

04/04/03

CAPITULO VII*

CONVERSION DEUDA-CAPITAL EN CHILE

Ricardo Ffrench-Davis

En 1985 el gobierno estableció un programa para convertir endeudamiento externo en activos internos, en un contexto de una elevada deuda de Chile. En 1985, era equivalente a 1,3 veces el PIB, involucrando un servicio financiero anual de US\$ 1.900 millones y transferencias netas a la banca comercial acreedora que alcanzaba a 5% del PIB. Estos porcentajes eran todos superiores al promedio de Latinoamérica. El programa de conversión de deuda estuvo enfocado a reducir el volumen de endeudamiento y su servicio y, como consecuencia, esperaba recuperar el pleno acceso a los préstamos externos voluntarios.

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

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

1. El programa de conversiones

La literatura académica y aplicada desde hace mucho tiempo que contiene proposiciones sobre conversión de deuda. Como dato histórico, en los años 30 muchos países latinoamericanos recurrieron a una forma de conversión basada en la recompra de sus propios bonos de deuda externa a precios substancialmente reducidos (CEPAL, 1964). Chile, por ejemplo, amortizó casi un tercio de su deuda entre 1935 y 1939, a una tasa promedio de descuento de 89% (Sanfuentes, 1987,

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

p. 29). El valor presente de todos los pagos (capital e intereses) efectuados después de iniciada la moratoria, como porcentaje del saldo de la deuda vigente al comienzo de ésta, se estima en un 31% (Jorgensen y Sachs, 1988, cuadro 1). Esto es, un descuento de 69%.

Cuadro VII.1

En el curso de la crisis de los ochenta, tales proposiciones fueron renovadas y varios países realizaron conversiones, ya sea en el marco de programas oficiales o como operaciones aisladas.¹ Hubo un aumento rápido en el volumen de conversiones. Esto se vio incentivado por los elevados descuentos de los pagarés de deuda en los mercados internacionales. De hecho, el descuento promedio de los papeles de los países en desarrollo subió de un 38% en 1986 a un 66% en 1989 (véase el cuadro VII.1).

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

Cuadro VII.2

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

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

² Estudios del caso chileno son presentados en Banco Central (1988), Elórtegui (1988), Errázuriz (1987), Fontaine (1988), y Larraín y Velasco (1990).

nuevamente, dejando así espacio para la oferta adicional de pagarés en pesos del Banco Central y otros deudores.

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

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

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

Otras formas importantes de reducción de la deuda correspondían a la capitalización de préstamos previamente asociados con inversión extranjera, a recompras directas por parte del Banco Central, a recompras de deudores privados, y a descuentos y condonaciones obtenidas por deudores en mala situación financiera. Hubo una gran heterogeneidad en las implicaciones de bienestar nacional de los diversos mecanismos de conversión.

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

Cuadro VII.3

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

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

2. Efectos de la capitalización de deudas

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

Bajo el Capítulo XIX se convirtió un total de US\$ 3.160 millones. Además, hubo conversión directa en capital de préstamos asociados originalmente con inversión extranjera bajo el Decreto 600 por US\$ 280 millones. La deuda se redujo, así, en US\$ 3.400 millones. Las operaciones eran aprobadas caso a caso por el Banco Central, sin licitación y sin el cobro de una comisión, que le permitiera al Banco recuperar parte del notable costo incurrido en el rescate de los deudores privados durante la crisis de la deuda. En general, imperó una actitud permisiva, salvo en el caso de las “grandes operaciones de la minería del cobre u otros proyectos con posibilidades de recibir aportes en moneda extranjera”.⁴ No obstante, y como se señala a continuación, el monto de la inversión extranjera neta en efectivo fue baja hasta 1989, lo que sugiere que en la práctica fue desplazada en algún grado por la inversión financiada con pagarés. De hecho, un estudio del Banco Mundial revela que hubo sustitución en el caso de los inversionistas no bancarios (Bergsman y Edisis, 1988). Volveremos a esto más abajo.

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

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

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

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

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

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

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

del Capítulo XIX en la minería del cobre.

