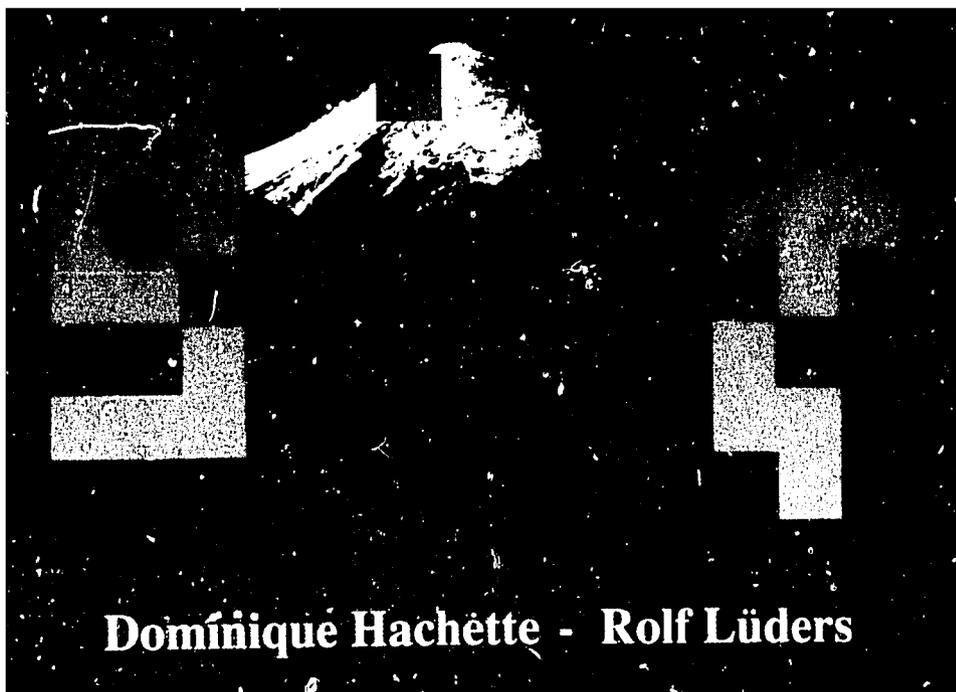


PN-ARM-25979267

LA PRIVATIZACION EN CHILE



Domínique Hachette - Rolf Lüders



Privatización en Chile

. 6 .

El Centro Internacional para el Desarrollo Económico (CINDE), es un instituto sin fines de lucro fundado en 1985 para estimular el diálogo internacional sobre política económica, crecimiento económico y desarrollo humano. El Centro auspicia conferencias, publicaciones y proyectos conjuntos de investigación mediante una red internacional de institutos corresponsales, los que distribuyen publicaciones tanto del Centro como de otros miembros de la red. Las inversiones del Centro y el programa de publicaciones están organizados alrededor de cinco series: Estudios Sectoriales, Estudios de Países, Estudios en Desarrollo Humano y Bienestar Social, Ensayos Ocasionales y una serie de reediciones.

El CINDE está afiliado al Instituto de Estudios Contemporáneos (ICS) de Estados Unidos. Tiene su sede en Panamá y las oficinas administrativas en San Francisco, California.

Para mayor información se ruega contactar al Centro Internacional para el Desarrollo Económico, 243 Kearny Street, San Francisco, California 94108, USA, teléfono: (415)981-5353; fax: (415)986-4878.

Consejo Directivo de CINDE

- | | |
|---|---|
| <p>Y. Seyyid Abdulai
<i>Fondo de Desarrollo de OPEC,
Austria</i></p> | <p>Woo-Chong Kim
<i>DAEWOO Corp., Corea</i></p> |
| <p>Abdalatif Al-Hamad
<i>Fondo Arabe de Desarrollo
Económico y Social, Kuwait</i></p> | <p>Adalbert Krieger Vasena
<i>Argentina</i></p> |
| <p>Nicolás Ardito Barletta
<i>Presidente, CINDE, Panamá</i></p> | <p>Pedro Pablo Kuczynski
<i>Perú y EE.UU.</i></p> |
| <p>Roy Ash
<i>Ach Capital Partnership, USA</i></p> | <p>Agustín Legorreta
<i>Inverlat S.A., México</i></p> |
| <p>Bruce Bobbitt
<i>Stephoe & Johnson, EE.UU.</i></p> | <p>Sol Linowitz
<i>Coudert Brothers, EE.UU.</i></p> |
| <p>Raymond Parre
<i>Francia</i></p> | <p>Jorge Mejía Salazar
<i>Colombia</i></p> |
| <p>Roberto Campos
<i>Senador Nacional, Brasil</i></p> | <p>Saburo Okita
<i>Instituto de Estudios de las Políticas
Nacionales e Internacionales, Japón</i></p> |
| <p>Carlos Manuel Castillo
<i>Costa Rica</i></p> | <p>Tomás Pastoriza
<i>Banco de Desarrollo Dominicano, S.A.
República Dominicana</i></p> |
| <p>A. Lawrence Chickering
<i>Centro Internacional para el Desarrollo
Económico, EE.UU. (ex officio)</i></p> | <p>John Petty
<i>Banco Internacional de Desarrollo, BID.</i></p> |
| <p>Gustavo Cisneros
<i>Organización Diego Cisneros,
Venezuela</i></p> | <p>Hari Shankar Singhania
<i>J.K. Organization, India</i></p> |
| <p>Roberto Civita
<i>Editora Abril, Brasil</i></p> | <p>Stephan Schmidheiny
<i>ANOVA A.G., Suiza</i></p> |
| <p>A.W. Clausen
<i>Bank America Corporation,
EE.UU.</i></p> | <p>Anthony M. Solomon
<i>S.G. Warburg (USA), Inc., EE.UU.</i></p> |
| <p>Robert B. Hawkins, Jr.
<i>Institute for Contemporary Studies,
EE.UU.</i></p> | <p>J.J. Vallarino
<i>Consejo Interamericano de Comercio y
Producción, Panamá</i></p> |
| <p>Ivan Head
<i>International Development Research
Center (IDRC), Canadá</i></p> | <p>Amnuay Viravan
<i>Bangkok Bank Limited, Thailand</i></p> |
| | <p>Paul A. Volcker
<i>EE.UU.</i></p> |

Privatización en Chile

Dominique Hachette
Rolf Lüders



Una publicación del Centro Internacional
para el Desarrollo Económico CINDE

1992 Centro Internacional para el Desarrollo Económico (CINDE). Impreso en Chile. Todos los derechos reservados. Ninguna parte de esta publicación puede ser reproducida sin permiso escrito, excepto en casos de breves citas en artículos críticos y reseñas.

La publicación significa que el Centro considera que el trabajo esta hecho de forma competente y es digno de consideración pública. Las opiniones, análisis y conclusiones del trabajo son aquellas de los autores y no deben ser atribuidos al CINDE, sus organizaciones afiliadas, su consejo directivo o las organizaciones que lo apoyan.

Consultas, órdenes y solicitudes del catálogo deben dirigirse a ICS Press, 243 Kearny Street, San Francisco, California 94108, EEUU. Teléfono (415) 981-5353, Fax (415) 986-4878.

ISBN: 1-55815-176-1

Indice

<i>Prefacio</i>		9
Capítulo I	Introducción	13
Capítulo II	El marco económico, 1973-1989	25
Capítulo III	Objetivos ideológicos y económicos de la privatización en Chile	51
Capítulo IV	El proceso de privatización en Chile	73
Capítulo V	Impacto fiscal de la privatización	103
Capítulo VI	Otros efectos de la privatización	149
Capítulo VII	¿Son diferentes las empresas privadas y públicas?	181
Capítulo VIII	Dos casos polémicos: CAP y ENDESA	195
Capítulo IX	Lecciones de la privatización en Chile	235
<i>Apéndices</i>		255
<i>Lista de cuadros</i>		301
<i>Referencias</i>		303

Prefacio

Después de varias décadas de políticas sustitutivas de importaciones y, en general, de fuerte intervención del Estado en la economía, Chile fue el primer país de América Latina en emprender un profundo ajuste estructural de su economía. Es más, este ajuste se inició a mediados de los '70, después de un intento de centralizar absolutamente el sistema económico, que tuvo como una de sus consecuencias que el sector de empresas estatales llegara a comprender las 600 mayores del país, aportando el 39% del Producto.

El libro **Privatización en Chile**, de los Profesores de la Pontificia Universidad Católica de Chile, señores Dominique Hachette y Rolf Lüders, describe la privatización masiva, que se realizó entre 1974 y 1990 como parte del ajuste estructural mencionado, de la inmensa mayoría de las empresas estatales chilenas. Luego analiza sus efectos sobre el fisco, y el empleo, el mercado de capitales, la eficiencia asignativa y el uso de los recursos al interior de las empresas, etc.

La experiencia chilena en materia de privatizaciones es particularmente interesante por la magnitud de las privatizaciones en relación al tamaño de la economía, por la variedad de métodos de privatización utilizados, por la amplitud de la cobertura sectorial de las enajenaciones, y por el tiempo transcurrido desde que se

llevaron a cabo las primeras privatizaciones, lo que permitió a Hachette y Lüders cuantificar sus efectos. Es más, un número significativo de privatizaciones se revirtieron, principalmente como consecuencia de la crisis económico-financiera de 1982-1983, cuyos efectos posiblemente se agravaron por los resultados de las propias privatizaciones realizadas anteriormente. La lección permitió a las autoridades encarar la reprivatización de las empresas aludidas, y las enajenaciones posteriores de los principales servicios públicos del país, por métodos distintos.

La rápida evolución de la economía chilena, durante el período de las privatizaciones, se reflejó tanto en diferentes objetivos económicos perseguidos por el programa de enajenación de empresas públicas, como en esquemas de regulación distintos para las privatizadas. Si bien en un comienzo tuvo prioridad la recaudación de recursos para el fisco, más adelante, se privilegió la difusión de la propiedad. Este hecho permitió a los autores hacer resaltar la estrecha relación existente entre objetivos y métodos de privatización, e ilustrar el grado en que los programas chilenos pudieron cumplir con sus metas. Igualmente, Hachette y Lüders recogen la influencias del medio en los efectos de las privatizaciones, especialmente en cuanto a eficiencia asignativa se refiere.

Dentro de la literatura sobre la materia, *Privatización en Chile* se destaca por el énfasis que sus autores ponen en la cuantificación de los efectos de las privatizaciones y en la ilustración de la importancia del medio y los métodos de privatización sobre dichos efectos. En ese sentido, el libro es especialmente útil para aquellos formuladores de política económica que deben definir una estrategia de privatización, incluyendo las medidas complementarias necesarias para lograr los objetivos de política económica general que se persiguen.

Dr. Nicolás Ardito Barletta
Director General
Centro Internacional para el Desarrollo Económico (CINDE)

Ciudad de Panamá, Panamá
Abril de 1992

Agradecimientos

Tenemos una deuda especial de gratitud con José Martínez, quien dedicó parte de su valioso tiempo para introducirnos en las complejidades de la administración de las privatizaciones y nos proporcionó gran cantidad de la información básica. Debemos, asimismo, agradecer la hábil colaboración de Angel Cabrera en el Capítulo V, Sebastián de Ramón en el Capítulo VII y sus apéndices metodológicos, y Jorge Kaufman en el estudio de las regulaciones que afectaron a algunos sectores claves de la economía. Cecilia Cifuentes, Angélica Jaramillo y Tomás Fernández prestaron una valiosa ayuda en la paciente recolección, manejo y presentación del material. Los comentarios de Jorge Cauas, Cristián Larroulet, Bruno Philippi y Gert Wagner fueron particularmente valiosos. Los representantes de CAP, CORFO, ENDESA y otras empresas consultadas colaboraron generosamente. Agradecemos especialmente a María Eulalia Morales C. por su desinteresada labor de producción del libro, y a Thomas Conelly, quien en forma diligente editó nuestra versión original en inglés. Myriam Abarca y Ana María Saguez, responsables de la mecanografía y edición, también merecen nuestro reconocimiento especial. La investigación en la cual se basó este libro fue posible gracias al generoso aporte del Banco Mundial, CORFO, CAP y FONDECYT.

Los resultados, interpretaciones y conclusiones expresadas en este libro corresponden exclusivamente a los autores y no necesariamente representan los puntos de vista y/o políticas de los organismos y colaboradores anteriormente mencionados.

Introducción

OBJETIVO DEL LIBRO

El crecimiento económico de muchos países del mundo después de los años '30 se ha caracterizado por una creciente intervención estatal y, en particular, por un incremento espectacular de la propiedad y administración pública de las actividades económicas. Habitualmente la justificación para esto se encuentra en las llamadas deficiencias del mercado, explicación que se puso muy de moda después de la Gran Depresión y que recibió un fuerte apoyo intelectual de Keynes. Los dos argumentos principales utilizados para sustentar esta posición fueron el de los monopolios naturales para la producción de servicios valorados socialmente y el de las imperfecciones del mercado de capitales en presencia de grandes economías de escala, y las características tecnológicas de esos mismos servicios. Las consideraciones sobre distribución del ingreso también fueron importantes para justificar el desarrollo de empresas públicas, que según se argumentaba, podían ser usadas para estabilizar el empleo y mejorar al sector más pobre mediante precios controlados y una amplia distribución de determinados servicios.

Se mezclaron argumentos económicos y políticos, de modo que, en el mejor de los casos, la falta de evidencia empírica no

pudo justificar el crecimiento de la preponderancia estatal. En la mayoría de los casos, estos argumentos fueron usados ingeniosamente para seudojustificar a los partidos políticos, hambrientos de poder, en nombre del mejoramiento de las condiciones sociales, peculiaridad del período posterior a la Depresión que se hizo aún más patente después de la Segunda Guerra Mundial en muchos países en desarrollo.

Sin embargo, los acontecimientos han dejado en evidencia diversas debilidades serias de las empresas públicas (y de la intervención estatal en general), como son el mal manejo, y el hecho de que son fuente de déficit público y de inflación. La justificación para la intervención económica estatal a través de las empresas públicas, basada en las fallas del mercado, también pierde fuerza frente a los cambios tecnológicos que reducen la importancia de los monopolios naturales, por un lado, y el fortalecimiento de los mercados de capitales y del Sector Privado, por el otro, lo que en general permite a este último realizar grandes proyectos, incluso más allá de lo que ha sido capaz tradicionalmente. Más aún, la enorme ineficiencia en la distribución de los servicios públicos hizo que surgieran contradicciones escandalosas con los objetivos de redistribución, a la vez que las ineficiencias administrativas no permitieron lograr tanto la eficiencia interna como la eficiencia en asignación, a pesar de que en algunos casos se consiguió eficiencia técnica que, por algún motivo, muchos consideraron suficiente y que durante los años '70 fue objeto de orgullo.

Se produjo una sana reacción frente al creciente control de las empresas estatales en los países desarrollados como Inglaterra y España, y en países en desarrollo como Bangladesh y Chile, en particular. Esta es la historia del proceso de privatización chileno. El principal objetivo de este libro es explicar en profundidad las razones de la privatización, la forma en que se realizaron los traspasos de las empresas estatales al Sector Privado, las dificultades enfrentadas, las condiciones impuestas para asegurar la eficiencia tanto de las empresas públicas como privadas, junto con otros aspectos de la preparación de las empresas estatales para su enajenación, los efectos del proceso de privatización en las cuentas fiscales, el ahorro y la inversión, el mercado de capitales, el empleo, la distribución de la propiedad y la administración. Este libro destaca el papel que tuvieron en la privatización los principales cambios estructurales realizados por el Gobierno Militar que subió al poder a fines de 1973; en par-

ricular aquellos cambios diseñados para revertir las antiguas tendencias y favorecer al Sector Privado, el cual se convertiría en el principal actor (aunque no exclusivo) de la nueva estrategia de desarrollo.

Este no es un libro teórico ni ideológico. La intención es presentar un estudio del proceso de privatización en la forma más justa y objetiva posible, con la esperanza de que las ideas y experiencias narradas beneficien a otros países en proceso de privatización o que estén considerando la enajenación de empresas estatales. Este no es un libro de recetas ni un manual de privatización del tipo "hágalo usted mismo". La insistencia de los autores en un contenido positivo, en contraposición a un contenido normativo, también tiene el objetivo de reducir el campo de los juicios de valor, que ha sido la forma habitual de enfocar el tema general, propiedad privada versus propiedad pública, e incentivar así la aclaración de conceptos errados sobre el tema.

IMPORTANCIA DE LA EXPERIENCIA CHILENA

El caso de Chile es particularmente interesante dada la importancia de las empresas públicas en el PGB (39 por ciento) al iniciarse el proceso de privatización y la profundidad del proceso en sí: después de enajenar alrededor de 500 empresas, la participación de las empresas estatales en el PGB cayó al 16 por ciento (Cuadros I-1 y I-2).

Hasta la Gran Depresión de los años '30, las empresas estatales desempeñaban un papel limitado en Chile. Posteriormente las condiciones cambiaron y desde esa fecha hasta que los militares tomaron el poder a fines de 1973, hubo una fuerte y creciente intervención en la economía por parte de la mayoría de los gobiernos de turno. Parte de esa ingerencia se realizó mediante la creación y administración de empresas estatales. En este contexto, CORFO (banco estatal de desarrollo) se convirtió en un instrumento clave. Durante sus primeros años de existencia, creó varias compañías importantes relacionadas a la industria del acero (CAP), la industria de la remolacha azucarera (IANSÁ), al sector de energía eléctrica (ENDESA), etc. Posteriormente, CORFO absorbió una serie de compañías privadas que no pudieron servir los enormes créditos que habían recibido de CORFO.

CUADRO I-1: EMPRESAS ESTATALES Y/O EMPRESAS
ADMINISTRADAS POR EL ESTADO 1970-1989

	1970	1973	1983	1989
1. Empresas Relacionadas				
con CORFO	46	571	24	24
a. Subsidiarias	(46)	(228)	(23) (d)	24 (e)
b. Intervenidas	-	(325) (c)	(0) (b)	0
c. Bancos	(0)	(18)	(1)	0
2. Otras Empresas Estatales	20	22	21	18
3. Otras Inst. Financieras	2	2	2	2
4. CODELCO	0 (a)	1	1	1
TOTAL	68	596	48 (f)	45

- (a) A pesar de que CODELCO no existía, el Estado era dueño del 50 por ciento de las "grandes compañías de cobre". Este porcentaje se adquirió cuando el Estado invirtió en compañías extranjeras durante 1970 como consecuencia del proceso de "chilenización".
- (b) Después de septiembre de 1973, 350 empresas intervenidas fueron devueltas a sus dueños, la mayoría durante 1974.
- (c) Excluye las empresas intervenidas en que CORFO tenía un interés minoritario, que están incluidas en el grupo de subsidiarias.
- (d) Durante 1979, se crearon dos empresas en las que el Estado tenía participación: Litio y Télex.
- (e) Entre 1983 y 1989 se formaron las siguientes 14 empresas estatales nuevas como consecuencia de la disolución de compañías existentes:
- Empresa Eléctrica Aysén
 - Empresa Eléctrica Colbún Machicura
 - Empresa Eléctrica del Norte Grande
 - Empresa Marítima del Sur
 - Empresa de Servicios Sanitarios de Tarapacá
 - Empresa de Servicios Sanitarios de Atacama
 - Empresa de Servicios Sanitarios de Coquimbo
 - Empresa de Servicios Sanitarios del Libertador
 - Empresa de Servicios Sanitarios del Maule
 - Empresa de Servicios Sanitarios del Bío-Bío
 - Empresa de Servicios Sanitarios de la Araucanía
 - Empresa de Servicios Sanitarios de los Lagos
 - Empresa de Servicios Sanitarios de Aysén
 - Empresa de Servicios Sanitarios de Magallanes
- (f) No incluye a más de 50 compañías del "área rara" administradas indirectamente por el Estado, que pasaron a manos del Estado durante 1983 como consecuencia de la intervención estatal de algunas instituciones financieras, y que fueron privatizadas antes de 1989. Ver Capítulo IV.
- (g) Ver Apéndice I con respecto a la lista de empresas incluidas en las diferentes categorías de este cuadro.

Durante el período 1930-1973, también se crearon por ley otras grandes empresas estatales, entre ellas la ECA (Empresa de Comercio Agrícola), ENAMI (Empresa Nacional de Minería), ENAP (Empresa Nacional del Petróleo), EMPREMAR (Empresa Marítima del Estado), LAN (Línea Aérea Nacional), etc. En 1970, estaban operando 16 de estas empresas estatales "gigantes". Además, hacia fines de los años '60, el Estado incursionó en un programa de reforma agraria a gran escala, y expropió y se hizo cargo de la administración de muchos predios agrícolas. Al mismo tiempo, "chilenizó" (compró) el 50 por ciento de las grandes compañías de cobre existentes.

