomento Hipotecaria (UFH) durante el período junio 1981-julio 1986, es decir, la trayectoria de la reajustabilidad que ha tenido una deuda de vivienda si es que el deudor se ha acogido por lo menos a las reprogramaciones disponibles del deudor del sistema financiero. La UFH resulta ser el índice de menor crecimiento relativo en el período y, por tanto, inferior al de los sueldos y salarios. En junio de 1981 ambos índices eran igual a 100, pero, en marzo del año en curso, el ISS era un 50.3% mayor que la UFH dados sus valores de 221,49 y 147.39, respectivamente. Lo anterior se determina sin considerar que, a partir de julio, las deudas pueden beneficiarse de una nueva rebaja, de alrededor de 20% en su dividendo, gracias al mecanismo del prepago. La conclusión, entonces, es que las reprogramaciones permiten a los deudores

Gráfico N° 3
Comparación Evolución UF/UFH/ISS
(Base 100 = Junio 1981)



destinar una fracción menor de su ingreso al pago de dividendos, es decir, el conjunto de estos deudores debiera estar en condiciones de pagar sus compromisos.

6 Los Deudores de Otros Servicios

Las deudas por consumo de electricidad, agua potable e impuestos fueron también reprogramadas a partir de 1984. La evolución de los clientes morosos de Chilectra Metropolitana sobre el total de clientes facturados ilustra a continuación los resultados logrados en esta área.

Enero 1984	14.9%
Enero 1985	10.9%
Enero 1986	8.8%

De los casos presentados, se puede concluir que es posible continuar manejando el problema del endeudamiento sin requerir mayores recursos estatales ya que, a nivel global, existe la capacidad para enfrentar los pagos y, en los casos individuales difíciles, los programas en aplicación permiten su solución vía las pérdidas correspondientes. Más aún, a partir del próximo año, la banca estará completamente normalizada con una situación patrimonial y de provisiones que le permitirá cumplir con su normal función de canalizar los ahorros, percibiendo las utilidades de los negocios rentables y absorbiendo las pérdidas de aquellos malos.

V La Tarea de Capitalizar al País

Una economía tan sensible a las fluctuaciones externas como la chilena requiere tener un sector privado con una sólida base patrimonial y esa tarea es aún más urgente bajo condiciones de alto endeudamiento externo e interno. La transformación de la deuda externa en capital es una política que beneficia al país al reducir su deuda y otras políticas; en el caso interno, deberán aplicarse por muchos años para reducir la excesiva relación deuda-patrimonio. Entre éstas se destacan las dos que siguen:

i Un equilibrio de los precios claves de la economía que permita lograr y mantener una tasa de interés real baja, compatible con la tasa internacional relevante para Chile y con la necesidad de aumentar la inversión real. Esto exige la mantención de un tipo de cambio real alto y un nivel de remuneraciones reales coherente con la necesidad de priorizar el empleo. Esta es la situación que se ha venido dando en los últimos meses con la consiguiente rebaja en la tasa de interés real. Es interesante observar su efecto en las empresas, lo cual se aprecia en que, para una muestra de S. A. privadas, la relación gastos financieros/resultado operacional bajó de 70,7% en 1983, a sólo 38,9% en el primer trimestre del presente año. Ello ha contribuido a la reconstitución del capital de trabajo de las empresas. En el Cuadro N° 11 se aprecia que las empresas han mejorado sus indicadores de liquidez. El test ácido pasó de 0,76 en junio de 1983 a 1,06 en junio de 1986. En igual período, la razón de liquidez corriente (Activo Circulante/Pasivo Circulante) subió de 1,24 a 1,42. Ello permite reiterar que la capacidad de las empresas para cumplir con sus compromisos de corto plazo exhibe una evidente mejoría, lo que se deriva principalmente del favorable comportamiento registrado por las ventas y el traspaso de parte de los compromisos desde el corto plazo, por efecto de renegociaciones con los acreedores.