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

i) Capitalización de autopréstamo en compañías transnacionales

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

No obstante, ¿por qué los acreedores capitalizaron una parte de la deuda en este caso? Una de las razones es que el riesgo de sufrir la reprogramación de los pagos del principal e intereses de la deuda es mayor que en el caso del “capital de riesgo”. Esto fue, de hecho, lo que se produjo en los años ochenta en las naciones deudoras. En efecto, hubo reestructuraciones del servicio de la deuda y situaciones de atrasos y moratorias en muchos países. En cambio, el “capital de riesgo” no resultó riesgoso en ese sentido.

ii) Tasa variable de remesas de utilidades

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

Datos referentes a la IED originada en compañías estadounidenses, demuestran que, después de los *shocks* de 1981-82, las utilidades de la IED cayeron considerablemente, pero las remesas experimentaron un leve aumento. Es así que la tasa de remesa (como porcentaje de las

utilidades netas) subió de un 46% en 1980-81 a un 88% en 1984-86. ⁶ Se constata así que la IED gozó de mayor flexibilidad que el acreedor crediticio para retirar utilidades remesables y reservas por concepto de depreciación, durante la crisis de la deuda.

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

El mismo comportamiento procíclico es registrado por la IED en Chile (cuadro VII.4). La IED neta disminuyó bruscamente, desde un promedio anual de US\$ 332 millones en 1980-82 a US\$ 84 millones en 1983-86. Además es posible observar un cambio sustancial en las transferencias netas entre Chile y los inversionistas extranjeros, desde una cifra positiva de US\$ 217 millones anuales en 1980-82 a un nivel negativo de US\$ 32 millones en 1983-86. Pero es indudable que su comportamiento fue mucho más favorable que el de la banca acreedora y los flujos de corto plazo (ver cuadro VI.3, del capítulo anterior). Posteriormente, hubo una recuperación de la IED neta, pero las remesas de utilidades también crecieron notoriamente, tal como se observa en el cuadro VII.4. ⁷

Cuadro VII.4

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

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

⁶ Cálculos del autor para América Latina que se basan en Lahera (1987) y US Department of Commerce, *Survey on Current Business*. En 1980-81 las remesas anuales alcanzaron un promedio de US\$1.680 millones, y US\$1.920 millones en 1983-86. En 1983 las remesas fueron superiores a las utilidades; por lo tanto, en 1983 hubo un reparto de utilidades no distribuidas en años anteriores. La IED fue perdiendo importancia relativa frente al aumento acelerado de la deuda bancaria en los setenta, por lo que las cifras involucradas son muy pequeñas en comparación con los pagos de intereses, del orden de US\$ 30 mil millones.

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

el crédito bancario resultase más riesgoso para los acreedores que la IED típica.

Los acreedores reconocían que las esperanzas de normalizar rápidamente las relaciones con los países deudores eran poco realistas.⁸ La percepción dominante era que la deuda bancaria enfrentaba con alta probabilidad las dos alternativas siguientes. Una era la reprogramación a largo plazo, con topes a las tasas de interés o financiamiento “involuntario” de los pagos de interés. La otra era la conversión de deuda antigua a deuda nueva, con un descuento a favor del país deudor. El descuento podría tender a acercarse a los descuentos del mercado, que en 1989 promediaron un 66% para el país en desarrollo típico (cuadro VII.1). Por otra parte, parecía más complicado para la nación deudora (o “valer menos la pena”, dado que el *stock* de la IED era notablemente menor que el de la deuda) modificar las reglas que rigen las remesas de IED. De hecho, el servicio de la deuda se “subordinó” al servicio de la IED.

En consecuencia, dejando de lado por el momento la ganancia de capital implícita en el descuento sobre el pagaré que era captado por el inversionista con pagarés, es probable que para alcanzar un punto de indiferencia, la utilidad esperada debiese ser inferior a los intereses esperados. La evidencia sugiere que en las conversiones deuda-capital sucedía precisamente lo contrario: el capital accionario se ofrecía a precios castigados por la recesión, a lo que se adicionaba el descuento captado por el inversionista del Capítulo XIX.