CUADRO I-2: PARTICIPACION DE EMPRESAS ESTATALES EN LA PRODUCCION

Sectores ¹	(porcentaje del PGB)			
	1965	1973	1981	1988
Minería	13,0	85,0	83,0	n.d.
Industria	3,0	40,0	12,0	n.d.
Servicios Públicos	25,0	100,0	75,0	n.d.
Transportes	24,3	70,0	21,0	n.d.
Comunicaciones	11,1	70,0	96,3	n.d.
Financiero	-	85,0	28,3	n.d.
Todas las Empresas				
Estatales y Adm. Pública ²	14,2	39,0	24,1	15,9 ³

FUENTE: (1) Larroulet (1983), (2) Embajada de EEUU en Chile (1985), y (3) estimaciones realizadas por los autores en base a las cuentas fiscales.

En los Cuadros I-1 y I-2 se puede apreciar el número y presencia de las empresas estatales hacia fines de la década de los '60. El primer cuadro indica que el número total de empresas estatales (excluidos los fondos expropiados y las minas "chilenizadas") era de 68 en 1970, un número todavía moderado que en 1965 producía el 14 por ciento del PGB, a pesar de que en algunos sectores como servicios públicos y transporte, las empresas estatales producían hasta el 25 por ciento del PGB del sector.

Hasta fines de la década del '60, a pesar de la creciente opo-

sición, la expansión del sector de empresas estatales aún no se había convertido en un problema, aun cuando la reforma agraria fue un punto de contienda. La elección de Salvador Allende, un socialista-marxista, modificó ese clima. Sin embargo, la nacionalización del resto de las acciones de las grandes compañías extranjeras de cobre todavía recibía el apoyo unánime del poder legislativo. La reacción contraria a la existencia de un gran sector de empresas estatales se desencadenó con la aceleración del programa de reforma agraria, la intervención generalizada de empresas industriales legalizada por un decreto ley promulgado en los años '30, durante el gobierno socialista de 100 días, y que nunca más se volvió a aplicar desde entonces, y por la compra de paquetes controladores en la mayoría de las empresas financieras y de distribución al por mayor del país.

Entre 1965 y 1973, el número de empresas controladas por el Estado aumentó de 68 a 596, excluyendo los predios agrícolas expropiados. De estas empresas, más de 325 eran firmas industriales intervenidas¹ y 18 eran instituciones financieras, incluyendo las industrias más importantes y casi todas las instituciones financieras del país (Cuadro I-1). Las propiedades agrícolas expropiadas reunían más del 60 por ciento de la tierra regada. Hubo un brusco incremento de la participación relativa del sector de empresas estatales, el que alcanzó al 39 por ciento del PGB en 1973, reuniendo el 100 por ciento de los servicios públicos, y sobrepasando el 85 por ciento de los servicios financieros y de la minería (Cuadro I-2).

La reducción significativa del sistema de empresas estatales entre 1973 y 1990, sin duda hace que la historia del proceso de privatización chileno sea particularmente interesante y señero. La diversidad de los traspasos también lo hace notable. En una Primera Ronda² (1974-1979) se traspasaron las empresas públicas no tradicionales³. Sin embargo, en gran medida, éstas volvieron al control público en medio de una severa recesión y crisis finan-

¹ Estas empresas fueron intervenidas por la autoridad durante del régimen de la Unidad Popular en virtud del Decreto Ley 520 de 1932. En virtud de dicha intervención la administración de las empresas pasó a manos del Estado.

² Ronda de traspasos.

³ Comprende las empresas intervenidas y otras más que cayeron en manos del Estado por compra o quiebra, pero excluye las empresas públicas creadas por ley o adquiridas a través de nacionalización.

ciera (1980-1983), para nuevamente ser privatizadas durante 1984-1985. En una Segunda Ronda (1985-1990), correspondía la enajenación de las grandes empresas públicas tradicionales. Finalmente, otros aspectos que hacen que la experiencia chilena sea prácticamente única, incluyen, en primer lugar, el establecimiento de nuevas reglas para las empresas públicas, que no sólo fueron estimuladas a ser eficientes, sino que también sirvieron como preparación para su enajenación y, en segundo lugar, la ingeniosa variedad de métodos de privatización utilizados.

CONCLUSIONES PRINCIPALES

Aun cuando en cada capítulo del libro se entregarán conclusiones explícitas y fundamentadas, puede ser útil destacar aquí lo que los autores consideran ser los principales resultados del análisis del proceso de privatización en Chile. En general, el proceso fue exitoso en cuanto a la distribución de la propiedad, estimuló al Sector Privado a mejorar su eficiencia, creó nuevas oportunidades de inversión y generó inéditas responsabilidades para este sector; al mismo tiempo ayudó a reducir la dependencia práctica y psicológica del poderoso y omnipresente Sector Público. El proceso también fue exitoso al convencer a grupos críticos y antagonistas, de los beneficios de la privatización. Así, redujo el peligro de una reversión del proceso, a pesar de los cambios significativos en el panorama político cuando el Gobierno Militar transmitió el poder a un gobierno democrático, como consecuencia de un proceso electoral. El nuevo gobierno reconoció el proceso de privatización y su validez, e incluso podría seguir los pasos de su antecesor, aunque a un ritmo más moderado.

En el proceso de privatización se cometieron errores: algunos, predecibles, otros, inevitables, e incluso otros, como argumentaron algunos críticos, inexistentes. Tal vez, el error más frecuente, aunque no el único, fue la falta de transparencia en las enajenaciones. Aun cuando los autores creen que esto no afectó en forma significativa el impacto fiscal de la privatización, hizo fruncir el ceño, por decir lo menos, y sirvió de blanco a sus críticos. Tanto, quienes se consideraban marginados a un acceso justo a las acciones de las empresas estatales en proceso de enajenación, como los grupos políticos, se opusieron a cualquiera idea de privatización. En todo caso, esta falta de transparencia se

crystalizó, *a posteriori*, como la principal deficiencia. Sin embargo, las autoridades aprendieron de su propia experiencia e incluso se debe reconocer que hubo una evolución favorable en los últimos traspasos con respecto a la transparencia.

El éxito de las privatizaciones en Chile fue consecuencia del ambiente político y económico imperante y de la diversidad de los métodos de enajenación empleados. Un Presidente, en el poder durante un período de 17 años y absolutamente convencido de la importancia económica y política de la privatización, aseguró, la constancia relativa del proceso. A pesar de que el contexto de un Gobierno Militar pueda aparecer como un factor favorable, no se debe olvidar que surgieron opiniones en contra del proceso de privatización dentro de la misma institución militar; en la cual el autarquismo e intervencionismo fueron tradicionalmente los dos caballos de batalla favoritos. La opinión del Presidente predominó en el sentido de que no se podía fortalecer la democracia sin una amplia base de propiedad de los bienes, sin un Sector Privado fuerte y con un Sector Público guiado sólo por consideraciones de subsidiariedad.

La situación económica imperante durante los primeros procedimientos de privatización y en los años siguientes fue favorable para el proceso. El considerable déficit fiscal heredado del gobierno socialista (y la inflación), causado en parte por las pérdidas de las empresas públicas, fue un factor decisivo. Luego, los cambios estructurales realizados por las nuevas autoridades determinaron una mayor competencia y un mercado de capitales más sano, precios y tasas de interés libres, una mejor asignación de recursos y niveles de inversión más altos, lo que constituyó un ambiente favorable para la privatización. El descalabro financiero y la gran depresión de 1982-1983, con la concomitante reversión del proceso de privatización, fue superado con creces por el beneficioso impacto de los importantes cambios institucionales realizados en los años '70, que alcanzaron su madurez en los años '80, década en la que se llevaron a cabo los mayores traspasos de empresas al Sector Privado.

Finalmente, la diversidad de métodos de privatización aseguró un resultado equilibrado con respecto a objetivos tan diversos como la maximización de los ingresos fiscales y una amplia distribución de la propiedad, dos objetivos importantes que fueron apoyados, tanto por los partidarios como por los opositores a la privatización. Era necesario pagar un precio por la difusión de la propiedad; sin embargo, no parece haber

sido alto, dada la distribución de la propiedad alcanzada hasta la fecha y el creciente apoyo político obtenido por el proceso de privatización.

PRINCIPALES MERITOS Y DEFICIENCIAS

Desde el punto de vista sesgado de los autores, el libro presenta algunos méritos evidentes a la vez que adolece de limitaciones obvias. Entre los méritos, se deben mencionar: (i) la cobertura de los principales temas discutidos entre profesionales y políticos y de los temas de alguna importancia desde el punto de vista teórico; (ii) el esfuerzo por lograr objetividad y evitar afirmaciones normativas; (iii) la aplicación de metodologías nuevas, coherentes con el enfoque empírico y que pueden ser reproducidas en otros países; y (iv) el momento oportuno elegido para reexaminar las implicaciones de la estructura de propiedad, dados los cambios tecnológicos y estructurales de áreas en que tradicionalmente se ha concentrado la propiedad pública y el creciente interés por la privatización a través del mundo. Por otra parte, las principales limitaciones, pero obviamente no las únicas, se relacionan con el hecho de que (i) la evidencia proporcionada no permite demostrar o rechazar algunas de las afirmaciones básicas propuestas en este libro y sólo las respalda. Además, aún no se ha acumulado información suficiente dado lo incipiente del proceso de privatización. Nuestra principal fuente de información ha sido la Unidad de Normalización de CORFO, que fue especialmente generosa en proporcionar toda la información requerida por los autores. Muchas otras instituciones, incluyendo la CAP, la ENAP, la Bolsa de Valores de Santiago, etc., también contribuyeron al estudio con la información solicitada. Desgraciadamente, no se pudo realizar la descripción y el análisis de la privatización de las empresas que conformaron el "área rara", (empresas del sector privado controladas y administradas temporalmente por el Estado como consecuencia de la intervención de la banca comercial en 1983) porque las instituciones más importantes a cargo de ejecutar esas privatizaciones no estaban dispuestas a entregar información sobre los precios de las transacciones, fechas, compras, etc.; y (ii) el problema clásico de las diferencias en eficiencia entre las empresas privadas y públicas sólo se abordó tangencialmente por lo que, desgraciadamente, su análisis deberá ser diferido.

CONTENIDO

El libro contiene nueve capítulos y tres apéndices metodológicos y estadísticos. El Apéndice I presenta una lista detallada de empresas en las que participó el Estado entre 1970 y 1990. El Capítulo II presenta el marco de las tendencias económicas, los cambios institucionales y principales acontecimientos del período 1974-1990, durante el cual se realizaron las privatizaciones. Destaca la estrategia de liberalización económica, dentro de la cual lógicamente calzaba la privatización, y sin la cual no habría obtenido éxito.

Los objetivos de la privatización se analizan en el Capítulo III en términos tanto políticos como económicos. Se demuestra que mientras los derechos individuales y la descentralización del poder económico estaban en el trasfondo del traspaso de las empresas al Sector Privado durante el período del Gobierno Militar, las justificaciones económicas específicas variaron a través del tiempo. Durante la Primera Ronda, éstas cambiaron desde la mera devolución de las empresas privadas intervenidas anteriormente a sus legítimos dueños, hasta la reducción del déficit fiscal, y durante la Segunda Ronda de privatizaciones, desde el deseo de normalizar las empresas absorbidas por el Sector Público en medio de la peor depresión sufrida desde los años '30, a la generación de fondos públicos para financiar el gasto social y de capital, junto con el obvio deseo de mejorar la eficiencia que fue la consecuencia lógica de décadas de operación ineficiente de las empresas públicas, y el deseo de distribuir la propiedad de las acciones con el fin de fortalecer el mercado de capitales, y especialmente, la orientación de mercado de la estrategia de desarrollo imperante. El capítulo proporciona la serie completa de razones planteadas y las discusiones realizadas en torno a algunas de ellas.

En el Capítulo IV, los autores presentan una síntesis de la evolución del proceso de privatización desde sus primeros días. La síntesis subraya, en primer lugar, las diversas facetas del proceso privatizador chileno, que abarcó tierras agrícolas y áreas sociales como los fondos de pensiones, los servicios de salud y la vivienda, como también, las empresas mineras, industriales, comerciales y de servicios, pero el libro se centra principalmente en las últimas categorías. Presenta, en segundo lugar, los variados métodos de privatización adoptados y sus ventajas y deficiencias, y las instituciones involucradas en la enajenación de las empresas públicas. Finalmente cubre los logros globales del proceso.

La privatización de empresas públicas implica un traspaso de bienes públicos al Sector Privado que puede afectar tanto al estado de resultados, como al balance del Sector Público. Ambos aspectos se abordan en el Capítulo V que presenta el análisis del impacto fiscal de las privatizaciones. Esto es una novedad en esta clase de estudios, ya que generalmente se ignora la discusión y medición de los traspasos de riqueza, como también se ignoran los efectos fiscales a largo plazo de las enajenaciones, las que aquí se midieron para obtener un panorama completo del impacto de la privatización en el estado de resultados de las cuentas públicas, considerando los efectos tanto a corto como a largo plazo. Otra contribución especial de este capítulo se relaciona con la proposición de una metodología para medir el precio de mercado de las empresas públicas que, aplicado aquí, permite la cuantificación de un "subsidio" eventual al Sector Privado en el traspaso de las empresas estatales, tema para acalorados debates en cualquier lugar donde se esté llevando a cabo un proceso de privatización. El Apéndice II incluye una estimación de ese "subsidio" realizada empresa por empresa.

En el Capítulo VI se analizan los efectos de la privatización en el mercado de capitales y la distribución de la propiedad, el ahorro, la inversión y el empleo. Se argumenta que, tanto el éxito de los traspasos de empresas estatales al Sector Privado, como el fortalecimiento del mercado de capitales se reforzaron mutuamente después de 1984. La distribución de la propiedad, que intensificó el respaldo político al proceso de privatización, fue estimulada por el desarrollo del mercado de capitales, con retroalimentación sobre este último. También se insinúa la hipótesis de que los distintos métodos de privatización pueden haber tenido diferentes impactos sobre el ahorro y la inversión. Si bien, teóricamente existe una alta probabilidad de que la privatización haya tenido un efecto negativo sobre el empleo, los autores investigan otros factores concomitantes que podrían explicar muchos de los cambios en el empleo. Las diferencias entre las reglas establecidas para las empresas públicas y privadas pueden ser más importantes en el corto plazo que los meros traspasos de propiedad, aunque en el mediano y largo plazo la distribución de la propiedad puede ejercer una influencia decisiva.

Además, se espera que "la asignación de derechos de propiedad" tenga importancia porque determina los objetivos de los dueños de las empresas (pública o privada) y los sistemas para evaluar el desempeño administrativo. La propiedad pública y

privada difiere en ambos aspectos. Por consiguiente, los cambios en los derechos de propiedad afectarán materialmente las estructuras de incentivo, y por lo tanto, el comportamiento de las "administraciones" (Vickers y Yarrow, 1988, p.3). Por lo tanto, en el Capítulo VII se presentan los resultados principales de una comparación sobre el manejo de grupos de empresas, algunas privadas, otras privatizadas y otras públicas. Ella está basada en el uso de dos herramientas poderosas, el análisis discriminante y el canónico que permite descubrir la magnitud de las diferencias basadas en índices financieros. Dado el carácter divulgatorio más bien que académico de este libro, los autores han preferido no incluir la presentación y discusión detallada de dichos métodos. Su versión teórica, sin embargo, se presenta en el Apéndice III, mientras que el análisis más detallado puede encontrarse en Hachette y Lüders, 1991. El medio competitivo y reglamentado, aunque no es el principal actor de este análisis, juega un papel significativo en la explicación de los resultados obtenidos.

No todas las empresas públicas fueron enajenadas mediante los métodos directos descritos. El traspaso de dos empresas estatales, CAP (Compañía de Acero del Pacífico) y ENDESA (Empresa Nacional de Electricidad S.A.), utilizaron procedimientos poco ortodoxos que recibieron fuertes críticas en ese momento y aún en la actualidad suscitan numerosas objeciones. Estos casos se analizan en detalle en el Capítulo VIII, no sólo para presentar en su perspectiva apropiada los delicados temas que suscitaron, sino que también, para presentar dos casos con el fin de otorgar un sabor más realista al proceso de privatización analizado a través del libro.

Finalmente, el Capítulo IX resume las lecciones principales que se deben extraer del proceso de privatizaciones llevado a cabo en Chile entre 1974 y 1990.

El marco económico, 1973-1989

Es importante situar el proceso de privatización en Chile dentro del contexto de desarrollo económico nacional. El impacto de la privatización, sus éxitos y fracasos, se vincula estrechamente con algunas de las características más sobresalientes de dicho proceso. De hecho, las dos rondas de privatizaciones analizadas en este libro estuvieron claramente ligadas a dos fases diferentes de la evolución económica chilena; una, al establecimiento de la nueva institucionalidad con predominancia del Sector Privado y la otra, de su consolidación.

La Primera Ronda coincidió con un período que comenzó con una fuerte recesión (1975) y culminó con otra aún más profunda (1982-1983). Fue un período de ajustes institucionales substanciales, de un mayor impulso para reestablecer los equilibrios macroeconómicos y de grandes esfuerzos de estabilización.

Este período crítico culminó con la más profunda recesión sufrida desde los años '30. Durante los dos años que duró (1982-1983), alrededor de 50 de las empresas más importantes privatizadas anteriormente volvieron al control estatal, como consecuencia de una reducción significativa de la actividad, ligada a un derrumbe masivo del sector financiero.

Inmediatamente después siguió un período de recuperación, de ajuste y de consolidación de los principales progresos

institucionales de los años '70, e incluso un período de auge, a partir de 1984 y que continúa hasta la fecha. Las empresas que habían sido intervenidas durante la declinación de la actividad económica volvieron al Sector Privado y se realizó una Segunda Ronda de privatizaciones que culminaron con la ascensión del nuevo presidente electo al poder a principios de 1990.

Este capítulo se subdivide en tres partes, con una introducción que describe brevemente las condiciones heredadas por las autoridades a fines de 1973 y los principales objetivos económicos establecidos por el Gobierno Militar. La Sección I analiza el período 1973-1981; la Sección II cubre la recesión de 1982-1983, y la Sección III abarca el período entre 1984 y fines de 1989. El Cuadro II-1 presenta la información cuantitativa principal necesaria para ilustrar las descripciones y juicios propuestos en este capítulo.

CONDICIONES INICIALES

Como parte de los esfuerzos para ejecutar su programa político, el gobierno de Allende intentó renovar la economía chilena. Impulsó una redistribución significativa del ingreso y un control estatal generalizado de los medios de producción. Sin embargo, hacia fines de 1973, Allende había creado un legado de desequilibrios micro y macroeconómicos.

Los efectos de estas políticas fueron inevitables: reajustes masivos de salarios y ajustes de los beneficios sociales, la ampliación considerable de los subsidios, la expansión significativa del empleo público, y la nacionalización y expropiación de empresas privadas, todo lo cual requirió financiamiento que el Estado era incapaz de obtener por la vía de los impuestos, porque el parlamento chileno se oponía, al menos en parte, al programa revolucionario de Allende. No obstante, el Gobierno persistió en sus planes, optando incluso por un déficit fiscal financiado por créditos del Banco Central hasta que, en 1973, el déficit sobrepasó el 20 por ciento del PGB. En esa época, para evitar la inflación desatada, se impusieron controles generalizados de precios que provocaron largas colas para los compradores y la aparición de un mercado negro para bienes de consumo, lo que desorganizó los canales de distribución deteriorando aún más la base tributaria. En agosto, la inflación oficial alcanzó a la cifra sin precedentes de 300 por ciento al año; sólo dos meses después, se elevó a alrededor de 1000 por ciento.

Dado que las fuentes de ingreso necesarias para el control de los medios de producción estaban disminuyendo, los procesos de nacionalización y expropiación pronto fueron reemplazados por la requisición o la intervención total de las empresas por parte del gobierno. Sólo en unos pocos casos se pagó una compensación justa.

Como consecuencia de estos acontecimientos, la producción se redujo bruscamente en 1972 y 1973, la descapitalización creció rápidamente en muchos sectores, las reservas internacionales disminuyeron y se deterioró el aumento que los ingresos reales habían logrado en 1971; asimismo, se aceleró la fuga de "cerebros" en el área técnica y administrativa, como también de capital, y la productividad laboral disminuyó considerablemente a medida que los conflictos en este sector aumentaban. El deterioro de la economía fue exacerbado en 1971 y 1972 por el retiro de las fuentes tradicionales del crédito internacional y la caída de los precios mundiales del cobre, a pesar de que el precio del principal producto de exportación chileno se recuperó espectacularmente en 1973.