El equilibrio alcanzado en los precios claves ha significado, a su vez, el inicio de un proceso de recuperación sostenido de la producción y ventas, el que ha sido liderado por las exportaciones, la sustitución eficiente de importaciones y la inversión. Ello está permi-

Cuadro N° 11
 índices de Liquidez
 (Cifras Consolidadas para las 113 Sociedades)

	Razón de liquidez corriente	Razón Ácida	Existencias/Activo Circulante
Junio 83	1.06	0.76	0.29
Junio 84	1.21	0.86	0.28
Junio 85	1.24	0.94	0.23
Septiembre 85	1.23	0.95	0.23
Diciembre 85	1.45	1.12	0.22
Marzo 86	1.50	1.17	0.21
Junio 86	1.42	1.06	0.24

Fuente: Bolsa de Comercio

tiendo que las empresas mejoren sus indicadores de rentabilidad y de actividad, evolución que se hace evidente al observar las cifras contenidas en los Cuadros Nos. 12 y 13. Los resultados a junio del presente año marcan un cambio positivo en los indicadores de rentabilidad, reflejando las mejorías logradas en los resultados operacionales y no operacionales. Específicamente, se aprecia que los costos de explotación y los gastos de administración y ventas mantienen una tendencia decreciente como proporción de los ingresos de explotación, lo que demuestra una mayor eficiencia en la gestión de las empresas. De hecho el margen de utilidad promedio de éstas aumenta sostenidamente entre los primeros semestres de 1984 y 1986, llegando en este último semestre al 23.6%, lo que se explica básicamente por el crecimiento de las ventas. Lo anterior significó que la rentabilidad sobre las ventas aumentara desde -2,4% para el primer semestre del pasado año a 11,6% en el mismo período de 1986, mientras que la rentabilidad sobre el capital y reservas subió de -1,2% a 6,1%, en igual lapso.

ii La mantención de una política tributaria que no grave el ahorro y la inversión. Ello implica que sólo el consumo de los sectores de mayor ingreso es gravado fomentándose la austeridad requerida para incrementar la inversión y el empleo. El pago de impuestos sobre la base de los retiros de utilidades desde las empresas, mecanismo establecido por la Reforma Tributaria de 1984, es un instrumento eficaz y vital que proporciona al sector privado los incentivos adecuados para el logro de tales objetivos económicos. Además, las

Cuadro N° 12

Indicadores de Rentabilidad
(% a Fines de Cada Período)

	1er. Sem. 1984	1er. Sem. 1985	1er. Sem. 1986
Margen de Utilidad	21.9	22.8	23.6
Rentabilidad sobre ventas	2.2	-2.4	11.6
Rentabilidad sobre capital y reservas	1.0	-1.2	6.1
- Agropecuarias y mineras	-1.4	0.9	-1.1
- Industriales	0.3	-2.5	7.5
- Servicios varios	2.6	0.6	5.3
Resultados Operacionales/Ingresos Explot.	10.1	12.2	13.2
Costo Explot./Ingr. Explot.	78.1	77.2	76.4
Gtos. Adm. y Vtas./Ing. Explot.	11.8	10.6	10.4
Gtos. Financieros/Ing. Explot.	7.6	7.0	5.8

Fuente: Bolsa de Comercio

Cuadro N° 13

Evolución de las Ventas Reales
(% de Variación Anual)

	1er. Sem. 1984	1er. Sem. 1985	1er. Sem. 1986
Agropecuarias y mineras	16.9	35.3	8.2
Industriales	1.2	20.7	9.3
Servicios Varios	3.9	12.4	-2.5
Promedio General	3.5	17.6	3.7

Fuente: Bolsa de Comercio.

utilidades anuales reinvertidas no son gravadas ya que contribuyen a reducir la relación deuda/capital de las empresas y, por tanto, disminuyen el riesgo agregado del sector privado.

VI Conclusión

La conclusión general es que para dar una solución integral y eficaz al problema del endeudamiento, la tarea de largo plazo consiste en mantener el equilibrio y la estabilidad en los precios claves de la economía y en continuar aplicando políticas coherentes y específicas, como la tributaria, fiscal y monetaria, que mantengan una

reducida tasa de interés e incentiven el crecimiento sostenido de la producción. Lo anterior, en conjunción con un mercado financiero normalizado, permitirá lograr una relación deuda-capital agregada óptima y compatible con el desarrollo armónico y estable del sector privado, en particular, y de la economía chilena, en general.

Bibliografía

- Arellano, Pablo, "La Difícil Salida al Problema del Endeudamiento Interno", en *Colección Estudios Cieplan*, N° 13, Estudio N° 85, junio de 1984, pp. 5-25.
- Barandarián, Edgardo, *La Crisis Financiera Chilena*, Documento de Trabajo N° 6, Centro de Estudios Públicos, octubre de 1983.
- Moreno, Alfredo y Pérez, Francisco, *Sobreendeudamiento del Sector Real: Problemas y Soluciones*, Documento de Trabajo N° 11, Centro de Estudios Públicos, enero de 1984.