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

Cuadro VII.5

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

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

iv) La valoración del capital convertido

Un tercer efecto que opera en la misma dirección --a favor del inversionista extranjero que convierte deuda en capital en el país deudor-- es que durante los períodos de recesión el precio de los activos productivos nacionales decae; los precios de las acciones, de hecho, tienden a ser muy procíclicos. El cuadro VII.6 muestra las notables fluctuaciones reales del índice de precios de las acciones (en pesos) en los ochenta.⁹ El índice, además de inestable, estuvo notoriamente deprimido; por ejemplo, entre el segundo semestre de 1980 y 1985, el índice real de precios de la bolsa había caído 64%. Esas fluctuaciones se acentúan al expresar el índice en su equivalencia en dólares (lo que permite su cruce con antecedentes relativos a la conversión de deuda externa). Dado que la recesión involucró también una devaluación del tipo de cambio, como mecanismo de ajuste para enfrentar los *shocks* externos, la tendencia anterior se hace más marcada al expresar los precios de las acciones en su equivalente en dólares, mostrando una caída real que se eleva a 77%. Por lo tanto, al iniciarse las conversiones, en 1985, el espacio para recuperación era enorme. De hecho, hacia 1989 el índice real en dólares se había recuperado 187%. Si estos precios se utilizan como referencia al evaluar la conversión de deuda en IED que se concentra en la compra de empresas locales existentes, el diferencial entre el valor presente esperado de las tasas de utilidad y las tasas de interés, que es negativa para el país anfitrión, se verá aumentada significativamente.

Cuadro VII.6

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

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

La devaluación es, sin duda, un mecanismo reasignador muy apropiado en un programa de ajuste que enfrenta restricciones externas. Naturalmente, implica simultáneamente que los mismos bienes del país resultan más baratos, en términos de dólares, para los compradores extranjeros. Esto significa que, hipotéticamente, muchos países deudores podrían ser “comprados” con mayor facilidad por sus acreedores. Por ejemplo, una estimación de los activos productivos transables del sector privado en Chile indicaba un valor de alrededor de US\$ 12 mil millones (Garcés, 1987, p. 867), mientras que la deuda bancaria de mediano y largo plazo ascendía a US\$ 14 mil millones al inicio del programa de conversión.

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

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

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

Dados los descuentos que prevalecían en el mercado secundario internacional, existía una renta económica inherente a ser distribuida entre los agentes que participan en la conversión. Potencialmente, el descuento podría haber sido captado por las naciones deudoras.

Esta sería una contrapartida o compensación por los considerables costos incurridos en el proceso de ajuste desde comienzos de la década de los '80.

El Capítulo XIX implicó una ganancia considerable de capital o subsidio implícito para los inversionistas que operaron con pagarés de deuda. El subsidio o diferencial tendió a desplazar la inversión extranjera en dinero efectivo, en favor de la inversión a través de pagarés. En los primeros cuatro años y medio en que estuvo en vigor el Capítulo XIX, los pagarés de deuda externa fueron reconocidos en Chile a un precio promedio de 88% del valor par. El descuento, entonces, fue captado en una proporción muy significativa por el inversionista extranjero. De hecho, sólo entre un quinto y un tercio del descuento del mercado fue captado por el Banco Central o por otros deudores (cuadro VII.5), con una media de 30% (12 de los 39 puntos). El 70% fue captado por acreedores o inversionistas extranjeros. Este saldo de renta económica, que fue distribuido sin mediar licitaciones u otro mecanismo de asignación transparente, alcanzó un monto de US\$ 870 millones (líneas I.3-I.2 del cuadro VII.5).

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

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

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

retirar el capital y utilidades, los inversionistas estarían afectados a la tasa de cambio oficial.

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

c) *El flujo de inversión extranjera en efectivo*

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

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

Es evidente que la opción de financiar la inversión con pagarés de deuda transados a un descuento sustancial en los mercados internacionales, y luego rescatados en Chile cerca de su valor par, tiende a ser más rentable para el inversionista extranjero que la inversión directa de dinero efectivo en Chile. La IED neta en efectivo alcanzó un promedio anual de US\$ 166 millones en 1987-89, exhibiendo un notorio descenso respecto de los US\$ 332 millones alcanzados en 1980-82 (véase el cuadro VII.4), y estando también por debajo de las estimaciones oficiales de US\$ 315 millones al año proyectadas a mediados de 1985 para el período 1986-88 (Ministerio de Hacienda, 1985).¹²

La IED neta se recuperó en 1989, elevándose a US\$ 270 millones; un componente nuevo significativo fueron los US\$ 87 millones correspondientes a los fondos de inversión autorizados

¹² Todas las cifras se refieren a "capital de riesgo". El flujo neto de créditos relacionados con el IED alcanzó a US\$ 385 millones en 1988.

a operar en la bolsa de valores, con una reducida tasa de impuesto a las remesas de utilidades (una distorsión que premia la inversión “financiera” en desmedro de la creación directa de capacidad productiva).