OBJETIVOS PRINCIPALES DE LAS NUEVAS AUTORIDADES¹

La eliminación de los serios y apremiantes desequilibrios macroeconómicos se convirtió en el objetivo principal del nuevo gobierno que subió al poder después de septiembre de 1973. Sin embargo, sus objetivos de largo plazo incluían la corrección de los desequilibrios estructurales que habían caracterizado a la economía chilena y la reorganización del sistema económico. Por lo tanto, los tres objetivos principales fueron:

a) asegurar una tasa de crecimiento alta y estable, que en la opinión del Gobierno había sido amenazada seriamente en décadas anteriores por una combinación de estrategias de desarrollo erradas (basadas en la sustitución de importaciones) y una selección inadecuada de instrumentos (aranceles, prohibiciones, controles de precio y de tipo de cambio, entre otros);

b) erradicar la extrema pobreza y lograr pleno empleo a través de actividades altamente productivas; y

¹ Para mayores detalles, ver Hachette (1977).

CUADRO II-1: ALGUNOS INDICADORES DE LA ECONOMIA CHILENA

	71	72	73	74	75	76	77
Sector Real							
1 Tasa de Crecimiento PGB (%)	9,0	-1,2	-5,6	1,0	-12,9	3,5	9,9
2 Inversión Bruta/FGB (%)	14,7	12,4	8,0	21,5	13,6	13,2	14,8
3 Ahorro Nacional/PGB (%)	12,4	8,3	5,2	20,7	7,9	14,5	10,7
4 Tasa de Desempleo (%)	5,5	3,8	4,6	9,7	16,2	16,8	13,2
Rangos							
5 Tasa de Inflación (%)	26,7	108,3	441,0	497,8	379,2	232,8	113,8
6 Índice Salarios Reales	119,3	108,2	80,0	64,8	62,1	63,0	71,1
7 Tasas de Int. Real Corto							
Plazo (tasa de préstamo)	n.d.	n.d.	-76,1	-36,9	16,0	64,3	56,8
8 Tipo de Cambio Real (1977=100)	71,1	71,1	90,2	87,9	149,7	114,0	100,0
9 Térm. de Intercambio (1977=0)	150,6	145,3	163,6	172,9	103,6	111,7	100,0
Sector Financiero y Monetario							
10 Cambio Base Monetaria (% PGB)	n.d.	n.d.	22,2	7,5	7,2	8,0	5,3
11 PGB (%)	n.d.	n.d.	22,3	11,1	11,2	11,7	13,0
12 Crédito Bancario Consolidado							
Sector Privado/Crédito Total (%)	28,5	22,2	18,6	15,2	15,9	15,6	37,7
Fiscal							
13 Gasto Sector Público (%) PGB	31,1	31,2	44,9	32,4	27,4	25,8	24,9
14 Déficit Fiscal Gobierno							
Central (% PGB)	10,7	13,0	24,7	10,5	2,6	2,3	1,8
Sector Externo							
15 Crec. Exportaciones:							
Precios Constantes (%)	8,6	-13,0	-0,4	49,4	7,9	25,4	7,4
16 Superávit Cta. Cte./Expo. (%)	-17,8	-48,1	-19,7	-12,9	-27,1	5,4	-21,8
17 Deuda Externa: Cambios							
Anuales (US\$)	73	406	4406	726	80	-134	481
18 Reservas Externas:							
Cambios Anuales (US\$)	-231	-87	92	-73	-223	237	165
19 Servicio de Deuda Ext./Expor. (%)							
(Mediano y largo plazo)	36,8	15,6	11,9	15,1	31,2	39,4	43,9

Fuente: Banco Central de Chile, Indicadores Económicos y Sociales. 1960-1985, líneas 1, 2, 3, 14 (1984). Deuda Externa Chilena, línea 19.

Joseph Ramos (1986), Neo Conservative Economics in the Southern Cone of Latin America, 1973-1983, The John Hopkins University Press, líneas 5 y 6.

Rolf Lüders (1986). "Lecciones de la Liberalización Financiera de Chile: 1974-1982", documento a mimeógrafo; líneas 7, 10, 11 y 13.

78	79	80	81	82	83	84	85	86	87	88	89
8,2	8,3	7,8	5,5	-14,1	-0,7	6,3	2,4	5,7	5,7	7,4	10,0
18,3	18,4	21,7	23,9	11,3	9,8	13,6	13,7	14,6	16,9	17,3	18,2
12,6	12,4	13,9	8,2	2,1	4,4	2,9	5,4	7,7	12,6	16,3	16,9
14,0	13,6	11,8	11,1	22,1	22,2	19,2	16,4	13,5	12,3	11,0	9,8
50,0	33,4	35,1	19,7	9,9	27,3	19,9	30,7	19,5	19,9	14,7	17,0
75,7	82,0	89,4	97,5	97,1	86,4	86,7	82,9	84,5	84,3	89,8	91,5
42,2	16,6	11,9	38,7	35,1	15,9	11,5	11,0	7,5	9,2	7,4	11,8
106,9	97,2	88,4	79,1	83,7	100,1	104,8	128,8	141,8	146,9	157,3	151,7
97,0	103,6	87,4	73,7	70,2	76,5	71,2	66,3	74,8	77,4	94,2	94,0
3,4	2,5	2,3	0,0	-1,3	-0,1	0,5	0,6	0,9	0,8	1,1	0,8
16,0	17,4	19,3	23,4	25,4	18,8	18,2	18,4	18,2	19,5	20,3	25,5
50,6	54,7	68,1	81,1	83,0	80,8	79,8	83,4	84,1	82,9	83,7	n.d.
23,8	22,8	23,1	24,9	28,5	28,4	28,8	32,5	30,0	28,3	30,7	n.d.
0,8	-1,7	-3,1	-1,7	2,3	3,8	4,0	6,3	2,8	0,1	1,7	n.d.
6,2	-2,8	18,5	1,5	4,7	0,6	6,8	6,9	9,8	8,8	5,5	9,2
-37,8	-26,1	-33,9	-88,4	-62,2	-29,2	-56,4	-34,9	-27,1	-15,5	-2,5	-9,3
1463	1820	2600	4458	1611	278	1446,0	441,0	70,0	-180,0	-1,559	-1,396
785	1256	1244	67	-1105	-541	17	-99	-228	45	-732	n.d.
44,6	41,2	39,6	64,2	64,4	65,7	60,9	65,4	57,1	36,5	36,5	37,5

Sergio de la Cuadra y Dominique Hachette (1986), "Calendario y Secuencia de una Política de Liberalización Comercial", diciembre, líneas 8, 9, 12, 15, 16, 17 y 18. Para el período 1982-1988 y líneas 11, 13, 16, Ministerio de Hacienda, Exposición sobre el Estado de la Hacienda Pública.

Banco Central, Indicadores Sociales, 1960-1988 (1990) línea 4.

n.d. No disponible.

c) lograr la estabilidad de los precios y de la política económica.

Todos los objetivos económicos, ya sea impuestos por necesidad o elegidos como una política explícita, estaban dirigidos a respetar los derechos individuales de propiedad y de igualdad de oportunidades en la educación, salud y previsión social. También se debía lograr una descentralización económica efectiva como prerequisite para la descentralización política y como base para una organización democrática eficiente.

Estos objetivos se debían lograr mediante una combinación de medios:²

a) la restauración del mercado como principal instrumento para las decisiones económicas;

b) la restauración del sector privado como principal agente de desarrollo³, condición que implicó no sólo la revisión de las responsabilidades del Sector Público, sino que, además, una reducción drástica del tamaño de este sector y de su participación en actividades económicas. La privatización de las empresas públicas sería un paso lógico en este esfuerzo;

c) la mayor apertura hacia los mercados externos con el fin de aprovechar las ventajas comparativas, cosechar los beneficios de una mayor especialización y mejorar la eficiencia enfrentando la competencia externa;

d) el tratamiento no discriminatorio de todos los sectores productivos con el fin de mejorar la calidad de la asignación de recursos;

e) el desarrollo de un mercado financiero eficiente (previamente inexistente) con el fin de mejorar el ahorro y la asignación de inversiones; y

f) el uso de herramientas económicas generales, como tasas de interés, tipo de cambio y la oferta de dinero, para contribuir a lograr estas metas.

POLITICAS Y RESULTADOS: 1973-1981

Las principales preocupaciones de las políticas durante el período 1974-1981 fueron la estabilización y el desarrollo. Sin

² La distinción entre medios y objetivos puede conducir a error. Dependerá del problema a solucionar y del grado de agregación.

³ Ver en particular Cauas (1974, 1975) y de Castro en J.C. Méndez (1979).

embargo, se realizaron esfuerzos para mejorar el tejido social, dirigidos hacia la reducción de la extrema pobreza mediante programas sociales bien enfocados y un mejor acceso a las oportunidades de educación, salud, etc., que alterarían la distribución del ingreso en una forma duradera en el largo plazo.

Políticas de estabilización

La meta de restaurar la estabilidad de precios fue perseguida a través de una política fiscal restrictiva y el uso del tipo de cambio para controlar las expectativas en la mayor parte del período, junto con ajustes controlados de salarios en los primeros años para impedir el crecimiento de la demanda agregada. Los esfuerzos fiscales se dirigieron hacia la eliminación del déficit, reduciendo el tamaño del Sector Público y haciéndolo más eficiente. A fines de 1974 se impuso un programa global de reforma tributaria, que introdujo un impuesto al valor agregado (20 por ciento) en lugar de un impuesto progresivo a las ventas; se mejoró la tributación de los ingresos no distribuidos de las compañías, se eliminaron las exenciones, y se aumentaron las contribuciones de bienes raíces y las tasas de impuesto a la renta. Se permitió a las empresas públicas aumentar significativamente sus precios y la mayoría de ellas fueron sujetas a autofinanciamiento. Se disminuyó el gasto, reduciendo personal (cerca de un 2,5 por ciento de la fuerza laboral chilena fue despedida entre 1974 y 1977), a la vez que el Gobierno eliminó varios programas y redujo inversiones públicas, al menos como porcentaje del PGB.⁴

Como parte del esfuerzo de contracción fiscal, coherente con el rol subsidiario que debería desempeñar el Sector Público en el futuro, el gobierno traspasó más de 500 empresas al Sector Privado (ya sea mediante subasta o traspaso gratuito) o las liquidó. Las empresas traspasadas habían sido responsables de una participación desproporcionada del déficit global del Sector Público, que alcanzó a un tercio en 1973. Como consecuencia, el déficit del Sector Público consolidado desapareció en 1976 y el del Gobierno Central en 1978, reapareciendo tanto en 1982 y 1983 como "déficits de equilibrio" de tamaño limitado.

⁴ Ver Marshall y Romaguera (1981), Sjaastad y Cortés (1981) y Tokman (1984).

Las medidas más importantes de la política monetaria para estabilizar los precios fueron, primero que nada, la prohibición de los préstamos del Banco Central a organismos del Sector Público que no fueran el Gobierno Central y, segundo, la prohibición de préstamos del Banco Central al Sector Público en general, disposición que fue incorporada incluso en la Constitución de 1980. El crédito del Banco Central al Sector Público disminuyó en términos nominales, entre 1979 y 1981, a pesar de la tasa de inflación anual promedio que fue de más de 20 por ciento, mientras que el crédito de la banca privada al mismo sector, que representaba 84,4 por ciento del crédito total en 1976, se redujo a sólo 18,9 por ciento en 1981. Al mismo tiempo, se emitieron valores de la Tesorería indexados en el mercado de capitales.

Si bien, el Gobierno consideró que el tipo de cambio era un mecanismo adecuado de control de precios para redirigir la asignación de recursos, manteniendo el equilibrio de la balanza de pagos, la política de estabilización tuvo cierta influencia sobre el manejo del tipo de cambio. A mediados de 1976, fue evidente que, primero, la combinación de políticas fiscales, monetarias y de tipo de cambio aplicadas en 1975, había producido un vuelco drástico en la balanza de pagos, la cual fue restringida severamente después de la brusca caída del precio del cobre a principios de ese mismo año, y segundo, esa misma combinación de políticas no reduciría la tasa de inflación con la rapidez y en la magnitud deseada. En consecuencia, el Gobierno decidió bajar las expectativas inflacionarias mediante el manejo del tipo de cambio. Por consiguiente, los ajustes cambiarios fueron menores que la inflación entre 1976 y junio de 1982, salvo cuando se usaron para respaldar reducciones arancelarias. Se utilizó una paridad móvil hasta 1978, seguida de ajustes programados hasta junio de 1979. Luego, tras una devaluación, se fijó el tipo de cambio hasta julio de 1982, en un intento adicional de vincular la inflación interna a la internacional.

El tipo de cambio real disminuyó en forma casi sostenida entre 1976 y mediados de 1982, estimulando las importaciones y el déficit de la balanza comercial. El tipo de cambio nominal, deflactado por el IPC, cayó en alrededor de un 60 por ciento entre el primer trimestre de 1976 y el último trimestre de 1981.

Finalmente, el objetivo de los ajustes salariales entre 1975 y 1978, fue mantener el ritmo de la inflación esperada para reducir las expectativas inflacionarias. Más adelante, la combinación del Plan Laboral de 1978 que estableció un piso salarial igual al

paquete salarial anterior, indexado por el IPC (ver más adelante), y la inflación en declinación junto con el auge de la actividad económica, estimuló los salarios reales, que se elevaron hasta 1982.

El paquete de políticas de estabilización, con la excepción de la política salarial después de 1978, pareció adecuado para frenar los precios. Sin embargo, la inflación demoró varios años en descender a niveles internacionales. Incluso, cuando se fijó el tipo de cambio nominal (junio 1979-julio 1982), la tasa de inflación aún fluctuaba entre un 10 y un 30 por ciento al año, es decir, permanecía en niveles considerablemente más altos que la inflación internacional. Esta aparente contradicción se puede explicar por la prevalencia de expectativas extremadamente optimistas respecto a la riqueza e ingresos futuros y la gran afluencia de créditos foráneos, como consecuencia de la creación gradual de un mercado de capitales chileno y la expansión de la liquidez externa disponible para Chile.

Inicialmente, las expectativas optimistas se reprimieron hasta cierto grado mediante una política monetaria severa. Sin embargo, después de 1978, dichas expectativas fueron alimentadas por influjos de deuda externa que produjeron inflación y redujeron el ahorro interno, ejerciendo una gran presión sobre los precios de productos no transables que continuaban subiendo a tasas mucho más altas que la inflación internacional. Por lo tanto, la inflación interna fue alta a pesar de un tipo de cambio fijo y una disminución sostenida del tipo de cambio real. De hecho, en la medida que el tipo de cambio fijo elegido como mecanismo antinflacionario fuese un instrumento para estimular los influjos de capital que alimentaran la demanda agregada y, a través de ella, el aumento de los precios de los productos no transables, la política de tipo de cambio se autoinvalidaba como instrumento de estabilización. Sin embargo, esa política ciertamente no fue el único incentivo a los flujos de capital entre 1978 y 1982: entre otros factores, el seguro de depósito implícito que existía hasta 1982 convenció a los potenciales prestatarios que la combinación de mayor liquidez mundial con una cuenta chilena más abierta era, simplemente, "maná del cielo".

En todo caso, los niveles de inflación se redujeron desde alrededor de un 1.000 por ciento a fines de 1973, a cerca de un 20 por ciento en 1981, e incluso hasta un 10 por ciento el año siguiente. Sin embargo, estas cifras volvieron a subir por motivos que se explican más adelante.

Políticas de desarrollo

La preocupación de las autoridades con respecto a la estabilización de los precios, encubre los ajustes institucionales significativos que ocurrieron entre 1974 y 1981, cambios que tendrían un impacto importante en el futuro.

Las autoridades chilenas habían supuesto que una mejor asignación de recursos, junto con la inversión y ahorro incentivados por un mercado de capitales eficiente, en combinación con una mayor integración del país con la economía mundial, sería suficiente para elevar y estabilizar la tasa de crecimiento y mejorar la distribución del ingreso mediante un mayor uso de mano de obra, el factor más abundante en el país.

Las medidas adoptadas para rectificar la asignación de recursos son demasiadas para nombrarlas todas, por lo que sólo se mencionarán algunas:

a) la eliminación de los controles de precios⁵ y de tipos de cambio múltiples⁶;

b) el incremento progresivo y la eliminación final del techo legal sobre las tasas de interés, junto con una mayor liberalización del mercado de capitales;

c) la eliminación de la mayoría de los impuestos, subsidios y prohibiciones que habían fomentado la discriminación entre los sectores y la progresiva eliminación de líneas de créditos especiales del Banco Central al Sector Privado. En 1978, las únicas líneas de crédito existentes eran para reforestación y vivienda, y

d) una mayor liberalización del comercio, de primordial importancia para obtener más beneficios de las ventajas comparativas de Chile e insertarse en los mercados externos, mucho más amplios y dinámicos que los internos. En 1973 y 1974 se eliminaron todas las prohibiciones al comercio exterior⁷. Entre 1974 y julio de 1979, los aranceles, que fluctuaban entre un 0 y 750 por ciento, fueron fijados a una tasa pareja y única de un 10

⁵ Después de diciembre de 1980, se requería de una ley para cualquier nuevo control de precios.

⁶ Sin embargo, después de 1983, se estableció temporalmente un tipo de cambio especial para el pago de la deuda externa.

⁷ En un momento las prohibiciones cubrían alrededor del 60 por ciento de las posiciones arancelarias a través de restricciones cuantitativas o administrativas y/o mediante depósitos previos de 10.000 por ciento o por vía de autorizaciones oficiales.

por ciento para todos los artículos. A la vez, el impacto de esta reducción arancelaria sobre la balanza comercial fue compensada por un tipo de cambio real más alto que el que había imperado en los años '60. Así, las exportaciones recibieron un fuerte estímulo y, a pesar de que no desapareció el sesgo antiexportaciones, éste se redujo significativamente.

Como consecuencia, las exportaciones mostraron un aumento sostenido a una tasa anual promedio de un 13,2 por ciento a precios constantes entre 1973 y 1981, lo que se considera un buen logro. Además se produjo una diversificación tan significativa que el cobre redujo su participación en las exportaciones totales desde un 82,2 por ciento en 1973 a menos del 50 por ciento en 1981. Este resultado es incluso más notable dado que la tendencia del tipo de cambio, como parte de la política de estabilización, no favoreció la diversificación de las exportaciones durante parte del período (1976-1981), a pesar de que las condiciones externas auspiciosas constituían un factor de crecimiento significativo.

El ambiente más estable para la empresa privada, un mercado de capitales más eficiente y un código de inversión extranjera atractivo para los inversionistas, estimularon el ahorro y la inversión.

El mercado financiero interno fue desarrollado principalmente: a) liberando las tasas de interés; b) eliminando o reduciendo los controles cualitativos o cuantitativos sobre el crédito; c) reduciendo las barreras contra el establecimiento de nuevos bancos locales, intermediarios financieros, y bancos extranjeros; d) aflojando las regulaciones a las instituciones financieras en cuanto a los requisitos de capital mínimo, propiedad y reservas; e) estableciendo límites a las participaciones de capital de las instituciones financieras, que luego fueron eliminados en 1976; y f) vendiendo o subastando al Sector Privado la mayoría de los bancos que estaban bajo control estatal en 1973⁸.

La apertura de la economía chilena hacia el exterior incluyó la autorización de cuentas bancarias internas en moneda extranjera y la reducción de los límites cuantitativos sobre las entradas

⁸ Se esperaba que la liberación de las tasas de interés incentivara el ahorro, equiparara las tasas de interés entre los sectores de crédito formal e informal y redujera los costos de los instrumentos financieros. Se esperaba, asimismo, que el flujo más libre de capital internacional incrementaría la inversión y acercaría las tasas de interés internas a las tasas internacionales. Para mayores detalles, ver Ramos (1986).

de capital. Sin embargo, estos límites, para períodos de menos de dos años continuaron siendo prohibitivos hasta mediados de 1981, mientras que, en general, las normas que regulaban esta apertura continuaron siendo restrictivas hasta fines del período en estudio (1978-1979), y durante todo el período para las salidas de capital.

En julio de 1974, se promulgó un nuevo Código de Inversión Extranjera, Decreto 600, el cual fue redactado nuevamente luego que Chile se retirara del Pacto Andino en octubre de 1976, debido a que el Gobierno deseaba un código más flexible y amplio de lo que permitía la Decisión 24 del Pacto.⁹ El código redujo considerablemente las restricciones sectoriales y otras medidas discriminatorias: los inversionistas extranjeros debían ser tratados igual que los inversionistas nacionales, salvo en cuanto a acceso a créditos internos; se eliminaron los límites a las remesas de utilidades; se ofrecieron una serie de regímenes tributarios sobre las utilidades; se permitió a los inversionistas un plazo mínimo en el país, y se aseguró la estabilidad del sistema cambiario.

Un importante cambio institucional, no relacionado inicialmente al mercado financiero privado, pero que tendría un impacto significativo en su desarrollo, en la asignación de ahorro e inversiones privadas y sobre el éxito de la privatización de empresas estatales, fue la sustitución del antiguo sistema de previsión social, basado en el principio de reparto por un programa de seguro y ahorro personal obligatorio. Como fue aprobado en 1980 y puesto en práctica en 1981, su influencia no se sintió durante el período analizado. Sus características principales se analizarán en el Capítulo IV.