La brecha entre las mencionadas proyecciones y los resultados efectivos puede reflejar que inversiones que pudieron haberse efectuado en dinero efectivo fueron desplazadas por pagarés de deuda.

En algunos casos el subsidio implícito es, sin duda, determinante de la decisión de invertir. En otros casos la existencia del subsidio es un incentivo para que el inversionista extranjero cambie la forma de la inversión que tenía intención de hacer de todas maneras. En lugar de financiarlas con dinero fresco, y sujeto al tipo de cambio oficial, naturalmente preferirá cubrirla con pagarés comprados con un descuento que capta para sí. Dado que las operaciones vía Capítulo XIX fueron realizadas simultáneamente con una privatización de empresas chilenas, en un marco de escasa capacidad local para adquirirlas y un tipo de cambio oficial alto (depreciado), el precio de tales empresas para los extranjeros resultó bajo, y su rentabilidad esperada era alta.

La tendencia a desplazar la inversión en efectivo podría haber sido contrapesada sistemáticamente con disposiciones que exigieran un aporte específico en dinero por cada conversión de pagarés. En Chile, algunas grandes operaciones comprendieron ambas formas de inversión extranjera. Esta es una manera de promover los aportes en efectivo, sólo entonces traspasando a los que operaban a través de la conversión parte del subsidio implícito o tasa de cambio preferencial (ver Bouzas y Ffrench-Davis, 1990).

Existe una segunda clase de información, a nivel microeconómico, basada en un estudio conducido por la Corporación Financiera Internacional (Bergsman y Edisis, 1988), en base a información de inversionistas que operaron con pagarés de la deuda en Argentina, Brasil, Chile y México. Los datos se presentan en forma agregada para los cuatro países, pero se diferencian entre inversionistas bancarios y no bancarios. En el caso de los primeros, el estudio revela que ninguna de las inversiones efectuadas por los bancos se habría producido sin un programa de conversión (Bergsman y Edisis, 1988, p. 8). En el caso de los inversionistas no bancarios, un 33% de las transacciones estudiadas fueron adicionales y un 10% parcialmente adicionales; por consiguiente, más de la mitad involucró desplazamiento de IED que, en ausencia de la conversión, se habría realizado en dinero fresco en las transacciones cubiertas por el estudio.

Es importante destacar que las conversiones por sí mismas reducen la deuda, pero no proveen financiamiento en la cuenta de capital. La literatura que se refiere a los agentes que realizan conversiones tiende equivocadamente a relacionar el volumen de ésta con una afluencia adicional de capital y con un aumento de la inversión interna (ver algunos fragmentos en Banco Central, 1988).

Si hay una conversión deuda-capital con una firma local ya existente, no se produce ningún efecto directo en la inversión interna global. Sólo se trata de un traspaso de propiedad productiva. Si el financiamiento interno obtenido con la conversión se utiliza directamente para crear nueva capacidad productiva, *ceteris paribus* se produce un aumento de la formación de capital. Sin embargo, de hecho, esto no es financiado por una afluencia neta de capital, sino por el mercado de capitales local, como, por ejemplo, con los fondos recibidos por el inversionista que vende, en el mercado secundario interno, los pagarés en pesos extendidos por el Banco Central. La venta de esos papeles en el mercado secundario local tiende a presionar las tasas de interés al alza y a desplazar a inversionistas nacionales. Cabe reiterar que las conversiones no proveen financiamiento externo de manera directa y en muchos casos se limitaron a comprar activos existentes. Sin embargo, si pueden mejorar las expectativas del mercado.

d) *Otros efectos*

Los efectos directos en la balanza de pagos son de suma importancia en una crisis de deuda externa, pero existen también otros efectos interesantes. Algunos de ellos se reseñan a continuación.

Uno de los más significativos es la relación entre la IED y el desarrollo productivo, y la capacidad para sustentar una política económica nacional. ¿Puede la IED ser reconciliada con el desarrollo nacional y una política nacional elaborada por el propio país? Desde luego que puede ser reconciliada; más aún, puede ser un complemento significativo. La IED puede aportar financiamiento, tecnología y mejor acceso al mercado para las exportaciones.

Este último argumento es, sin duda, más valedero si, en lugar de involucrar la desnacionalización de empresas existentes, la IED contribuye principalmente a aumentar la capacidad productiva junto con una inversión vigorosa por parte de las firmas locales.

¿Qué ha pasado con la inversión interna *pari passu* con la capitalización de deuda? El coeficiente de inversión bruta en capital fijo (FBCF) registrado en 1987-89 era compatible con un

crecimiento de la capacidad productiva de 4% (capítulo I; y Marfán, 1992, cuadro 5). Consideraremos dos interpretaciones alternativas del aumento de la tasa de inversión, de un 14,8% en 1985 a un 17,4% del PIB en 1987-89 (todas cifras en precios de 1977).

Una interpretación extremadamente conservadora supone que el coeficiente de formación de capital en 1985 reflejaba un valor de tendencia estable.¹³ Luego, el alza posterior sería un efecto inducido por la política económica, en parte, asociado a las conversiones de deuda y al ajuste estructural que se producía en ese período. Es evidente que el supuesto de que un coeficiente de inversión bruta de 14,8% era un valor estable resulta indefendible. Esta tasa sólo era capaz de sustentar un crecimiento de la capacidad productiva del orden de 2,5% anual.

Es fácil deducir de los antecedentes expuestos junto con la información de que la IED vía DL 600 también aumentó, que el coeficiente de FBCF de inversionistas locales (neto de activos traspasados a extranjeros) disminuyó entre 1985 y 1987-89. Esto refleja un traspaso masivo de empresas existentes a conversionistas extranjeros, sin la suficiente creación de nueva capacidad por parte de los productores nacionales. En todo caso, está claro que, no obstante una cantidad considerable de conversiones y de recuperación de la IED, la inversión global siguió en un nivel reducido, estando significativamente por debajo de los años sesenta.

Resulta bastante ilustrativo constatar que un alto porcentaje de las operaciones iniciales fueron meros traspasos de actividades existentes. En varios casos, también, la conversión deuda-capital involucró a firmas que producen bienes y servicios no comerciables internacionalmente (Errázuriz, 1987). Con el tiempo, esa tendencia se modificó abarcando, en forma creciente, la expansión de la producción de exportables. Según antecedentes del Banco Central a julio de 1990, poco menos de la mitad del monto operado correspondió a proyectos nuevos o ampliaciones.

La implicación del traspaso de activos de productores de bienes no transables es que no existe aporte por parte del inversionista extranjero en cuanto a un mejor acceso a mercados de exportación, y que las futuras remesas de utilidades no se ven contrapesadas por un aumento en la oferta de divisas. Desde luego, lo mismo sucedería si las operaciones de conversión se efectuaran con los actuales productores de bienes exportables y posteriormente las exportaciones no aumentarían significativamente.

¹³ En Agosin (1998) y Solimano (1990) se examina empíricamente el comportamiento de la FBCF en Chile. En ambos, el ambiente macroeconómico y la correcta alineación de precios, como el tipo de cambio, son determinantes del desempeño de la inversión.

A inicios de 1990, el Banco Central anunció políticas que involucraron mayor selectividad del Capítulo XIX. Fueron excluidos del acceso al Capítulo XIX las inversiones en inmuebles, seguros, AFP, fondos de inversión, agencias de valores y, en general, servicios financieros; se dio prioridad a la creación o ampliación de empresas especializadas en la producción de rubros transables internacionalmente (Garcés, 1990). Con la reaparición de la oferta de capitales privados desde principios de los noventa, los precios de los pagarés se elevaron rápidamente, en especial los de Chile, gracias a la calidad de la transición a la democracia y de la política macroeconómica, situándose por sobre 90% en 1992.¹⁴ Así, murió naturalmente el mecanismo oficial de conversión de deuda entre 1990 y 1991.