En la práctica, los efectos de las nuevas políticas sobre el desarrollo y la distribución demostraron ser muy distintos de lo esperado. El crecimiento promedio para el período 1974-1981 sólo fue de 3,7 por ciento, comparado al promedio de 3,8 por ciento entre 1950 y 1970. Por supuesto, este resultado se debe entender a la luz de una caída significativa y sistemática de los términos de intercambio después de 1974 y una recesión muy profunda (1975), dos fenómenos relativamente interconectados. El índice de los términos de intercambio cayó desde 172,9 en 1974 a 73,7 en 1981, una pérdida de un 57 por ciento (continuó bajando hasta

⁹ Otras características del Pacto Andino, como los programas del sector y los aranceles aduaneros altos y diferenciados considerados para el arancel externo común esperado, también constituyeron serios impedimentos para que Chile permaneciera como miembro del Pacto.

1987). El promedio para el período fue 99,7, en comparación con 132,5 para el período 1950-1970. La depresión de 1975, que se caracterizó por una caída del 12,9 por ciento del PGB, no puede ser explicada totalmente por esta variación. Por el contrario, las políticas de restricción de demanda (monetaria y fiscal) introducidas en 1975 para lograr estabilización, junto con la escasez de divisas y la falta de acceso a los mercados financieros externos empeoraron la situación.

Las tasas de inversión brutas, estimadas a precios corrientes¹⁰ como porcentaje del PGB, tuvieron un mejor comportamiento en el período analizado que en los años '60: 19,7 por ciento en comparación con un 15,1 por ciento. Desde entonces, las tasas de inversión bruta a precios corrientes han caído considerablemente. Sin embargo, expresado en precios constantes de 1977, el volumen de inversión se comportó mejor en los años 1960 que durante el período 1974-1981, porque los precios relativos se volvieron en contra de los bienes de inversión durante los años 1970. En otras palabras, las tasas de inversión bruta no sufrieron en general cambios importantes durante el período en estudio al ser comparadas con los años '60, aun cuando la eficiencia mejoró enormemente. Las tasas de crecimiento anual del PGB permanecieron a niveles sumamente altos entre 1977 y 1981, a pesar de que esto mismo no ocurrió con la tasa de crecimiento de la inversión.

Mientras que la inversión pública se redujo significativamente durante 1975-1981 para evitar desplazar a la inversión privada, la participación de la inversión privada en capital fijo se elevó sólo hasta alrededor del 10 por ciento del PGB, comparado con el 8 por ciento en los años '60. Este comportamiento fue flojo a la luz de las exageradas expectativas de un Sector Privado dinámico y próspero.

¿Porqué las tasas de inversión no presentaron un desempeño mejor? Fuera de los problemas de medición (ver pie de

¹⁰ Las acciones a precios corrientes señalan mejor la magnitud del sacrificio en términos de costos alternativos (consumo), mientras que las mismas cifras, expresadas en precios constantes, permiten proyectar un cuadro más preciso de la evolución intertemporal de la inversión "real" y, luego, de las existencias de capital no humano. Una nueva metodología desarrollada por la oficina estadística responsable de las cuentas nacionales puede producir nuevas cifras para inversión, sin embargo, a la fecha sólo es aplicable para 1986. De acuerdo a los nuevos resultados, la inversión en capital fijo se subestimó en 3,4 puntos porcentuales para ese año.

página 10), una de las principales razones radica en la recesión de 1975, durante la cual la tasa de inversión bruta cayó a un promedio de 13 por ciento del PGB. Sin embargo se lograron cifras superiores al promedio (22,9 por ciento) durante el resto del período. Estas cifras encubren, no obstante, la acumulación de los inventarios, muy superior a la normal, entre 1979 y 1981, que alcanzó a ser alrededor de un 3 por ciento del PGB, fue estimulado probablemente por el tipo de cambio nominal fijo y expectativas de devaluación. Por lo tanto, el comportamiento de la formación del capital fijo en general no cumplió con las expectativas. Sin embargo, estas conclusiones se deberían revisar cuidadosamente cuando se disponga de la nueva serie de cifras de inversión.

Esta evidencia es incluso más desalentadora cuando se compara con el creciente flujo de ahorro externo entre 1977 y 1982, que supuestamente debió haber incentivado, o al menos complementado, el ahorro interno. El nivel de ahorro externo fue alto durante la mayor parte del período, alcanzando niveles sin precedentes durante 1979-1981, con una tasa promedio anual del 10,3 por ciento del PGB, "financiando" en 1981, momento de máximo volumen, el 64 por ciento de la inversión.

Este ahorro externo, atraído al mercado financiero chileno por grandes diferenciales en las tasas de interés, en un contexto de una abundante liquidez mundial y un sector financiero local que se abría lentamente, actuó como sustituto parcial del ahorro nacional entre los años 1979 y 1981, mientras que parece haber complementado al ahorro solo en 1977 y quizás también en 1978.¹¹

Más aún, el comportamiento del ahorro nacional fue insatisfactorio. Las autoridades esperaron que el desarrollo del sector financiero, junto con las numerosas oportunidades de inversión, hubiesen sido un instrumento eficaz para el incremento del ahorro interno. Sin embargo, tres factores independientes dominaron por sobre esta perspectiva optimista: las recesiones, la evolución inadecuada del mercado financiero y las expectativas por parte de los consumidores, relativas al ingreso permanente. La relación entre el ahorro y las recesiones es obvia y no requiere de mayores comentarios.

Las autoridades confiaron en la liberalización financiera para inducir a un mayor ahorro a través de al menos dos canales:

¹¹ La sustitución del ahorro interno por externo es analizado en el contexto chileno por Foxley (1985) y Behrman (1977).

tasas de interés más altas y un rango más amplio de instrumentos de ahorro y de crédito a largo plazo.¹² Las tasas de interés real, al nivel extremadamente alto de más del 25 por ciento al año durante 1975-1976, y que superaron definitivamente las tasas bajas o negativas de los años '50 y '60, estimularon el ahorro financiero. Sin embargo, su fuerte vínculo con las fluctuaciones económicas, impidió el estímulo esperado al ahorro interno. A la vez, el mercado financiero incipiente no era capaz aún de lograr un desarrollo rápido de los instrumentos de largo plazo que atraerían fondos importantes para financiar una variedad más amplia de proyectos de inversión, porque la demanda por estos instrumentos era limitada por las tasas de interés extremadamente altas. Más aún, el sector financiero permaneció segmentado a través del período, factor poco favorable para aumentar las tasas de ahorro.

Finalmente, las altas tasas de crecimiento del PGB de fines de 1979 y principios de los años '80, y el optimismo imperante con respecto al crecimiento del ingreso, reforzados por el rápido crecimiento de los precios de los bienes, elevaron las expectativas con respecto del ingreso permanente. Esto estimuló a los agentes económicos a aumentar el consumo, particularmente de bienes durables, con mayor rapidez de lo que el crecimiento del ingreso disponible parecía permitir. De hecho, los agentes contrajeron deudas, tanto internas como externas, especialmente esta última por su mayor disponibilidad y menor costo. Como consecuencia, las tasas de ahorro interno se redujeron significativamente.¹³ Incluso si la compra de bienes durables fuese considerada inversión y ahorro, sólo se agregarían dos puntos porcentuales a la medición tradicional de ahorro interno frente a los niveles de ahorro de los años '60. Por consiguiente, este factor no altera la conclusión principal que el coeficiente de ahorro fue bajo entre 1974 y 1981.

Distribución del ingreso

Si bien la redistribución del ingreso en el corto plazo no fue la principal preocupación del gobierno entre 1974 y 1981, se toma-

¹² Se debe agregar la previsión social. Sin embargo, tendría un impacto sobre el ahorro privado sólo después del final del período analizado.

¹³ Este fenómeno ha sido analizado por varios autores: Acle (1985), Edwards y Cox-Edwards (1987), entre otros.

ron medidas para intentar revertir su deterioro progresivo.¹⁴ Los esfuerzos de estabilización y principales ajustes institucionales realizados habían empeorado significativamente las condiciones de vida de muchas personas. Esto puede ser explicado por dos elementos básicos: el alto desempleo y una tendencia inusual en los precios relativos internos. El desempleo se elevó repentinamente en 1974 cuando se eliminó el alto nivel de empleo disfrazado acumulado durante la época de Allende, y se aplicaron los cambios estructurales consecuentes con las políticas mencionadas anteriormente que estimularon importantes ajustes sectoriales y de las firmas comerciales. La recesión de 1975 sólo agravó el problema.¹⁵ A pesar de un comportamiento del empleo superior al promedio posterior y una reducción sistemática de la tasa de desempleo entre 1977 y 1981, el desempleo permaneció alto de acuerdo a los patrones chilenos, 11,1 por ciento en 1981 o 15,7 por ciento, si se incluye el empleo en programas estatales especiales de trabajo, comparado con el 6 a 7 por ciento en los años '60.

A medida que se ponían en práctica las políticas de liberalización y la flexibilidad de precios y se eliminaban los subsidios, con un tipo de cambio real mayor, subió el precio relativo de los alimentos. Dada la importancia de los alimentos básicos para los grupos de menores ingresos, el efecto de estas alzas significó un gran deterioro de sus condiciones con respecto a la de otros grupos de ingreso.

Para enfrentar esta preocupante situación, el Gobierno aumentó el gasto social, centrándolo especialmente en los grupos de extrema pobreza. Más aún, creó un programa estatal de trabajo, el Programa de Empleo Mínimo (PEM), equivalente a un subsidio disfrazado, dada la baja productividad de los participantes y el escaso valor social de las tareas adscritas al programa. Sin embargo, el empleo en el programa fluctuó entre la cifra nada

¹⁴ El equipo económico esperaba, dada la evidencia reunida en estudios comparativos, que el crecimiento disminuiría la pobreza y eventualmente la desigualdad. Por lo tanto, favoreció más bien medidas que igualaran las oportunidades en educación, salud, vivienda y en el mercado laboral.

¹⁵ Riveros y Paredes (1989) y Sapelli (1989) hicieron una nueva revisión del problema del desempleo en Chile, que anteriormente había sido analizado en forma más bien superficial y bajo la visión en boga, en ese momento, de que éste es determinado esencialmente por la demanda. De acuerdo a estos autores, con la excepción de 1974, más de dos tercios del desempleo medido era estructural.

despreciable de 4 y 6 por ciento del total de la fuerza laboral.

Con el fin de reducir las desigualdades y la discriminación y para estimular el mejor funcionamiento de los mercados de capital y laboral, como se mencionó anteriormente, a partir de 1974 se eliminaron los beneficios discriminatorios; se uniformaron las asignaciones familiares y los requisitos de edad de jubilación; se redujeron gradualmente las tasas de las cotizaciones de previsión social, y hacia fines del período se realizaron importantes cambios al sistema previsional.

El Gobierno también había diagnosticado que, tanto el empleo como la distribución del ingreso, mejorarían en el mediano plazo a medida que el mercado laboral se tornara más eficiente. Se introdujeron modificaciones importantes a las leyes laborales. El Plan Laboral de 1978, y luego la Reforma del Sistema de Previsión Social de 1981, redujeron los costos del empleado disminuyendo la indemnización legal por años de servicio, otorgando el derecho a despedir trabajadores sin justificar la causa, restringiendo la aplicación de regulaciones de salario mínimo, concediendo absoluta libertad de asociación a los trabajadores, eliminando el derecho exclusivo de un sindicato por empresa y la distinción legal entre obreros y empleados, y estableciendo condiciones para las huelgas en empresas privadas y un arbitraje obligatorio en el caso de varias instituciones públicas. Más aún, todas las negociaciones debían llevarse a cabo a nivel de la empresa, con arbitraje si se deseaba. Este plan de reforma laboral¹⁶ también estableció un piso de remuneraciones equivalente al paquete salarial anterior indexado de acuerdo al IPC. El único elemento de estos cambios que puede haber tenido un impacto sobre la distribución del ingreso en el corto plazo¹⁷ fue el piso salarial que permitía un incremento del salario real a medida que la inflación disminuía.

CRISIS Y ESTABILIZACION: 1982-1984

Durante 1982-1983, es decir, a fines de la Primera Ronda de privatizaciones, Chile sufrió una profunda crisis económica y finan-

¹⁶ Incluyó el llamado Plan Laboral y el Código de la Ley Laboral, cuyas características principales se han resumido en este párrafo.

¹⁷ La mayoría de los demás aspectos de la reforma se volverían relevantes después de 1985.

ciera. A pesar de que la depresión de la economía internacional puede haber desencadenado esta recesión, la administración interna del tipo de cambio y ciertas características del mercado financiero (incluyendo los vínculos entre los productores de bienes y servicios y las instituciones financieras), sólo empeoraron la situación.

La causa más inmediata de la crisis fue la pérdida gradual al acceso a los mercados internacionales de crédito junto con una caída de los términos de intercambio. Este factor engendró dudas en cuanto a la capacidad de la economía para mantener el mismo ritmo acelerado de gasto que en los años anteriores y produjo una disminución de la demanda interna y, por consiguiente, de toda la actividad económica.

Los sectores productivos, especialmente de bienes transables (exportables e importables), tuvieron serias dificultades para resistir el doble efecto, por un lado, de este cambio en la demanda y, por otro, la rápida pérdida de la capacidad competitiva. Esto último fue consecuencia de la significativa reducción del tipo de cambio real entre 1980 y 1982 y el "piso" laboral derivado de las nuevas leyes laborales impuestas en 1980. De hecho, ambos fenómenos son las dos caras de la misma moneda. En efecto, la demanda por productos transables chilenos fue frenada cada vez más a nivel internacional por la recesión imperante e, internamente, por la creciente sustitución de productos nacionales por productos importados más baratos.

Las empresas se endeudaron en forma creciente, estimuladas por la liberalización financiera, los cuantiosos flujos de créditos externos, la insistencia por parte de las instituciones financieras que buscaban clientes en medio de una abundante liquidez que surgía de grandes entradas de capital, y finalmente, pero no menos importante, por la creencia de que la recesión mundial sería de corta duración.

Esta creencia fue compartida por las autoridades del sector económico que emitieron señales coherentes con esas expectativas y estimularon un mayor endeudamiento externo. Pero repentinamente, a fines de 1981, los flujos externos se detuvieron a medida que las condiciones externas e internas empeoraban. Fuertemente endeudadas e incapaces de recurrir a créditos adicionales, muchas empresas productivas quebraron, arrastrando consigo a varias instituciones financieras prestigiosas en lo que se puede describir como un enorme desastre financiero producido involuntariamente por la ambigüedad y laxitud de las normas existentes, diseñadas para poner en práctica la liberalización financiera.

El método de privatización utilizado antes de 1982 aceleró el impacto negativo de la crisis permitiendo a las instituciones financieras convertirse, *de facto*, en conglomerados financieros con un alto nivel de endeudamiento de sus subsidiarias, las que experimentaron, al igual que el resto de las empresas, una brusca caída en la demanda por sus productos. Más aún, los bancos insolventes empeoraron su situación: i) refinanciando pérdidas por préstamos no recuperables (endeudamiento forzoso); y ii) cayendo en riesgo moral¹⁸ y haciendo uso generoso de los subsidios para imprevistos por riesgos de tasas de interés y tipo de cambio ofrecidos por las autoridades durante 1981 y parte de 1982.

Como consecuencia de esta situación, el PGB cayó a una tasa del 14,1 por ciento en 1982, originando la crisis más fuerte de la actividad económica chilena desde la Gran Depresión. A medida que las reservas internacionales disminuían rápidamente, el crecimiento de las exportaciones se retrasaba y el servicio de la deuda externa prácticamente se duplicaba en dos años en proporción a las exportaciones, se debieron reducir las importaciones drásticamente, lo que significó otro golpe más para la actividad económica. Más aún, el Gobierno realizó intervenciones reguladoras a 16 instituciones financieras, unas para ser liquidadas y otras para que recuperaran su solidez financiera y posteriormente fueran privatizadas nuevamente. Entre éstas se encontraban los principales bancos comerciales (Banco de Chile, de Santiago, etc.), las principales Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs), como Provida, Santa María, Luis Pasteur, etc., grandes empresas comerciales e industriales como COPEC, INFORSA, Celulosa Arauco, Celulosa Constitución, etc. Esta acción revirtió el proceso de privatización anterior. A medida que la propiedad de la mayoría de estas instituciones se vinculaba a conglomerados financieros, esta intervención devolvió al Estado la administración directa o indirecta de un gran número de empresas que "perteneían" al Sector Privado. Puesto que esta intervención hizo que la propiedad de todas estas empresas fuese poco clara, pasaron a pertenecer a lo que se conoció como el "área rara".

La reprivatización de estas empresas, como también de las empresas estatales tradicionales (o porcentajes importantes de su

¹⁸ "Moral hazard"

propiedad), constituyó el segundo gran esfuerzo de privatización del período en estudio.

Durante 1983, la crisis del sector productivo empeoró, porque el país estaba obligado a ajustarse a las restricciones externas que se habían tornado más agudas que en 1982. El PGB cayó nuevamente, aunque en la cifra moderada de 0,7 por ciento. El desempleo abierto alcanzó a un 22,2 por ciento, el nivel más alto en décadas. A la vez, el programa estatal de trabajo, PEM, debió ser complementado por otro, el Programa de Empleo para Jefes de Hogar, POJH. El desempleo absorbido por ambos programas se elevó a 15,1 por ciento de la fuerza laboral total en octubre de 1983.

El descontento social se generalizó. Mientras que la inversión cayó a su nivel más bajo de las últimas décadas, permaneciendo así durante 1984, el consumo per cápita y total cayó por tercer año consecutivo. Dentro de este contexto, las decisiones de inversión fueron postergadas debido a las altas tasas de interés y la ambigüedad sobre los derechos de propiedad que surgieron de la importante intervención estatal en empresas y conglomerados financieros.

Se tomaron medidas para enfrentar las crisis simultáneas del mayor costo de la deuda externa y el cierre de los mercados de capital externos. La política cambiaria fue redirigida hacia el incentivo de las exportaciones y la restricción de las importaciones, se duplicaron los aranceles de importación desde un 10 al 20 por ciento, y se tomaron otras medidas para restablecer la solidez de las instituciones financieras y de otras empresas, caracterizándose 1984 por un cambio fundamental en la tendencia de los principales agregados y el inicio de la recuperación de la economía.

DE LA RECUPERACION AL AUGE: 1985-1989¹⁹

Durante la Segunda Ronda de privatizaciones, iniciada en 1985, la economía continuó recuperándose de la crisis de 1982-1983 y luego comenzó un período sostenido de auge que persiste hasta la fecha.

Cuando se reanudó el proceso de privatizaciones en 1985,

¹⁹ Se utiliza información de 1989 cada vez que ello es posible.

faltaba mucho para que el país se recuperara completamente de la crisis. El desempleo permanecía alto en el 16,6 por ciento de la fuerza laboral; las remuneraciones reales estaban en su punto más bajo de la década; el ahorro nacional bruto y la inversión bruta no sobrepasaban el 5,4 por ciento y el 13,7 por ciento del PGB, respectivamente, cifras muy inferiores al promedio de los años '60 y '70; y el consumo per cápita todavía era un 21,7 por ciento más bajo que el nivel de 1981. Si bien es efectivo que la mayoría de estos indicadores muestran un progreso con respecto a los años anteriores, también sugieren que la recuperación aún no se completaba.

Al mismo tiempo, los términos de intercambio continuaron empeorando y la gravedad de la crisis de la deuda externa se hizo evidente en Chile y en otros países deudores.

La situación en 1985 fue especialmente inquietante ya que las exigencias sociales por mayor bienestar eran difíciles de satisfacer en el corto plazo debido a restricciones externas agudas y a que se enfrentarían serios obstáculos en el mediano y largo plazo si se mantenían los niveles extremadamente bajos de las tasas de ahorro e inversión. Frente a estas dificultades, las autoridades decidieron "redoblar los esfuerzos de reformas estructurales, dentro de un marco de ajuste estructural dirigido a aumentar las exportaciones, inversión y ahorro".²⁰

Reducción de las restricciones externas

Este objetivo fue abordado mediante una combinación de políticas de gasto restrictivas y que cambiaron su composición, junto con la renegociación de la deuda externa chilena. El mejoramiento de los términos de intercambio después de 1987, ciertamente, también fue bienvenido.

Con el fin de incentivar el uso de recursos para la producción de bienes transables, para transformar las exportaciones en un motor de crecimiento y frenar las importaciones, la política estuvo orientada a establecer un tipo de cambio realista. Desde 1983, se ajustó el tipo de cambio de acuerdo a una canasta de monedas de los principales socios comerciales de Chile. En términos reales, éste se elevó en más de un 60 por ciento entre el período 1982-1983 y 1989.

²⁰ Büchi (1988).