3. Algunas conclusiones para las naciones deudoras

A menudo se afirmaba que al reducir la exposición de los acreedores, con conversiones deuda-capital, se contribuía a la reanudación del crédito voluntario. En primer lugar, debe aclararse a qué se refiere la afirmación. No hubo refinanciamiento "voluntario" de la deuda antigua.¹⁵

Sí, en cambio, varios PALs tuvieron a fines de los ochenta algún acceso a financiamiento voluntario para proyectos rentables de inversión, como lo tuvo Chile de manera creciente. ¿En qué medida esto dependió del Capítulo XIX o fue función de las oportunidades de inversión, de la política macroeconómica y de la estrategia exportadora en el país deudor? Lo probable es que los tres últimos sean los determinantes. No puede ignorarse, por otra parte, el papel decisivo desempeñado por el alto precio del cobre. En el bienio 1988-89 éste involucró un aporte extraordinario a la cuenta corriente de la balanza de pagos del orden del 8% del PIB de 1989.

Segundo, la conversión fue incentivada por los descuentos existentes en el mercado secundario de la deuda. No obstante, el mismo descuento desincentivó la reanudación de los créditos voluntarios, que una vez concedidos el mercado valorizaría por debajo de la paridad. Un mayor volumen de conversiones a partir de 1985 se produjo *pari passu* con una caída en el

¹⁴ En 1990 se reconvirtieron US\$ 1.096 millones, de los cuales US\$ 418 millones correspondieron al Capítulo XIX, con un precio promedio de 67% y una redenominación de 81%. Así la renta económica captada por los intermediarios se redujo desde 23 puntos en 1989 a 14 puntos en 1990.

¹⁵ Debido al "efecto rebaño" entre los banqueros, los países cuya exposición había disminuido más fuertemente siguieron siendo negativamente afectados por la alta exposición de los deudores restantes (Devlin, 1989). Este "efecto rebaño" resultó perjudicial incluso para Colombia, en donde el crédito externo en la década de los setenta fue utilizado moderada y eficientemente (Bacha, 1983; Dornbusch, 1988a, p. 67).

precio de los pagarés. El precio promedio para países en desarrollo cayó desde 62% en 1986 a 34% en 1989, incluido el de Chile que decreció de 66% a 60% (véase el cuadro VII.1). Todavía en 1989, la percepción de que el problema de la deuda no estaba siendo solucionado era más poderosa que la presión de la demanda ejercida por las conversiones que se realizaron con títulos de numerosos países deudores.

Los efectos positivos de la conversión deuda-capital están concentrados principalmente en el ahorro actual del pago de intereses, en un período de gran escasez de financiamiento externo, también contribuyó a un mayor conocimiento de la economía nacional por parte de los inversionistas extranjeros, y como una variable de negociación con los acreedores. Simultáneamente, están las diversas desventajas y riesgos descritos en otras partes de este capítulo. Esto implica que hay conversiones positivas y negativas: en el texto se ha destacado que la variedad estuvo presente en la reciente experiencia de Chile.

Las conversiones deuda-capital pueden desempeñar un rol positivo en el desarrollo nacional siempre y cuando adhirieran a reglas, tales como las siguientes: (a) el descuento fuese retenido principalmente por el país, ya sea por intermedio de negociación o subasta. Esto involucra pagar por los pagarés un precio similar a la cotización del mercado internacional, como sucedió en casos de prepago de deuda por el Banco Central, y no una cifra sustancialmente mayor, como sucedió en el Capítulo XIX. No se justifica que el inversionista extranjero con pagarés reciba un tipo de cambio tan preferencial, en contraste con el trato a los restantes inversionistas nacionales o extranjeros. (b) Las transacciones se centren en aumentar la capacidad productiva, principalmente en bienes exportables, de manera de aliviar la restricción externa.