Al mismo tiempo, las autoridades evitaron estimular el gasto interno, impidiendo así fuertes presiones inflacionarias que reducirían la capacidad competitiva de las exportaciones, que a su vez, generarían presiones perjudiciales para la balanza comercial. Con este fin, las políticas fiscales y monetarias fueron guiadas por directrices moderadoras, desde 1985 en adelante, al menos hasta 1988, y haciéndose expansivas en 1989 como anticipación del referendium que se realizaría a fines de año con motivo de la candidatura del General Pinochet a las elecciones presidenciales de 1990. Así, después de haber desempeñado un papel expansivo durante la crisis, para aminorar su impacto, el déficit fiscal se redujo. El déficit consolidado del Sector Público no financiero cayó desde el 4,4 por ciento del PGB en 1984 al 0,8 por ciento en 1987 registrándose un gran superávit en 1988. Simultáneamente, la política monetaria intentó satisfacer las necesidades de una economía en recuperación y expansión en forma coherente con las restricciones sobre el comercio exterior y la tasa de inflación que bajó desde el 26,4 por ciento durante 1985 al 14,7 por ciento en 1988, y que aumentó, sin embargo, a un 17 por ciento en 1989.

La deuda externa fue renegociada con los acreedores con el fin de aliviar el costo de los ajustes. A mediados de 1987, se firmó el último acuerdo con la banca acreedora para reestructurar los vencimientos de la deuda con los bancos extranjeros, extender la disponibilidad de líneas de crédito de corto plazo, modificar la frecuencia de los pagos de intereses y reducir las tasas de interés. Además, a través del Club de París, las renegociaciones incluyeron los vencimientos de créditos del Gobierno.

Para reducir la deuda externa, las autoridades pusieron en práctica dos mecanismos contenidos en los Capítulos XVIII y XIX de la Ley de Cambios. A fines de 1989, las amortizaciones acumuladas alcanzaban a US\$5.701 millones, permitiendo reducir el total de la deuda externa a su nivel de 1981, a pesar del uso posterior de nuevos créditos.²¹ Estas medidas también produjeron un mejoramiento importante de los índices de solvencia externa. El servicio de intereses se redujo desde un 65,4 por ciento de los

²¹ Si se consideran otras formas de rescate de deuda externa, la reducción es incluso mayor, alcanzando al equivalente de US\$8.987,3 millones, o a más del cincuenta por ciento de la deuda externa total acumulada hasta el final de la recesión (1984).

bienes exportados en 1985 a un 37,5 por ciento en 1989, mientras que la relación del monto de la deuda externa con respecto a los mismo bienes de exportación cayó del 5,1 en 1985 al 2,0 en 1989.

Finalmente, cabe destacar el alivio fortuito de las restricciones externas proveniente del alza del precio del cobre, y de las reducciones del precio del petróleo y de la tasa LIBOR. El impacto de los términos de intercambio sobre el ingreso disponible fue positivo por primera vez en muchos años en 1988 y nuevamente en 1989, debido principalmente al mejoramiento significativo del precio del cobre.

El éxito de las políticas diseñadas para aliviar las restricciones externas es indiscutible. Las exportaciones de bienes y servicios, que representaban el 25 por ciento del PGB en 1983 aumentaron a casi un 30 por ciento a fines de 1989, en términos de precios de 1977. Por otra parte, esta tendencia permitió el crecimiento sostenido de las importaciones que habían constituido la principal herramienta de ajuste a las restricciones externas durante la crisis. Actualmente, las importaciones representan más del 28 por ciento del PGB, contra el 21 por ciento en 1983. Esta combinación de acontecimientos, junto con un servicio financiero estable permitió reducir significativamente tanto el saldo negativo de la cuenta corriente como la necesidad de crédito adicional, de modo tal, que incluso con la actual entrada moderada de capital, Chile ha sido capaz de acumular reservas internacionales en los últimos años. Asimismo, algunas medidas políticas recientes, tienden a reducir el riesgo de que nuevamente se apliquen en forma más rigurosa las restricciones externas. Por una parte, la reducción de aranceles a un 15 por ciento en 1987²² contribuyó a corregir el sesgo antiexportaciones con respecto a las exportaciones no tradicionales que hoy día representan más de un tercio de las exportaciones totales, mientras que el Fondo de Estabilización del Cobre, diseñado para congelar parte del aumento del precio del cobre a partir de 1988, contribuirá a reducir el impacto negativo de los ciclos mundiales. Por otra parte, las grandes inversiones de empresas extranjeras privadas y una reducción de la importancia relativa de la deuda externa en términos de pasivos en el extranjero llevará a un servicio de la deuda más pro-cíclico.

²² Los aranceles se habían elevado al 35 por ciento durante un período de seis meses en 1985 y fueron reducidos a un 20 por ciento en 1986.

Estimulación del ahorro y la inversión

Poco después de la crisis, las autoridades reconocieron que era necesario que la inversión se recuperara para mantener un crecimiento alto y sostenido y mejorar el bienestar de la población en general y que, al mismo tiempo, este esfuerzo tendría que ser financiado con ahorro nacional. Después de la crisis, ambas variables fueron estimuladas por la recuperación de la actividad económica general, la solución de los problemas de descapitalización de los bancos y negocios, y el fortalecimiento institucional del mercado de capitales.

El PGB creció a una tasa promedio anual de 5,7 por ciento entre 1984 y 1989. Esto es tanto una causa como una consecuencia de las mayores inversiones, que se elevaron desde un 13,6 por ciento del PGB en 1984 a un 20,4 por ciento en 1989. Pero, pese a que el Sector Privado asumió un papel importante en el auge de la inversión, una vez finalizada la crisis de 1982-1983, la inversión pública representó un porcentaje más alto del PGB que en el período 1979-1981, con un 6,8 por ciento en 1988 en vez de 5,1 por ciento. Luego de la crisis de los '80 se redujo en forma significativa la contribución del ahorro externo, siendo la inversión financiada crecientemente por un esfuerzo extraordinario de ahorro nacional, el que aumentó desde un 3,0 por ciento en 1984 a un 6,9 por ciento del PGB en 1989. El ahorro interno creció incluso más rápidamente, siendo la diferencia entre ambos el pago neto a los factores externos, que representaban en 1989 más del 7,7 por ciento del PGB. Ese esfuerzo fue compartido por los sectores, tanto público como privado. De hecho, el período 1985-1989 fue testigo de los mayores esfuerzos de ahorro interno logrados en Chile hasta la fecha: el promedio anual fue de 22,5 por ciento del PGB mientras que durante el período 1965-1969 no sobrepasó el 17,3 por ciento, incluso cuando el precio del cobre alcanzó su punto máximo a fines de los años '60.

A pesar del menor déficit, el Gobierno mantuvo niveles de inversión importantes gracias a los significativos esfuerzos de ahorro, que en 1988 alcanzaron el 8,2 por ciento del PGB, cifra que incluye aquellos recursos destinados al Fondo de Estabilización del Cobre. Controles más rigurosos sobre el gasto corriente explican este resultado promisorio. Sin embargo, el ahorro estatal perdió gradualmente importancia en términos de PGB, permitiendo el liderazgo del Sector Privado en el desarrollo económico nacional. Por otra parte, el Sector Privado se vio

obligado, hasta 1987, a reducir el consumo para aumentar el ahorro. Desde entonces, tanto el consumo como el ahorro se han elevado a una tasa superior que la del crecimiento de la población. Esta tendencia de la tasa de consumo revela una recuperación gradual hacia los niveles imperantes a principios de la década, a pesar de que el consumo per cápita sólo sobrepasó su nivel de 1981 en 1989.

La fuerte recuperación del mercado financiero explica, en parte, las tendencias sostenidas de inversión y ahorro, al menos las del Sector Privado. Además de los incrementos, tanto de los depósitos como de los préstamos, en términos reales, el período presentó muchos otros cambios significativos. Uno fue la mayor competencia entre las instituciones financieras, las que redujeron su margen entre las tasas de interés activas y pasivas y aumentaron significativamente las utilidades. Otro fue la normalización del sistema financiero a fines de 1986, que colocó a las instituciones financieras y de propiedad en un pie sólido y fue seguido por la reprivatización de dos de los bancos más importantes del país en 1987. Un tercer cambio fue el mejoramiento de la calidad de los activos, junto con la aplicación de una serie de mecanismos incentivos para inyectar capital a las instituciones financieras, el capitalismo popular, la inversión extranjera a través del Capítulo XIX, las líneas de crédito del Banco Central, etc. Todas estas medidas tuvieron como consecuencia el mejoramiento del patrimonio neto de las instituciones financieras y, por lo tanto, de su solvencia. Se modificaron varias leyes, entre ellas la Ley de Bancos de la Superintendencia, para reducir gradualmente el seguro de los depósitos, permitir la creación de subsidiarias bancarias y, finalmente pero no menos importante, para ejecutar cambios significativos tendientes a mejorar el marco regulador de las instituciones financieras, un importante factor de fondo de la fragilidad del sistema financiero antes de 1982 y combustible para el fuego de la recesión de 1982-1983.

La normalización del sistema financiero se relacionó con la recuperación sostenida de la situación de los deudores quienes fueron favorecidos por el crecimiento general de la actividad, la reducción gradual del costo del crédito y las iniciativas gubernamentales para la reprogramación de la deuda. Asimismo, el ahorro y la inversión fueron incentivados por el rápido desarrollo de inversionistas institucionales (administradoras de fondos de pensiones y compañías de seguros) e inversionistas extranjeros, que operaban a través del DFL 600 y el Capítulo XIX. A

pesar de que las contribuciones efectuadas mediante este último mecanismo no representan precisamente inversiones nuevas, permitieron a las empresas pagar sus deudas inmediatamente, fortaleciendo así el mercado financiero y haciendo más atractivo el ahorro. Además posibilitaron el aumento de capital de riesgo en manos extranjeras, lo que se convirtió en un elemento estabilizador para el ahorro privado. Y, muy importante, las diferentes reformas tributarias puestas en práctica a partir de la crisis, constituyeron un factor determinante y permanente para incentivar el ahorro, porque redujeron la aplicación de gravámenes y aumentaron el impuesto al consumo.

Estos avances del sistema financiero se relacionan directamente con el problema central tratado en este trabajo, es decir, la privatización de las empresas en poder del Estado, especialmente con respecto al precio pagado por esas empresas y la retroalimentación de este proceso dentro de todo el sistema financiero. Ambos temas serán analizados en los capítulos siguientes.

Tanto las menores restricciones externas como la ola de inversiones producto de la estructura institucional favorable establecida durante los años '70, han sido un instrumento fundamental para estimular las exportaciones y el crecimiento económico general y para mejorar las condiciones de vida, el empleo y la distribución del ingreso. El volumen de las exportaciones no cupríferas ha ido aumentando a una tasa anual de más del 11 por ciento desde 1985, mientras que la tasa de crecimiento del PGB estableció un nuevo récord en 1989, cuando se elevó al 10 por ciento. La tasa de desempleo, medida a nivel nacional, cayó a un 9,8 por ciento en septiembre de 1989, el nivel más bajo desde 1974, mientras que los programas estatales de trabajo ya habían desaparecido totalmente a esa fecha. El desempleo ha continuado descendiendo desde entonces, con un aumento progresivo de los salarios reales desde 1985. Sin embargo, en 1989 aún no habían recuperado su nivel de 1981, que fue el más alto desde 1972. Se espera que, de continuar el crecimiento y la alta inversión, dada la escasez dentro del mercado laboral, los salarios reales mantengan su tendencia ascendente, con repercusiones positivas en la distribución del ingreso.

Objetivos ideológicos y económicos de la privatización en Chile

Teniendo en cuenta el desarrollo de la economía chilena durante las últimas décadas, en este capítulo se analizará el papel específico de la privatización en ella. Dentro de un marco de políticas coherentes, se espera que la enajenación sea un elemento más dentro de un conjunto de acciones complementarias diseñado para lograr objetivos, tanto socio-políticos, como económicos. En la práctica, éste no es siempre el caso, como se puede observar en los programas de privatización de empresas estatales de otros países adoptados exclusivamente con el propósito de resolver problemas fiscales urgentes. El caso chileno servirá para ilustrar las complejidades de este problema.

Como se mencionó anteriormente, la privatización en Chile se realizó como parte de un profundo proceso de reformas institucionales realizadas por el régimen militar, que estaba convencido de que con el esquema institucional existente, no lograría sus metas de crecimiento económico, pleno empleo y eliminación de la extrema pobreza. Más aún, el régimen sostenía que la descentralización económica eficaz era condición necesaria para conseguir una organización democrática eficiente. Estas convicciones lo condujeron a favorecer los derechos individuales, como la propiedad privada, y a adoptar los principios "liberales" de: no discriminación, el mercado como instrumento principal de las

decisiones económicas, el Sector Privado como agente fundamental del desarrollo, el comercio exterior como el medio principal para explotar las ventajas comparativas del país, incentivando la eficiencia interna, etc. Dada esta perspectiva económica, especialmente a la luz del predominio del Estado como empresario en el gobierno anterior, el proceso de privatización aparece como una acción coherente, con significado tanto político como económico y que fue promovido vigorosamente a partir de 1974.

LAS EMPRESAS ESTATALES Y LA PERDIDA DE LA LIBERTAD ECONOMICA

A pesar de que la historia chilena del Estado como empresario comienza en el siglo 18, es en el siglo actual cuando este rol se amplía radicalmente con la creación de las empresas relacionadas a la CORFO¹ y de otras establecidas por leyes especiales; sin embargo, hasta mediados de los años '60, veló para que su papel dentro de la economía fuera "estratégico" o complementario al Sector Privado, por ejemplo, en los casos en que se requerían recursos de inversión no disponibles de otra forma. Aún así, en 1965, el valor agregado por las empresas estatales alcanzaba al 14,2 por ciento del PGB (Cuadro I-2), cifra significativamente más alta que los promedios del hemisferio occidental o incluso mundiales.²

Después de 1965 esta situación cambió rápida y drásticamente. Bajo el gobierno de Frei, un intenso proceso de reforma agraria dio un nuevo impulso al Estado como empresario, el que comenzó a competir directamente con el Sector Privado administrando el 60 por ciento de la tierra cultivable del país. Además, la gran minería del cobre fue "chilenizada" (Frei), para luego ser nacionalizada bajo el gobierno de la Unidad Popular.³ Más

¹ CORFO (Corporación de Fomento de la Producción), corporación estatal de desarrollo formada en 1939, que ha jugado un papel importante en el desarrollo industrial del país.

² Short (1984), usando cifras de 1975, entrega porcentajes de 9,4 y 6,6 por ciento para el mundo y los países del hemisferio occidental, respectivamente.

³ La chilenización significó que el Gobierno adquiriera el 50 por ciento de las grandes compañías extranjeras de cobre, principalmente a través de nuevas inversiones en las minas. Mediante la nacionalización se traspasaba el 50 por ciento restante al Sector Público sin compensación alguna.

aún, durante este último gobierno un gran número de empresas industriales, comerciales y financieras, grandes y medianas, fueron nacionalizadas o intervenidas, de modo que el total de estas empresas bajo administración estatal, aumentó desde 68 en 1970, a 596 en 1973 (Cuadro I-1). En esta forma, la participación de las empresas estatales en el PGB alcanzó el 39 por ciento durante este último año, generando el 100 por ciento del producto en el área de servicios públicos, alrededor de 85 por ciento en los sectores de servicios financieros y minería, y otros altos porcentajes en los demás sectores de la economía.

Los subsidios del Gobierno Central para financiar las pérdidas de las empresas estatales, generaron la mayor parte del 25 por ciento del déficit fiscal del PGB durante 1973 y fueron, por lo tanto, la causa principal e inmediata de la inflación desatada durante aquel período. Las políticas de nacionalización e intervención del período 1971-1973, que se aplicaron dentro de un contexto político y social caótico, crearon la imagen de un Estado sumamente ineficiente como empresario, que sólo intentaba utilizar el poder económico para imponer un régimen totalitario. Esto se transformó en la base del apoyo a la intervención militar y proporcionó la legitimidad política fundamental al nuevo Gobierno, lo que explica en gran medida la rapidez y profundidad del proceso de privatización en Chile.

Es importante recordar que al tomar el poder, el mandato implícito del régimen militar de privatizar empresas administradas por el Sector Público, sólo era aceptado universalmente con respecto a las que habían sido intervenidas o adquiridas por el gobierno de Allende. Se podría argumentar que esto fue reconocido, de hecho, por el régimen militar a principios de su gobierno, cuando hizo una lista de las empresas que permanecerían en el Sector Público, y que incluían a CODELCO (la gran empresa estatal de cobre), CTC (la compañía de teléfonos nacionalizada por ley), CHILECTRA (la compañía de distribución eléctrica nacionalizada por ley) y otras grandes compañías de servicios públicos y empresas estatales creadas por ley o por la CORFO.

Siempre hubo una gran oposición pública a la privatización de estas grandes empresas estatales tradicionales. En efecto, la Constitución prohíbe la privatización de CODELCO y ENAP (Empresa Nacional del Petróleo). Más aún, cada vez que el gobierno Militar comenzaba la privatización de otra de las empresas estatales de la lista, lo que sucedió después de 1985 y

especialmente hacia fines de los años '80, era duramente criticado, incluso por algunos de los partidarios nacionalistas del régimen. A pesar de ello, se llevó a cabo la privatización de la mayoría de estas empresas, la cual hoy día es aceptada. Al menos eso es lo que indica el debate público sostenido durante las últimas elecciones nacionales.

Este análisis se presta para una interesante disgresión. La mayoría de las personas habría esperado que los militares, acostumbrados a formas jerárquicas de organización, favorecieran una economía relativamente centralizada, en la cual la planificación jugara un papel importante. Sin embargo, después de un primer año de indecisión, el Gobierno Militar optó a favor de una economía de mercado, es decir, por la desregulación y la privatización. Sin duda, la relación lógica entre la tarea histórica de restauración de la democracia y la existencia de una economía de mercado, debe haber jugado un papel decisivo en la opción elegida, al igual que el hecho de que las economías de mercado se comporten mejor que las economías centralizadas para elevar las condiciones de vida, que ya comenzaba a ser aceptado en esa época y reforzado por la experiencia de los años de Allende. Sin embargo, el factor determinante en la decisión a favor de una economía de mercado probablemente fue otro.

Un grupo de economistas liberales⁴, conducidos por lo que se ha llamado los "Chicago Boys", había articulado un "plan económico" durante principios de los años '70, que sería propuesto a las nuevas autoridades bajo el supuesto de un reemplazo eventual del gobierno de Allende por uno de características más liberales. Este "plan" preconizaba una economía de mercado en que se despojaría (a través de medios legales) a los agentes económicos de cualquier poder monopólico o monopsónico que pudiesen tener. El rompimiento del poder monopólico afectaría tanto a las empresas como a los sindicatos. Este esquema, **dentro del contexto del régimen existente**, que además del ejecutivo, controlaba el poder legislativo y las Fuerzas Armadas, realmente fortaleció al Gobierno, al pulverizar la mayoría de las demás fuentes de poder de la sociedad. En efecto, este poder aumentó posteriormente con la retención en manos del Gobierno de unas pocas empresas claves, como CODELCO (que generaba alrededor del 50 por ciento de las divisas del país y que financiaba una

⁴ Aquí se usa el término "liberal" en el contexto europeo de la palabra.

porción considerable de las compras de armamento mediante un impuesto especial), ENAP (empresa monopólica productora de petróleo), y algunas empresas de transporte (ferrocarriles, una aerolínea, etc.).

En resumen, la privatización de empresas estatales fue uno de los instrumentos utilizados por el régimen militar para descentralizar y distribuir el poder económico en el país. Estos objetivos se consideraron esenciales para poder establecer una democracia viable y posiblemente jugaron un papel importante en otorgar al Gobierno el poder que consideraba necesario para mantener el orden público y a la vez realizar reformas estructurales revolucionarias. Estas reformas han contribuido a una transición pacífica hacia la democracia y, durante los últimos años, hacia una economía en crecimiento.

LOS OBJETIVOS ECONOMICOS DE LAS PRIVATIZACIONES DURANTE LOS AÑOS 70

A pesar de que el proceso de privatización, al igual que el proceso británico, persiguió objetivos políticos en su análisis, también tuvo objetivos económicos. Como es habitual en los procesos de privatización de todas partes del mundo, se esperaba que las privatizaciones que se realizaran en Chile durante los años '70 contribuyeran, por sobre todo, a financiar el déficit del Sector Público. En el momento que los militares subieron al poder, el gasto del Gobierno Central había alcanzado el 50 por ciento del PGB, del cual sólo la mitad era financiado a través de impuestos y otros ingresos. El Gobierno Militar esperaba eliminar el déficit del 25 por ciento del PGB: (a) elevando las tarifas de los servicios públicos y obligando a las empresas estatales del sector a autofinanciarse; (b) mediante una reforma tributaria que aumentaría el ingreso fiscal en cinco o seis por ciento del PGB; (c) mediante ingresos provenientes de las privatizaciones. En gran parte como consecuencia de esta orientación, se eligieron métodos de enajenación que maximizarían los ingresos del Sector Público. Esta decisión resultó tener consecuencias importantes aunque inesperadas durante la crisis económica y financiera de 1982-1983.

Evidentemente, las privatizaciones en Chile también debían contribuir a la eficiencia económica. Las autoridades enfatizaban continuamente este aspecto, creando un medio en que, tanto las empresas públicas como privadas, tenían incentivos para ser "efi-

cientes".⁵ En ese sentido, sólo se preocuparon de la "ineficiencia" de las empresas públicas en el mediano y largo plazo, es decir, bajo un escenario institucional diferente al creado por el régimen militar. Durante el régimen, se fue desarrollando en forma gradual un escenario nuevo durante los años '70 y principios de los '80 en que: (a) todas las empresas estaban sometidas a una fuerte competencia o a una regulación especial, basada en el costo marginal, que no permitía las utilidades monopólicas; (b) las empresas públicas fueron obligadas a autofinanciarse sin recibir subsidios, y se les permitió cobrar precios de mercado por sus productos; y (c) el Gobierno redujo drásticamente su injerencia en la administración de las empresas estatales.

Más aún, las empresas estatales fueron obligadas a distribuir un alto porcentaje de sus utilidades al Estado en forma de dividendos (durante los años '80 la norma era el 100 por ciento), y sólo se permitieron nuevas inversiones después de una detallada evaluación del proyecto. Se prohibió prácticamente que las empresas estatales adquirieran nuevas deudas,⁶ salvo para un nuevo proyecto de inversión. Este escenario fue eficaz para elevar la rentabilidad sobre el patrimonio neto de las empresas estatales durante principios de los años '80, para que se acercara a la de las empresas del Sector Privado. Esto constituyó un cambio absoluto con respecto de las enormes pérdidas de principio de los años '70. A la vez, las empresas estatales evitaron los problemas de endeudamiento que habrían de atormentar a las empresas privadas.⁷

Hay, evidentemente, varios supuestos importantes detrás de la IDEA de que la privatización de las empresas estatales conduciría a un mayor grado de eficiencia económica. Para analizar esto, se ha distinguido entre la eficiencia-interna⁸ y la eficiencia

⁵ Aquí se usa el término "eficiencia" en el sentido de maximización de utilidades. El Gobierno consideraba que se había abusado del argumento a favor de las actividades empresariales del Estado en base a la necesidad de corregir las imperfecciones del mercado y que era sumamente difícil, si no imposible, determinar este papel.

⁶ En primer lugar, el Gobierno no garantizaría explícita o implícitamente tales operaciones.

⁷ Ver Hachette y Lüders (1988).

⁸ La eficiencia-interna también denominada eficiencia-X implica costos mínimos para cualquier producto dado. Aunque es claramente una sobresimplificación, con frecuencia se supone que la empresa privada, en un esfuerzo por maximizar las utilidades, tiene eficiencia-interna además de eficiencia técnica.

asignativa.⁹ Se ha demostrado que en un mundo perfectamente competitivo, dado un completo conjunto de mercados y otros supuestos técnicos, una empresa privada que maximice sus utilidades contribuirá a una asignación de recursos que optimice el bienestar, es decir, se maximizan ambos tipos de eficiencias. El supuesto detrás de la política de privatización chilena fue que las demás medidas de política económica (el funcionamiento de mercados libres, la apertura de la economía al comercio internacional, algunas regulaciones específicas del sector en el caso de los monopolios naturales, etc.) permitirían que la economía chilena llegara a ser una economía suficientemente competitiva como para asegurar una asignación de recursos razonable una vez completado el proceso de privatizaciones. Más aún, cualesquiera fueran los costos involucrados, ellos serían compensados con creces por las ganancias de eficiencia-interna.

Aunque es efectivo que varias de las empresas estatales chilenas más destacadas fueron creadas como consecuencia de imperfecciones importantes del mercado, de acuerdo, al menos a razones dadas en la época, éstas ya no existían en los años '70 o su trascendencia disminuyó significativamente. Se ha argumentado que las grandes empresas creadas por la CORFO requerían de montos significativos de capital o conocimientos técnicos que no se podían obtener en el Sector Privado. Sin justificar algunos de los costosos excesos del período 1950-1973, las condiciones económicas internacionales después de los años '30 indujeron al país a sustituir importaciones, lo que implicó un proceso de industrialización, que a su vez, requirió grandes inversiones en infraestructura. En esa época no existía un mercado de capitales local eficiente y las tecnologías disponibles estaban altamente concentradas en manos de unos pocos productores internacionales. El Estado parecía ser la única alternativa práctica para llevar a cabo la tarea. Esta es la razón por la cual se formaron las empresas estatales, ENDESA, ENAP y CAP (Compañía de Acero del Pacífico), entre otras.

Sin embargo, las condiciones económicas internacionales

⁹ La eficiencia asignativa se refiere a la distribución de la producción entre diferentes sectores, subsectores, sucursales, etc. El supuesto habitual es que, en el mundo real, siempre existen imperfecciones del mercado que requieren de la intervención del Estado. Las empresas estatales son uno de los instrumentos de los que dispone el Gobierno para corregir dichas imperfecciones.

cambiaron rápidamente después de la II Guerra Mundial y a fines de los '60, el tamaño de la economía chilena también había sufrido una expansión considerable. Las empresas estatales mencionadas probablemente podrían haber sido privatizadas mucho antes de los '70, como era el propósito inicial, y es muy probable que hubiesen florecido en el Sector Privado. Más aún, suponiendo la existencia de una economía de mercado abierta y estable, el capital y conocimiento técnico necesario para la mayoría de las actividades económicas pueden ser obtenidos por el Sector Privado en mercados de capitales internacionales y locales y de fuentes extranjeras, respectivamente. Por lo tanto, la existencia de las empresas estatales ya no parecía justificarse, en especial a la luz de la experiencia de varios países asiáticos.

Algunas de estas empresas del Estado consideradas monopolios naturales, eran grandes empresas de servicios públicos. (Chilectra, ENTEL, etc.). En general se supone que éstas pueden ser inducidas a tener un nivel "óptimo" de producción (aquél que se lograría si la actividad fuese competitiva) como monopolios estatales o compañías privadas reguladas. También se supone que en el último caso el nivel de eficiencia-interna será más alto y, por lo tanto, es preferible. Esta fue la base sobre la cual se definió la política de privatización de este tipo de compañías, la cual se materializó mediante regulaciones establecidas antes de la privatización en sí. En la práctica, el problema es más complejo. La información asimétrica otorga aún al monopolista regulado la oportunidad de obtener utilidades anormales, o alternativamente, compartir las utilidades del monopolio con el regulador a través de sobornos. En Chile, para minimizar la posibilidad de esta ocurrencia, la regulación fue implementada por ley, basada en hechos objetivos, eliminando de esta manera la intervención de las autoridades tanto como fuera posible.

Los objetivos de la privatización chilena se originaron en el concepto ampliamente difundido de que las empresas con dueños que maximizan las utilidades, usan los recursos dentro de la empresa en la forma más eficiente. Esta es otra razón por la que durante la segunda fase de la Primera Ronda de privatizaciones, se enajenaron paquetes controladores.¹⁰ La Teoría del Agente-Principal demuestra claramente que bajo tales circunstancias, las empresas privadas son internamente más efi-

¹⁰ La razón principal fue, por supuesto, la maximización de los ingresos.

cientes que las empresas estatales. Más aún, la misma teoría indica que esto no se cumple cuando la propiedad de una empresa privada está distribuida ampliamente (corporación). En ese caso, la supervisión del contrato de administración se transforma en un bien público y ningún accionista individual (que tenga en su poder sólo un pequeño porcentaje de la compañía) estará interesado en gastar tiempo y recursos en supervisión, ya que puede obtener los mismos beneficios sin costo, si otro accionista realiza el control. Este razonamiento lleva a la conclusión de que probablemente nadie supervisará a los gerentes, los que entonces perseguirán sus propios fines, que no necesariamente coincidirán con los objetivos de la empresa de maximizar las utilidades. En otras palabras desde un punto de vista teórico, no está claro que la administración de las empresas estatales sea necesariamente menos eficaz que la de una corporación privada.

No obstante, existen formas para resolver este problema, al menos parcialmente. La competencia deja en evidencia una "mala" administración, ya que la menor rentabilidad actúa como mecanismo indicador. Las estrictas leyes de quiebra, que implican un alto costo para los gerentes, los inducen a evitar el fracaso y, por lo tanto, a generar utilidades. Las leyes que facilitan los "takes-overs" inducen a los gerentes a ser relativamente eficientes, ya que de lo contrario pueden perder su puesto como consecuencia del "take over". En el caso chileno, se han tomado todas estas medidas y, por lo tanto, es posible suponer que la forma en que se ha llevado a cabo el proceso de privatización ha sido consistente con el objetivo de lograr una mayor eficiencia-interna. Resulta interesante observar que a excepción de las medidas tomadas para aumentar la competencia, las motivaciones de los cambios de la regulación fueron diferentes a las mencionadas con anterioridad.¹¹

Por lo tanto, es posible concluir que, durante la Primera Ronda, las privatizaciones en Chile fueron consistentes con los objetivos generales de la política del Gobierno, con otras políticas necesarias de acuerdo a la teoría y ejecutada según se requiriera.

¹¹ Se introdujo la competencia para desincentivar las ganancias monopolísticas; las reformas a la ley de quiebras se introdujeron como parte de un paquete de medidas para controlar los problemas generados por la existencia de conglomerados altamente endeudados; y las medidas para facilitar las adquisiciones eran parte de un paquete de iniciativas diseñadas para desarrollar el mercado de capitales local.

Sin embargo, el crédito concedido a los compradores de acciones de las empresas estatales enajenadas para maximizar los ingresos del Estado, más adelante demostraron tener efectos importantes no descados. Este punto se analizará con mayor detalle en el Capítulo IV.

LECCIONES DE LOS AÑOS '70 Y OBJETIVOS NUEVOS PARA LOS AÑOS '80

El Gobierno aprendió varias lecciones de la Primera Ronda de privatizaciones que lo indujeron a poner en práctica nuevos métodos de privatización a partir de 1985. Como se mencionó anteriormente, durante la Primera Ronda, persiguió principalmente la maximización de ingresos (mediano plazo), sujetos al mejoramiento de la eficiencia y, con este fin: (a) ofreció a los inversionistas paquetes de acciones controladores, esperando obtener así mejores precios por acción que mediante una mayor distribución de la propiedad; (b) proporcionó crédito, ya que estaba consciente que después de la crisis económica y social de la primera mitad de los años 1970, el Sector Privado chileno estaba descapitalizado y no tenía capital de operaciones; (c) por las mismas razones, no exigió a los compradores demostrar ser dueños de cierto nivel de patrimonio neto; y (d) no estaba preocupado de los efectos de las privatizaciones sobre la concentración de la propiedad. De hecho, en esa época, se argumentaba que la eliminación de las restricciones comerciales y otras políticas seguidas por el Gobierno probablemente requerían de la existencia de conglomerados fuertes para poder competir en los mercados internacionales, que, por la misma razón, no lograrían el poder monopólico, y que los altos niveles de endeudamiento no habían sido un impedimento para que las compañías japonesas y alemanas tuviesen un buen comportamiento y subsistiesen en el tiempo.

Algunas de estas ideas demostraron ser erradas. Durante la crisis económica y financiera de principios de los años '80, los conglomerados altamente endeudados fracasaron y las empresas que controlaban cayeron nuevamente en manos del Estado, generando el "área rara".¹² El hecho de que la propiedad de la

¹² El "área rara" es el nombre que se le da a aquellas empresas del Sector Privado, de las cuales muchas pertenecían a conglomerados, que eran

mayoría de estas empresas estuviese interrelacionada y muy concentrada, probablemente agravó la crisis, ya que la insolvencia de unas pocas afectaba a todas las demás.¹³ Más aún, la concentración del poder económico (ahora en el Sector Privado) fruto del proceso de privatización había originado una fuerte crítica política. El Gobierno, por lo tanto, replanteó sus objetivos para las privatizaciones futuras.

La lista de objetivos presentados aquí, sin intención de indicar prioridades, se expandió durante 1985 para incluir: (a) la normalización de las instituciones financieras y productivas del "área rara"; (b) la generación de recursos para el pago de la deuda pública y para la inversión necesaria en los Servicios Públicos e infraestructuras económicas generales; (c) el mejoramiento de las empresas estatales; (d) el incremento de la disponibilidad de instrumentos de inversión, especialmente para los Fondos de Pensiones, y para fortalecer el mercado de capitales en general; y (e) la distribución de la propiedad ofreciendo condiciones favorables de compra. Después de 1985, esta lista de objetivos no cambió sustancialmente, a pesar de que algunos aspectos fueron detallados en forma más específica.¹⁴

Como se apreciará, el Gobierno eligió una amplia variedad

manejados por el Sector Público después de que muchas instituciones financieras, con las cuales los conglomerados financieros de estas empresas estaban altamente endeudadas, fueron intervenidas por el Gobierno a principios de 1983. Lo "raro" sobre estas empresas es que su propiedad no estaba bien definida, ya que aunque legalmente pertenecían al Sector Privado, fueron administradas por el Sector Público como consecuencia de la intervención de los bancos por parte del Gobierno. Por consiguiente, los bancos solicitaron el estricto servicio de la deuda a los conglomerados financieros, requisito que muchos de ellos no fueron capaces de cumplir debido a la crisis económica imperante y a que para minimizar las ya altas tasas de interés esperadas, habían estado renovando su gran deuda cada 30 días. Por tanto, esos conglomerados financieros fueron adquiridos por los bancos intervenidos y entonces, las compañías operativas fueron administradas por el Sector Público.

¹³ Esta opinión se tomó de Díaz-Alejandro (1988).

¹⁴ Ver Mandakovic (1989). En CORFO (1988) se expresan los objetivos, según fueron definidos en ese momento. De su lista, que se presenta a continuación, se puede inferir que los cambios principales fueron en realidad mínimos con respecto a los de 1985: a) la eliminación (o reducción) de los frecuentes déficits fiscales originados de las pérdidas operacionales de las empresas estatales, b) la distribución de la propiedad (ventas a trabajadores y pequeños accionistas). Capitalismo Popular. Correlación del individuo con la actividad empresarial, c) la

de métodos de privatización para lograr estos objetivos y evitar los problemas de la Primera Ronda. Estos se describirán en detalle en el capítulo siguiente.

El análisis de la relación entre estos objetivos sugiere que algunos de ellos podrían ser, hasta cierto punto, contradictorios. Por ejemplo, el objetivo de maximizar los ingresos fiscales podría oponerse al de distribuir la propiedad porque, como lo ha demostrado la teoría financiera establecida, la distribución muy amplia de la propiedad debilita el control de la compañía, con la consiguiente disminución del valor neto. Algunos han argumentado que en el caso particular de las privatizaciones, una mayor distribución de la propiedad podría reducir la probabilidad de que se revierta el proceso de privatización a un precio arbitrariamente bajo y, por lo tanto, aumentaron los ingresos estatales. Esta hipótesis fue probada en el caso chileno y demostró ser válida, eliminando así esta aparente contradicción de objetivos. Sin embargo, el objetivo de alcanzar la eficiencia máxima, también puede oponerse al de maximizar los ingresos, ya que, por ejemplo, la estimulación de la competencia elimina los poderes monopólicos, lo que favorece el "alto" precio de venta de las acciones. No obstante, en este caso el Gobierno favoreció incluso durante la Primera Ronda, las ganancias de eficiencia por sobre la maximización de ingresos, contrariamente a lo ocurrido en muchos países, incluyendo Inglaterra y Argentina.

La eliminación de los déficits de las empresas estatales es, curiosamente, uno de los objetivos mencionados en la lista más detallada presentada por CORFO a fines de los años '80. Este objetivo se debe interpretar como "evitar los costos a largo plazo para el Estado de déficits que tienen la probabilidad de coexistir como resultado de presiones redistributivas, en la mayoría de las empresas estatales". Por consiguiente, este objetivo debe ser entendido simplemente como un aviso de precaución. Si bien es

eficiencia a largo plazo de las empresas, d) la diversificación de las inversiones de las AFP en instrumentos sólidos que garanticen una pensión satisfactoria. La correlación entre el pensionado con el crecimiento de las empresas, e) el fortalecimiento del mercado de capitales, f) la expansión y modernización de empresas (incrementos de capital en lugar de deudas al Estado), g) la obtención de recursos adicionales para el Estado y la CORFO, con el propósito de financiar proyectos con alta rentabilidad social, como los créditos de promoción del Sector Privado.

efectivo que unas pocas empresas estatales más pequeñas aún presentaban pérdidas durante los años '80, la mayoría de ellas estaban generando excedentes. Como se mencionó anteriormente, a partir de 1975 las empresas estatales en Chile estuvieron sometidas a los mismos criterios económicos que las empresas privadas, es decir, la maximización de utilidades dentro de un medio competitivo (o regulado). También como se afirma anteriormente, las empresas estatales respondieron transformando sus pérdidas, (especialmente significativas durante principios de los años '70) en utilidades.

El fortalecimiento del mercado de capitales, como un objetivo de la privatización, se relaciona estrechamente con el método de privatización elegido. La venta de pequeños paquetes de acciones, a través de la Bolsa de Valores, en realidad puede fortalecer el mercado de capitales en forma significativa, como sucedió efectivamente durante la Segunda Ronda de privatizaciones, permitiendo una mayor diversificación de las carteras de inversionistas. La contribución de las privatizaciones al desarrollo del mercado de capitales durante la Primera Ronda fue menor, ya que la mayoría de las enajenaciones se efectuaron a través de grandes paquetes controladores, que no llegaron al mercado. Existen otros factores, sin embargo, que también han contribuido a fortalecer el mercado de valores y que recientemente están en juego en Chile, de modo que no todo el progreso se puede atribuir a la privatización. Este punto se analiza en profundidad en el Capítulo VI.

El objetivo de financiar los proyectos de inversión pública de alta rentabilidad social con fondos generados por la privatización ha sido un aspecto importante dentro del debate público. Durante los años '80, el Gobierno argumentó que debía realizar importantes proyectos de infraestructura, sin los cuales el país no podría crecer. Otros han afirmado que los fondos reunidos por las privatizaciones no debían ser usados para financiar el gasto corriente ya que esto causaría al Estado una pérdida de capital. En efecto, el objetivo de las privatizaciones debería ser el de contribuir a la generación del mayor valor presente posible para la sociedad de las empresas estatales existentes, porque el Estado debe estar al servicio del bien común.

En ese sentido, la privatización puede generar a la sociedad cierta ganancia que debe ser asignada. Durante la Primera Ronda de privatizaciones el Gobierno intentó captar el beneficio (más el valor de las empresas estatales en sí) para financiar un

presupuesto que incluía un componente importante de gasto social que, en ausencia de esos ingresos, probablemente no se habría realizado. En otras palabras, la privatización financió parcialmente el gasto social.¹⁵ Durante la Segunda Ronda el Gobierno estaba dispuesto a pagar un precio para lograr una mayor distribución de la propiedad. Como se apreciará en el capítulo siguiente, los trabajadores y los contribuyentes pudieron comprar acciones de las empresas estatales a precios subsidiados. Con esa excepción, sin embargo, el Gobierno continuó haciendo un esfuerzo para recibir el valor total de la empresa estatal privatizada, y utilizó los ingresos, como se explica en el Capítulo V, para expandir las inversiones del Sector Público. La privatización subsidió la distribución de la propiedad e, indirectamente, el desarrollo, tanto del mercado de capitales, como de las nuevas inversiones en infraestructura.