REFERENCIAS

- Agosin, M. R. (1998), "Capital inflows and investment performance: Chile in the 1990s", en Ffrench-Davis y Reisen (1998).
- Bacha, E. (1983), "Apertura financiera y sus efectos en el desarrollo nacional", en Ffrench-Davis, ed., *Las relaciones financieras externas: su efecto en la economía latinoamericana*, Lecturas de El Trimestre Económico, N°47, Fondo de Cultura Económica, México.
- Bergsman, J. and W. Edisis (1988), "Debt-equity swaps and foreign direct investment in Latin America", *International Finance Corporation*, Washington, D.C., August.
- Bouzas, R. and R. Ffrench-Davis (1990), eds., *Conversión de deuda y financiación del desarrollo en América Latina*, Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.
- Devlin, R. (1989), *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton
-

- University Press, Princeton.
- Dornbusch, R. (1988), "El problema de la deuda y opciones para revertir las transferencias de recursos", en IIMC (1988)
- ECLAC (1965), *External financing in Latin America* (E/CN.12/0649/Rev.1), United Nations, Santiago.
- Elórtégui, C. (1988), *Endeudamiento externo y conversión de deuda en la economía chilena*, Ediciones Universitarias de Valparaíso, Universidad Católica de Valparaíso.
- Errázuriz, E. (1987), "Capitalización de la deuda externa y desnacionalización de la economía chilena", *Documento de Trabajo* No 57, PET, Santiago, agosto.
- Felix, D. and J. Caskey (1990), "The road to default: an assessment of debt crisis management in Latin America", in D. Felix, ed., *Debt and Transfiguration? Prospects for Latin America's Revival*, M. E. Sharpe, Inc., New York.
- Fontaine, J.A. (1988), "Los mecanismos de conversión de deuda en Chile", *Estudios Públicos* N° 30, Autumn.
- Garcés, F. (1990), "Normativa vigente para la inversión extranjera (Capítulo XIX)", *Boletín Mensual* N° 747, Banco Central de Chile, Santiago, May.
- Gémines (1987), "Operaciones con pagarés (Capítulo XIX)", *Informe Gémines* N° 84, Santiago, September.
- Jorgensen, E. and J. Sachs (1988), "Default and renegotiation of Latin American foreign funds in the interwar period", *Working Paper* N° 2636, NBER, Cambridge, Ma.
- Krugman, P. (1988), "Market-based debt reduction schemes", *NBER Working Paper* No2587, Cambridge Mass.
- Larraín, F. (1988), "Debt-reduction schemes and the management of Chilean debt", World Bank, Washington, D.C., December.
- and A. Velasco (1990), "Can swaps solve the debt crisis? Lessons From the Chilean Experience", *Princeton Studies in International Finance*.
- Lahera, E. (1987), "La conversión de la deuda externa vista desde América Latina", *Revista de la CEPAL* No 32, agosto.
- Morgan Guarantee Trust (1987), "Debt-equity swaps", *World Financial Markets*, June-July.
- Sanfuentes, A. (1987), "La deuda pública externa de Chile entre 1818 y 1935", *Notas Técnicas CIEPLAN* 96, Santiago, March.
- Servén L. and A. Solimano (1993), "Economic Adjustment and Investment Performance in Developing Countries: The Experience of the 1980s", in L. Servén and A. Solimano, eds., *Striving for Growth after Adjustment. The Role of Capital Formation*, World Bank, Washington D.C.

Cuadro VII.1

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

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

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

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

Cuadro VII.2

**Conversión de deuda bancaria y deuda total vigente,
en países deudores seleccionados**

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

Filipinas	18,3	10,2	28,7	68,3
México	1,4	9,5	93,8	46,9

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

Cuadro VII.3

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

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

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

^a Incluye US\$ 91 millones correspondientes a Fondos de inversión. ^b Incluye US\$ 440 millones correspondientes a dos licitaciones del Banco Central; US\$ 357 millones se destinaron a fruteros afectados por el caso de sabotaje en USA de las uvas); US\$ 506 millones son de prepagos al amparo del convenio de reestructuración de la deuda externa (cláusula 5.12).

Cuadro VII.4

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

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

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

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

Cuadro VII.5

Capitalización del Capítulo XIX: volumen y precios, 1985-89

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

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

Cuadro VII.6

**Indice general de precios de acciones en pesos
y convertido a dólares de 1980**
(Indices 1980 = 100)

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

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

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