El objetivo de aumentar la oferta de instrumentos de inversión requiere atención especial. Cuando, a principios de los años '80 el Gobierno modificó el Sistema de Seguridad Social, desde un sistema de "reparto" administrado públicamente a un sistema de "capitalización" individual, intentó financiar el pago de beneficios a los beneficiarios del sistema antiguo con los ingresos de impuestos generales. Sin embargo, el cambio de sistema coincidió con la crisis económica y financiera y, por lo tanto, el Gobierno inicialmente financió gran parte de esos beneficios vendiendo instrumentos de deuda a los Fondos de Pensiones administrados por el Sector Privado. Esto implicaba, de hecho, que desde el punto de vista financiero, el sistema no había cambiado, ya que los que estaban pagando la previsión social estaban proporcionando los recursos para los que recibían los beneficios. A medida que la economía se recuperó, y la estructura financiera de las empresas privadas se normalizó, el Gobierno comenzó a financiar sus compromisos con el Sistema de Previsión Social, como se había intentado originalmente, en parte a través de ingresos de impuestos generales, pero además mediante la venta

¹⁵ Si el gasto social constituye un gasto corriente o una inversión sólo se puede juzgar caso a caso. Si los fondos reunidos se usaron, por ejemplo, para ampliar programas de nutrición infantil, y si este proyecto tenía una alta rentabilidad económico-social (en relación a otros proyectos del país), probablemente se debió realizar, aunque podría ser considerado como un gasto corriente desde un punto de vista contable, y podría haber producido una pérdida de capital para el Estado.

de las acciones de las empresas estatales a los Fondos de Pensiones.¹⁶ Este sistema, conocido como "capitalismo institucional", aparte de permitir la privatización de porciones significativas de las acciones de las grandes empresas estatales, extendió la propiedad de dichas acciones (cada Fondo de Pensiones, propiedad de miles de trabajadores, sólo estaba autorizado a comprar una cantidad limitada de acciones de una determinada empresa) y proporcionó un impulso potencial al mercado accionario (las Administradoras de Fondos de Pensiones están comerciando activamente, como parte de sus actividades de administración de cartera).¹⁷

OBJETIVOS IMPLÍCITOS DE LA PRIVATIZACION

Como regla general, no todos los objetivos del Gobierno están expresados explícitamente y éste fue, aparentemente, el caso de las privatizaciones bajo el Gobierno Militar. Por definición, es difícil identificar los objetivos implícitos, que sólo se pueden discernir mediante el análisis de las acciones correspondientes.

A pesar de que los objetivos explícitos de la privatización del régimen de Pinochet siempre se expresaron claramente, los motivos de la modificación constante de las metas de participación establecidas para el Sector Privado en las empresas que serían privatizadas durante la última fase, no se derivan obviamente de los objetivos manifestados por la CORFO. Esto ha sido interpretada por algunos como una evidencia de los objetivos inestables y poco claros de la privatización. Sin embargo, éste no parece haber sido el caso. Más bien, estas modificaciones probablemente reflejan objetivos que no se expresaron explícitamente.

Los hechos son los siguientes: de treinta y tres empresas que estaban en proceso de privatización, veinte sufrieron un cambio

¹⁶ Estas también fueron, de hecho, conversiones de deuda en capital, aunque formalmente adoptaron otra forma.

¹⁷ Se intentó lograr la diversificación de los fondos de las AFP no sólo permitiéndoles comprar acciones de las compañías privatizadas, sino que también, autorizándolas a adquirir títulos de compañías privadas aprobados por la Comisión de Clasificación de Riesgo. Sin embargo, inicialmente los Fondos de Pensiones sólo fueron autorizados a incluir acciones de empresas estatales en sus carteras, y de éstas sólo algunas cumplían los requisitos para ser adquiridas por las AFP.

en la meta de participación privada, siete experimentaron dos cambios, tres sufrieron tres cambios y una (ENDESA) experimentó cuatro cambios en las metas de privatización (Cuadro III-1). Estos cambios crearon un problema de falta de credibilidad con respecto a los anuncios relativos a los porcentajes de privatización, lo que en definitiva pudo haber dañado al proceso. Es difícil encontrar un argumento económico para apoyar un cambio continuo en los anuncios del porcentaje de participación privada.

La explicación dada por la CORFO sobre este tema es la siguiente¹⁸: "El porcentaje autorizado de ventas comenzaba en la mayoría de los casos con el 30 por ciento. Esto se hizo así, porque el pequeño mercado de capitales chileno y la bolsa de valores en particular, no permitieron que se realizaran ventas de grandes volúmenes en el corto plazo. Esta estrategia de venta ha permitido un aumento sostenido del precio de venta de las acciones". Los problemas mencionados como parte de este argumento, sin embargo, no debieron haber evitado el anuncio de la intención de privatizar el 100 por ciento (o el porcentaje de la compañía que finalmente fue traspasado al Sector Privado), mientras se colocaban a la venta pequeños paquetes de acciones. Esto habría permitido que la estrategia del traspaso del control total de las empresas estatales al Sector Privado hubiese tenido el efecto esperado favorable sobre los precios desde el principio. Vale la pena destacar, que contrariamente a lo que se afirma habitualmente, los autores de este libro han sido incapaces de establecer una relación econométrica entre las variaciones de los precios de las acciones y los porcentajes anunciados de las empresas estatales que serían privatizados (o los porcentajes realmente privatizados).

Una explicación adecuada para estos anuncios, aparentemente inconsistentes, es de naturaleza político estratégica. Desde el principio, el proceso de privatización de las grandes empresas de servicios públicos y de infraestructura fue, por decir lo menos, polémico y las autoridades no tenían forma de conocer la fuerza de la reacción negativa generalizada. El Gobierno pudo haber creído que el impacto favorable de estas privatizaciones, inicialmente parciales sobre las empresas mismas, las cuentas fiscales y la economía en general podrían crear un clima favorable para

¹⁸ CORFO (1988).

CUADRO III-1: EVOLUCION DE LAS METAS Y DEL PORCENTAJE VENDIDO DE LAS EMPRESAS ESTATALES

COMPAÑIAS	(porcentaje).								
	Metas de Privatización (%)					Privatización Real			
	Sept. 85	Dic. 86	Dic. 87	Sept. 88	Marzo 89	Dic. 86	Dic. 87	Sept. 88	Marzo 89
CAP	49	80	100	100	100	52	100	100	100
COLFOMAT	30	100	100	100	100	n.d.	n.d.	100	100
Colbún	0	30	30	30	30	0	0	0	0
CTC	30	51	100	100	100	11	25	75	86
CHILMETRO	30	100	100	100	100	63	100	100	100
CHILGENER	0	49	100	10	100	35	65	100	100
CHILQUINTA	30	100	100	100	100	63	100	100	100
ECOM	30	100	100	100	100	100	100	100	100
EMEC	30	100	100	100	100	100	100	100	100
EMEL	30	100	100	100	100	100	100	100	100
EMELAT	30	100	100	100	100	0	100	100	100
ENCAR	30	49	49	49	49	0	0	1	8
ENAEX	30	100	100	100	100	100	100	100	100
ENDESA	30	30	49	55	100	0	20	51	90
ENTEL	30	30	51	75	100	30	33	51	90
IANSA	30	49	56	100	100	46	49	88	100
Lab. Chile	30	49	49	63	100	23	49	63	100
Lan Chile	30	33	60	60	100	0	0	16	16
Pilmaiquén	30	100	100	100	100	100	100	100	100
Pullinque	10	100	100	100	100	0	100	100	100
SOQUIMICH	30	65	100	100	100	55	82	100	100
Schwager	30	49	100	100	100	0	33	46	95
TELEX	49	100	100	100	100	100	100	100	100
EDELNOR	0	0	49	100	100	0	0	2	4
EDELMAG	0	12	49	100	100	12	12	67	100
ISE	0	0	33	49	49	0	0	0	2
Chile Films	0	0	0	100	100	0	0	0	100
EMPREMAR	0	0	0	35	35	0	0	0	0
Pehuenche	0	0	0	50	50	0	0	0	2
EMOS	0	0	0	49	49	0	0	0	0
ESVAL	0	0	0	49	49	0	0	0	0
Metro de Stgo.	0	0	0	0	100	0	0	0	0
EDELAYSEN	0	0	0	0	100	0	0	0	0

Fuente: Informes de CORFO e información de la prensa.

estas medidas y, por consiguiente, ampliar las metas de la privatización. El Gobierno también pudo actuar influido por la idea de que cambios más moderados generarían una reacción política contraria más débil. Es importante tener presente que no sólo la oposición política criticó la privatización de estas grandes empresas estatales, sino que también importantes grupos políticos afines al sistema argumentaban que la crisis iniciada en 1981 era consecuencia del fracaso del modelo de economía privada aplicado en Chile. Además, los sectores relacionados con el Gobierno mostraron resistencia a traspasar al Sector Privado la propiedad de compañías que en el pasado habían tenido enorme influencia política, tanto por su naturaleza monopólica como por el hecho de que, bajo determinadas circunstancias, habían sido utilizadas como herramientas de distribución de ingreso.¹⁹

Dicho en otras palabras, la variación de las metas de privatización pueden reflejar el hecho de que el Gobierno, después de la crisis de principios de los años '80, consciente de que a la larga tendría que ceder el poder a la oposición, intentó privatizar las empresas estatales lo más rápido políticamente posible, con el propósito de reducir el poder económico del Estado a un mínimo razonable. Entre otras cosas, con el uso de diferentes métodos de privatización también intentó difundir el poder económico dentro del Sector Privado. El objetivo de la dispersión del poder económico de la nación no era otro, naturalmente, que el de crear condiciones que hicieran posible el verdadero ejercicio de las libertades individuales.

ANALISIS CRITICO DE LOS OBJETIVOS

Es importante distinguir las críticas a los objetivos de la privatización de empresas estatales en sí, de las relacionadas con el procedimiento de privatización adoptado específicamente y del momento elegido para llevarlo a cabo. La descripción y análisis presentado anteriormente permiten concluir de que la privatización fue una política consistente con los objetivos de descentralizar el poder económico y establecer una economía de mercado. Más aún, objetivos secundarios como la eficiencia creciente y la maximización de los ingresos del Sector Público du-

¹⁹ Rosende y Reinstein (1986).

rante la Primera Ronda de privatizaciones, también podrían ser mejorados por esa política, a pesar de que en el caso específico de éste último, los métodos de privatización elegidos resultaron ser inadecuados.

A pesar de que la privatización de empresas comerciales que habían caído en manos del Sector Público producto de una quiebra o intervención, era generalmente aceptada, como ya se ha mencionado, con frecuencia se criticó la profundización del proceso para incluir a la empresa estatal "tradicional". Por ejemplo, la posición de J.A. Allende es que las únicas motivaciones para el proceso de privatización chileno fueron políticas.²⁰ Sugiere que las metas fijadas por el Gobierno estaban dirigidas a aumentar las posibilidades del Presidente Pinochet de ganar el plebiscito de 1988, y a completar y consolidar las bases capitalistas del Estado. No hay ninguna duda con respecto a este último motivo, sin embargo, no es muy lógico pensar que en un proceso que suscitó tantas reacciones adversas, incluso entre los mismos partidarios del Gobierno, aumentarían las posibilidades de ganar una elección popular. Monckeberg sostiene una posición contraria, hasta cierto punto, más consistente con la perspectiva anterior, y es que el proceso de privatización era una maniobra política para mantener el poder en caso que se perdiese el plebiscito.²¹

J.A. Allende también critica el objetivo de la eficiencia, sosteniendo que las compañías administradas por el Estado también pueden ser eficientes internamente. Aunque ésto es teóricamente posible, se debe tener presente que las empresas estatales, bajo regímenes democráticos, están sometidas a presiones políticas más fuertes que las compañías privadas. Esto ocurrió incluso bajo el gobierno de Pinochet, como se observó en el caso de CODELCO²², cuyos ejecutivos también fueron presionados para mantener niveles excesivos de empleo.²³

²⁰ J.A. Allende (1988).

²¹ Monckeberg (1988).

²² El presidente ejecutivo de CODELCO ha estimado que la compañía tiene alrededor de 3000 empleados más de los necesarios. Ver *El Mercurio*, 1^{er}. de julio de 1990.

²³ Según J.A. Allende, estos cambios también estaban destinados a "amarrar" a las futuras autoridades para que éstas no pudieran introducir modificaciones sustanciales al sistema económico existente. (Monckeberg, 1988). Sin embargo, surge la siguiente pregunta: si la idea era "amarrar" a las futuras autoridades, ¿porqué no se hizo desde un principio? Una respuesta probable es que existía el temor creciente

Marcel, otro crítico del proceso de privatización chileno, también afirma que el origen de las privatizaciones es político,²⁴ y que el objetivo principal siempre fue la consolidación del movimiento neoliberal. Acepta la posibilidad de una mayor eficiencia lograda por la privatización, dentro de un contexto competitivo, pero agrega que no es la mejor forma para distribuir la propiedad.

Las empresas públicas chilenas han mostrado tener algún poder político, especialmente las más grandes. Ello ha ocurrido en cualquier contexto político: desde uno conservador a uno militar, pasando por uno socialista. Este comportamiento puede ser contradictorio con los objetivos de la autoridad, además de proveer una base para reducir y aún evitar regulaciones mientras disminuyen los incentivos para alcanzar la eficiencia. Este punto debería ser considerado cuidadosamente antes de tomar la decisión de formar una nueva gran empresa pública que, de acuerdo al argumento tradicional, no podría ser llevado a cabo por el Sector Privado por su tamaño. Como se ha mostrado más arriba, la validez empírica de este supuesto es por lo menos dudosa.

CONCLUSIONES

El objetivo principal de la privatización en Chile ha sido satisfacer el deseo de descentralizar el poder económico para permitir la emergencia de una sociedad libre y participativa. En este sentido, la privatización se consideró una condición necesaria para la existencia de una efectiva economía de mercado. Los objetivos secundarios han sido el aumento de la eficiencia económica y, durante la Primera Ronda de privatizaciones, maximizar el ingreso del Sector Público. Se podría debatir legítimamente si la privatización, desde un punto de vista teórico, conduce necesariamente a niveles más altos de eficiencia. Sin embargo, las condiciones particulares de la economía chilena en el momento de las privatizaciones y la experiencia internacional,

por parte del Gobierno Militar de una reversión futura del proceso de privatización de las grandes empresas estatales con los efectos consiguientes que esto podría tener en el funcionamiento del sistema económico basado en la propiedad privada.

²⁴ Marcel (1989).

sugieren que todos estos objetivos políticos y económicos, incluyendo la eficiencia, se lograron tal vez parcialmente con la privatización. En este sentido, la privatización debería haber sido considerada una política deseable por todos los que favorecen una economía de mercado, probablemente la gran mayoría de los ciudadanos. La crítica principal, desde la perspectiva de los objetivos de una política de privatización, ha sido que fue utilizada para promover los objetivos políticos particulares del General Pinochet lo que, como se ha afirmado, no está nada de claro.

El proceso de privatización en Chile

Dos esfuerzos independientes caracterizaron el proceso de privatización llevado a cabo bajo el Gobierno de Pinochet. Durante la Primera Ronda (1974-1982), casi todas las empresas "intervenidas" fueron devueltas a sus dueños legítimos y se privatizaron todas las empresas estatales no tradicionales, con la excepción de las grandes compañías de cobre, ENAP (Empresa Nacional del Petróleo), y las grandes compañías de servicios públicos y de infraestructura, tradicionalmente en manos del Estado, como las de operaciones de generación y distribución de electricidad, servicios de teléfonos, compañías de acero, ferrocarriles, etc. Durante la Segunda Ronda, iniciada en 1985, se privatizaron las empresas del "área rara" y, a la vez, se traspasaron porcentajes variables del capital de algunas grandes empresas públicas al Sector Privado. En el Apéndice I se entrega una lista completa de las empresas privatizadas en ambas Rondas.

A fines de la década del '70, además de la enajenación de las empresas, se reprivatizó un alto porcentaje de la tierra agrícola y se realizaron privatizaciones muy importantes en el área social. Junto con algunos cambios tributarios y de reglamentación, estos traspasos y privatizaciones revolucionaron la estructura económica del país.

FASES, METODOS Y LOGROS DE LA PRIVATIZACION DURANTE LA PRIMERA RONDA

La mayoría de los cambios estructurales de la economía chilena se realizaron durante los años '70 y principios de los '80. Durante ese período, se devolvió también al Sector Privado la administración de alrededor de 550 de las empresas más grandes del país; la tierra expropiada bajo la Reforma Agraria, a fines de los años '60 y principios de los años '70, fue asignada a manos privadas (generalmente los antiguos trabajadores agrícolas); y se introdujeron las fuerzas del mercado y la descentralización al manejo de los sectores educacional, de vivienda, salud y de previsión social.

Privatización de empresas estatales

El esfuerzo de privatización de la Primera Ronda está marcado por dos etapas: la primera durante 1974, cuando la administración de las empresas intervenidas fue devuelta a sus dueños y, la segunda, desde 1975 hasta 1979, cuando se realizó la enajenación mediante venta de las empresas de la Primera Ronda. A la vez, durante este período, también se llevaron a cabo privatizaciones masivas en los sectores agrícola y social.

Primera Ronda, primera etapa: 1974

Inmediatamente después de la toma del poder por los militares, en septiembre de 1973, el Gobierno nombró representantes (Decreto No. 88) en cada empresa que estaba bajo control estatal con el fin de normalizar sus operaciones. En febrero de 1974, el Decreto No. 333 autorizó a estas empresas para que regularizaran sus estados de crédito dentro del sistema financiero, concediendo, una tasa de interés subsidiada para compensar algunas de las pérdidas generadas durante el período de intervención de 1970-1973. A la vez, la CORFO creó un Departamento de Administración de Empresas para ayudar a dirigir y desarrollar la administración de estas empresas, iniciar los estudios necesarios y para negociar los traspasos de su propiedad al Sector Privado. Durante esta primera etapa de privatización, 325 empresas intervenidas, con un valor libro neto de alrededor de US\$1.000 millones, fueron devueltas a sus dueños con la condición de no entablar litigios en contra del Estado. En algunos casos especiales, se impusieron condiciones adicionales para asegurar la mantención

de los niveles de empleo, la competitividad entre las industrias relacionadas, y un nivel de inversiones nuevas. A la vez, los dueños exigieron condiciones de crédito especiales, argumentando que las empresas intervenidas habían perdido todo su capital de trabajo. Aparte de los costos implícitos de estas condiciones, que no han sido cuantificados, la devolución de estos negocios a sus dueños fue gratuita.

En la práctica, el control del cumplimiento de las condiciones impuestas a los dueños, no fue muy diligente (ver Impacto de la Privatización en el Empleo, en el Capítulo VI), mientras éstos, naturalmente, aprovecharon todas las condiciones de crédito especiales ofrecidas. Como consecuencia de esto se produjo un traspaso adicional de recursos a los dueños de estas empresas. Sin embargo, es posible que esta transferencia se haya justificado ya que, incluso con ella, puede que los dueños no hayan recuperado el valor total de los activos perdidos durante la intervención; esto fue especialmente válido con respecto al capital de trabajo.

Primera Ronda, segunda etapa: 1975-1982

La segunda etapa de la Primera Ronda consistió principalmente en el traspaso oneroso a manos privadas (por un equivalente de aproximadamente US\$1.200 millones) de 207 instituciones financieras, industrias, compañías de distribución mayorista y otras corporaciones, que habían sido adquiridas por el Sector Público a través de los años, especialmente durante el gobierno de Allende. Sólo unas pocas subsidiarias de CORFO se mantuvieron en el Sector Público por motivos estratégicos, junto con la mayoría de las empresas establecidas por leyes especiales. La mayoría de estas últimas corporaciones eran monopolios naturales o controlaban un alto porcentaje del negocio en su campo.

Si bien se ha demostrado que, durante la segunda etapa de la Primera Ronda, una alta proporción de las empresas estatales existentes fue privatizada (más de 4/5), la proporción de patrimonio neto afectada fue un asunto diferente. Desafortunadamente, no se dispone de ninguna estimación confiable sobre el porcentaje de patrimonio neto de empresas estatales traspasado durante esta segunda etapa. Sin embargo, la razón del valor presente de los pagos relacionados a las privatizaciones entre 1974 y 1982, sobre una estimación de los activos de las empresas estatales a fines de 1979 (después que se habían realizado la ma-

yoría de las privatizaciones de la Primera Ronda), es 1/20, fracción pequeña comparada al número de empresas enajenadas.

Los Cuadros I-1 y I-2 del Capítulo I contribuyen a ilustrar los resultados del esfuerzo de privatización. Entre fines de 1973 y fines de 1980, el número de empresas públicas fue reducido desde 596 a 48 y sólo se crearon dos empresas estatales nuevas. Todos los bancos, salvo el Banco del Estado y otro banco comercial pequeño con problemas legales, habían sido traspasados al Sector Privado.

Sin embargo, a pesar de que el valor agregado por las empresas estatales cayó desde un 39 por ciento del PGB en 1973 a alrededor de 24 por ciento en 1981, permaneció sumamente alto en varios subsectores, como el de comunicaciones (96,3), minería (83,0), y servicios públicos (75,0). Más aún, el valor agregado por las empresas estatales en 1981 era todavía alrededor de 10 puntos porcentuales más alto que el valor correspondiente a fines de los años '60 (antes del gobierno de Allende).

El empleo en el sector de empresas estatales se redujo drásticamente, desde alrededor de 161.000 en 1973 a menos de 90.000 en 1982, es decir desde un 5,6 a un 3,2 por ciento de la fuerza laboral. Sin embargo, sólo parte de esta reducción es atribuible a las privatizaciones; el resto se debe a otros factores, especialmente a los intentos del Gobierno por aumentar la eficiencia del Sector Público. El éxito de este esfuerzo es demostrado por el incremento significativo de la producción de CODELCO, a pesar de la reducción de alrededor del 20 por ciento de su personal, durante este período (ver análisis sobre el impacto de las privatizaciones en el empleo en el Capítulo VI).

Durante el período 1974-1982 se utilizaron diferentes métodos de enajenación directa de empresas estatales: liquidación, licitación pública, y venta directa.

i) Liquidación.

Se cerraron muchas empresas y sus bienes fueron subastados, en momentos en que el Gobierno esperaba pérdidas operacionales, a pesar de una administración eficiente. Esto también ocurrió en el caso de aquellas empresas en que, incluso, la mejor oferta no era tan alta como el valor de liquidación anticipado. Se debe destacar que algunas de estas compañías fueron creadas cuando Chile tenía una estructura de incentivos completamente distinta (precios, derechos de aduana y subsidios) a la imperante al

momento de la enajenación, y a la esperada para el futuro indefinido. Bajo tales circunstancias, se puede esperar que el valor de las empresas enajenadas, en algunos casos, sea menor que los valores de liquidación y, por lo tanto, la decisión racional sea liquidarlas.

ii) Licitación

La forma más común de enajenación durante la segunda etapa fue a través de licitación pública, proceso regulado por el Decreto No. 1068. Como regla general, el Sector Público ofrecía a un precio nominal, un paquete de información acerca de la compañía que se privatizaría y las condiciones detalladas de la licitación. Los licitantes normalmente podían pagar por las empresas traspasadas en efectivo o en cuotas. En general, el vendedor, CORFO u otra institución pública se reservaba el derecho a rechazar todas las ofertas, como también, de negociar mejores precios o condiciones con los licitantes que hacían la oferta más alta. Las negociaciones entre los dos licitantes con las mejores ofertas normalmente se transformó en la regla. Es probable que esto haya llevado con frecuencia a los licitantes a bajar el nivel de las primeras ofertas, especialmente en los casos con pocos interesados. Esto, a su vez, pudo haber determinado un precio final más bajo, ya que en el proceso de negociación el participante dispuesto a pagar el precio más alto, podía adquirir la empresa ofreciendo sólo un poco más que la siguiente oferta más alta. Salvo en esos casos, la CORFO estaba autorizada a negociar directamente con los compradores potenciales, sólo si no habían licitantes calificados.

El objetivo primario de la licitación fue maximizar el precio de venta de los bienes del Sector Público. Con este fin, en la mayoría de los casos, se vendían paquetes controladores (habitualmente todas las acciones en manos del Estado). Sin embargo, al comienzo del proceso de privatización, para asegurar una participación accionaria relativamente amplia en el sector financiero, no se permitía la compra de más del 1,5 por ciento (3 por ciento a personas jurídicas) del capital de cualquier institución financiera. Esta limitación pronto fue revocada porque, entre otras razones, aunque fuese formalmente reconocida, era burlada con facilidad. También fue anulada porque funcionarios influyentes de gobierno creyeron que sólo servía para bajar las ofertas. La propiedad de las instituciones financieras se concentró muchísi-

mo y, en general, la mayoría de los bancos comerciales pasó a estar relacionado a uno o unos pocos conglomerados.

Otro aspecto relacionado con el tema fue el uso generalizado del crédito, para comprar estas empresas. Al momento de las enajenaciones, la mayoría de las empresas, públicas y privadas, habían perdido su capital de trabajo. Más aún, los chilenos, comparados con ciudadanos de otras naciones en desarrollo, no poseían activos diversificables importantes en el exterior. Finalmente, en ese momento existía un clima desfavorable para las inversiones extranjeras. Esto significaba que el Sector Privado chileno no contaba con activos líquidos significativos para intercambiar por acciones de empresas que serían privatizadas y no se podía esperar que los recursos extranjeros los reemplazaran. Esta es una de las razones, tal vez la más importante, para la aceptación por parte del Sector Público del principio de pago en cuotas. Los precios de las empresas enajenadas habrían sido sumamente bajos si se hubiesen vendido al contado. Aún así, una de las críticas hechas al proceso de privatización ha sido el bajo precio que obtuvo el Sector Público por sus activos.

La escasez de activos líquidos privados, el clima desfavorable para las inversiones extranjeras y la práctica de maximizar los ingresos de la licitación fueron algunos de los instrumentos eficaces para generar un patrón particular de propiedad de empresa en Chile, después de su privatización. Este patrón se caracterizó por el desarrollo de varios grupos "financieros", algunos eran relativamente grandes, que no eran más que conglomerados altamente endeudados, contruídos en torno a una o más instituciones financieras.

En esa época, en Chile, el proceso de crear y desarrollar un grupo financiero era sencillo. El Sector Público ofrecía una institución financiera a la venta. Una persona o un grupo pequeño de personas compraba esas acciones con un pequeño pago inicial, financiando la diferencia ya sea con crédito directo ofrecido por el Sector Público, como parte del mismo proceso de enajenación, o utilizando crédito concedido por la institución financiera enajenada a uno de sus holdings. En cualquiera de los dos casos, se garantizaba el crédito, al menos en parte, por las acciones adquiridas. Luego, incentivados por las ganancias de capital logradas, por el rápido ascenso de los precios de las acciones en la Bolsa de Valores, el mismo grupo participaba, quizás a través de un holding, en la licitación de otras compañías que estaban siendo privatizadas por el Sector Público. El grupo controlador

financiaría el pago inicial, requerido en estos casos, con utilidades obtenidas en la operación de la institución financiera adquirida anteriormente o en otras de sus empresas, aunque frecuentemente complementaban esos recursos usando nuevos créditos otorgados por el sector financiero a la sociedad de inversiones. El hecho de que el grupo controlara la institución financiera evidentemente facilitó la obtención de crédito. Como antes, el crédito fue garantizado con acciones, tanto las acciones que se estaban comprando, como la porción correspondiente a la institución financiera liberada ya de la cláusula de garantía. Importantes ganancias de capital en el mercado de valores proporcionaron el incentivo y el capital base necesario para la compra adicional de empresas a base de créditos. Más aún, las condiciones eran tales, que se produjo un nivel anormalmente alto de "monetización de activos", permitiendo una mayor expansión de los grupos financieros.

El proceso de monetización de activos en sí es bastante simple y normal: alguien compra activos (acciones, tierra, otros bienes raíces) a un tercero, financiado con crédito concedido por una institución financiera. Esta última financió esos préstamos recibiendo depósitos (en un agregado equivalente al monto del precio de venta) de los vendedores de los activos reales. No se necesitan ahorros realmente ya que el proceso simplemente representa un traspaso de activos financiado con la correspondiente creación de créditos y depósitos de aproximadamente el mismo valor.

Sin embargo, un nivel anormalmente alto de monetización de activos, como la obtenida en Chile a fines de los años '70, requirió de precios de activos relativamente altos y que experimentarían un alza rápida. Los precios altos se necesitaban para entusiasmar a un gran número de personas a vender sus activos y el alza rápida de los precios era necesaria para inducir a otros a comprar esos activos con el fin de obtener una ganancia de capital. Más aún, el proceso, una vez iniciado, se alimentó a sí mismo durante los años '70. Probablemente, el elemento que desencadenó el proceso fue una serie de alzas repentinas importantes que ocurrieron después de 1976, debido a la percepción general del éxito de la política económica puesta en práctica y como consecuencia de la entrada de recursos externos.

A la vez que intentaba maximizar los ingresos provenientes de la privatización y usar sus recursos en forma más eficiente, el Gobierno participaba, sin darse cuenta, en la monetización de activos. Tanto es así, que una parte significativa de la segunda

etapa de privatizaciones puede ser considerada, en una proporción importante, como una monetización de activos. De hecho, desde 1974 hasta 1982, el Gobierno aumentó sus inversiones financieras rápidamente, desde un nivel insignificante de su inversión total a alrededor del 50 por ciento, proporcionando así algunos de los recursos requeridos por el sistema financiero para comprar los activos estatales. Entre 1974 y 1978, el Sector Público aumentó sus activos en el sistema financiero en alrededor de US\$300 millones mientras que, durante el mismo período, recibió pagos por US\$582 millones por concepto de la enajenación de empresas estatales.

Durante los años '70 y principios de los '80, muchos inversionistas, incluyendo algunos de los conglomerados más endeudados, "capitalizaron" los pagos de intereses sobre sus deudas. Como ya se ha afirmado, esta deuda subió en reiteradas ocasiones, como consecuencia de la compra de empresas estatales y el proceso de monetización de activos. La rentabilidad sobre los activos de las corporaciones chilenas tendió a ser relativamente baja durante el período 1974-1982. Las tasas de interés, en particular, excedieron los niveles de rentabilidad pero las ganancias de capital fueron muy altas durante los años '80, determinando que la rentabilidad global sobre la posesión de activos fuera bastante atractiva, como se muestra en el Cuadro IV-1. Estas condiciones indujeron a gran parte de los banqueros a financiar a la mayoría de los compradores de activos en base a crédito, a través de la solicitud de capitalización de intereses. A menudo, los pagos en cuotas de las compras a crédito de empresas estatales eran refinanciados endeudándose con el sistema financiero.

En resumen, la licitación de paquetes controladores, que a la vez posibilitaba comprar a crédito, fue el sistema básico utilizado en la enajenación de empresas estatales durante la segunda etapa de la Primera Ronda de privatizaciones. El momento y el método de la privatización misma contribuyeron, junto con otros factores, a la emergencia de un patrón particular de propiedad de activos en que relativamente pocos conglomerados con elevadas deudas y encabezados por instituciones financieras, controlaban una proporción significativa de las empresas más grandes del país. Otros factores fueron: la falta de capital entre los empresarios chilenos, la desigual distribución del ingreso, el tamaño relativamente pequeño del Sector Privado, el clima de inversiones imperante para los extranjeros, la liberalización de los mercados financieros, el comportamiento de las tasas de interés en relación

CUADRO IV-1: RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS
(Valores Acumulados)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Valor acumulado de 1 peso invertido a la rentabilidad implícita de Índice General de Precios Reales de Acciones	1,00	1,193	2,468	4,092	5,721	8,233	5,672	4,198
Valor acumulado de 1 peso de deuda capitalizada a la tasa de interés real del peso en el corto plazo	1,00	1,652	2,609	3,748	4,384	4,969	6,936	9,374

Fuente: Lüders (1986)

a la rentabilidad operacional sobre los activos, las ganancias de capital de los años 1980 y la euforia económica con respecto al futuro. En todo caso, la mayoría de los grupos financieros resultantes se crearon con una base de capital relativamente pequeña y crecieron rápidamente en base a créditos. En gran medida, este crédito fue concedido sobre una base creciente de capital derivada de ganancias de capital de las acciones y bienes raíces. Cuando los precios de los activos cayeron en 1980-1982, la base de capital de muchos grupos (como también la de miles de otros dueños de activos) se redujo y las instituciones financieras incurrieron en grandes pérdidas, lo que determinó finalmente la intervención del gobierno. El colapso de las redes de propiedad entre estas instituciones financieras y algunas de las empresas privatizadas más importantes, devolvieron la administración de estas empresas a manos del Sector Público.

iii) Venta directa

Una tercera forma de privatización de empresas estatales durante esta etapa fue la venta directa. Esta forma se aplicó habitualmente a empresas más pequeñas, en las que el costo de organizar un proceso de licitación era muy alto en relación al precio de venta esperado. También se utilizó en aquellos casos, en que el gobierno esperaba que pudiese existir sólo un licitante, o en que el proceso de licitación no originó precios mínimos aceptables. También se usó para vender activos de empresas en liquidación y el exceso de activos por sobre los estrictamente necesarios para operar las empresas estatales que serían enajenadas por otros medios.

Privatización de tierras en el sector agrícola

Como parte del objetivo de establecer una economía de mercado moderna, el Gobierno Militar se empeñó en crear un mercado eficiente de terrenos agrícolas. La definición de derechos de propiedad sólidos a nivel constitucional y el estricto cumplimiento de la ley fueron, tal vez, los principales instrumentos para este fin, pero contribuyeron también otras medidas reguladoras, diseñadas para eliminar la mayoría de los impedimentos del libre comercio de la tierra. Por ejemplo, los derechos de uso de agua para riego, que hasta los años '80, debían ser asignados por el Estado según la ley pero que en la práctica eran asunto de tradición, pasaron a ser propiedad de los usuarios de esa época y pudieron luego transarse libremente. El proceso se completó con la privatización de la mayor parte de la tierra que había sido expropiada durante los años '60 y principios de los años '70.

Del total de la tierra agrícola expropiada por la Corporación de Reforma Agraria (CORA), el 28 por ciento expropiado en forma irregular fue el primero en devolverse a sus dueños legítimos. Otro 52 por ciento fue dividido en 52.603 predios relativamente pequeños, "parcelas CORA" que, no obstante, eran lo suficientemente grandes como para permitir a un agricultor y su familia cubrir sus gastos mínimos, como también pagar la tierra. Estas parcelas se vendieron a precios subsidiados y en términos muy favorables a los antiguos trabajadores de los fundos expropiados. La selección de trabajadores para esta transacción se realizó en base a de un sistema de puntaje, que incluía tanto méritos como factores sociales (tamaño de la familia, edad, etc.). El resto de la tierra fue vendida mediante subasta pública o entregada a la Corporación Nacional Forestal (CONAF).

Se ha estimado que la privatización de estas parcelas CORA involucró un traspaso de tierras por un valor de alrededor de US\$800 millones y representó, por supuesto, una distribución significativa de la propiedad agrícola. Desde entonces, aproximadamente el 40 por ciento de los beneficiarios, han vendido la tierra que recibieron: el 50 por ciento a los antiguos dueños de los fundos, el 10 por ciento a otros beneficiarios, y el resto a otras personas, con frecuencia profesionales ajenos al área de la agricultura. Estos nuevos dueños, mediante mejoramientos por la vía del capital, técnicas de administración y comercialización, han contribuido significativamente a transformar las antiguas prácticas del sector.

Privatización en el sector social

A fines de los años '70 y principios de los '80, el Gobierno inició una serie de cambios estructurales, principalmente en el área social, conocidos como "modernizaciones". Varios de ellos implicaron la privatización de ciertos servicios, en el sentido de que las actividades realizadas previamente por el Sector Público, fueron traspasadas al Sector Privado. Desde un punto de vista económico, no cabe duda que la más significativa de estas privatizaciones, y una de las principales transformaciones institucionales realizadas por el Gobierno Militar, se llevó a cabo en el sistema de previsión social (pensiones, salud), aun cuando los cambios realizados en educación también fueron importantes.

Fondos de pensiones

El DL3500 de 1980 institucionalizó un sistema revolucionario de previsión social. Hasta entonces, el sistema de pensiones era, como en muchos países, financiado a base de un sistema de "reparto" y era administrado principalmente por instituciones manejadas por el gobierno. Los beneficios eran indexados según los niveles ajustados del sueldo de los últimos cinco años de trabajo, mientras que las cotizaciones de previsión social se pagaban durante toda la vida activa del empleado. Como consecuencia, existían poderosos incentivos para declarar salarios más bajos durante toda la vida laboral, salvo los últimos cinco años, como también para obtener la jubilación lo antes posible. El fraude observado y las presiones políticas, aunque no eran para sorprenderse, a la larga obligaron al Gobierno a subsidiar fuertemente el sistema. En los momentos de máximo subsidio, éste alcanzó el 30 por ciento de los desembolsos del sistema. Además, la falta de incentivos para una administración eficiente, determinó la ineficiencia del servicio y sus altos costos de operación.

El nuevo sistema de pensiones, como parte de la "privatización" del sistema de previsión social en Chile, se fundamenta en tres principios: solidaridad, beneficios basados en la acumulación individual de capital y administración privada. La solidaridad es garantizada por una pensión mínima a la cual tienen derecho todos los chilenos, indiferentemente de los pagos hechos al sistema. Debido a que, como parte del segundo principio, los beneficios están directamente relacionados al esfuerzo de acumulación de capital del beneficiario, el principio de solidaridad

implica un déficit del sistema que es financiado por el gobierno. El nivel mínimo de pensiones es, sin embargo, muy bajo, de modo que se espera que la mayoría de los empleados financie su jubilación con su propio capital acumulado. Como consecuencia, el subsidio oficial también es mínimo.

Como se indica anteriormente, la capitalización individual es la base del nuevo sistema de pensiones. Se exige a los empleados pagar el 10 por ciento de sus sueldos (hasta alrededor de mil dólares de los EEUU) a cuentas personales dentro del sistema. Estos fondos son capitalizados con las ganancias obtenidas de la inversión de los mismos y son pagados al final de la vida activa del beneficiario, quien, en esencia deberá usarlos para comprar un seguro de vida. De esta forma, los beneficios se relacionan directamente con el esfuerzo, eliminándose así el incentivo anterior de declarar salarios inferiores en forma fraudulenta. Se introduce disciplina al sistema de pensiones, ya que nadie puede traspasar la carga a otros.

La gran novedad del sistema de pensiones radica en el hecho de que es administrado en forma privada. Con este fin, se permite la operación de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), instituciones privadas con fines de lucro. Estas compañías compiten por el derecho de administrar fondos individuales sobre la base de comisiones y calidad de servicio (rentabilidad sobre los fondos, cantidad de documentos requeridos, velocidad del servicio, información, etc.). Cada empleado puede elegir libremente entre estas AFPs y puede cambiarse de una a otra, si considera que el costo es menor o el servicio es mejor en otra. Si bien el número inicial de AFPs fue relativamente bajo (alrededor de 10) y el negocio se concentró considerablemente en dos de ellas, ha surgido un nivel razonable de competencia desde entonces. El número de AFPs ha crecido y se espera que aumente rápidamente a medida que el valor promedio de las cuentas individuales se incremente en el tiempo.

Las AFPs son estrictamente reguladas por la Superintendencia de AFPs, que entre otras tareas, regula las carteras de inversión, fijando límites de inversión para cada tipo de activo financiero. A la fecha, la rigurosa y prudente regulación ha circunscrito posibilidades de inversión a documentos estatales, depósitos de bancos comerciales y acciones y bonos de corporaciones seleccionadas. Esta última opción es regulada por la Comisión Clasificadora de Riesgos, institución clasificadora de los riesgos de acciones y bonos, establecida específicamente para realizar esa tarea. La Comisión tiene cuatro miembros del Sector

Privado y tres del Sector Público. La mayoría de las inversiones en acciones y bonos, permitidas a la fecha (hasta el 5 por ciento de cada cartera de AFP), han sido en antiguas empresas estatales. El proceso regulador es complejo y esencial para el éxito del nuevo sistema de pensiones, ya que requiere de un equilibrio entre la necesidad de (a) permitir al sistema suficiente flexibilidad para que sea competitivo; (b) proporcionar suficientes alternativas de inversión rentable para satisfacer el enorme volumen de recursos que está acumulando (en 1990, 10 años después de su inicio, más del 15 por ciento del PGB; al vencimiento, alrededor del año 2030, alrededor de una vez el PGB); y (c) evitar riesgos excesivos y fracasos importantes, que el sistema no podría resistir desde un punto de vista político.

El cambio desde un sistema de pensiones de "reparto" a uno de "capitalización" presenta varios problemas. Los empleados activos que comenzaron a trabajar bajo el sistema antiguo han realizado un esfuerzo de "ahorro" durante un período relativamente prolongado de tiempo (pagando cotizaciones al sistema de previsión social que permitía el pago de las pensiones) que, para ser justos, debía ser reconocido por el nuevo sistema. A la vez, también es asunto de justicia, que las pensiones del sector pasivo obtenidas con el sistema de "reparto", fuesen pagadas, ya que estas personas habían pagado sus cotizaciones de previsión social, haciendo el esfuerzo requerido (al menos parte de ellos) para financiar sus pensiones. En Chile, se tomó la decisión de (a) financiar pensiones del sector pasivo "cubiertas" por el sistema antiguo con recursos del presupuesto general del Sector Público; y (b) reembolsar sólo en el momento de la jubilación (también con fondos de presupuesto generales) el valor capitalizado de esas cotizaciones de previsión social que se estimaba se habían pagado hasta 1980. Con este último propósito, se reconoció un tipo especial de deuda del Sector Público (Bono de Reconocimiento) para cada persona activa hasta 1980. Durante 1989, los pagos por concepto de Bonos de Reconocimiento fueron estimados en alrededor de US\$150 millones, los que llegarán a más de US\$300 millones en el año 2000.

El financiamiento del cambio, como se puede concluir en base a la información, ha significado un problema importante. En el caso de Chile este problema fue abordado de distintas formas en momentos diferentes, pero en general se ha basado en una disciplina fiscal fuerte. La ejecución de este nuevo esquema de capitalización coincidió con el comienzo de una de las peores

recesiones de este siglo, acompañada de una fuerte fluctuación del presupuesto del Gobierno Central, que varió desde superávit a niveles deficitarios. En vista de ello, el Gobierno emitió una deuda para pagar las antiguas pensiones, la que vendió a los mismos Fondos de Pensiones. Durante la recuperación, una parte importante de las antiguas pensiones fueron, de hecho, financiadas mediante la venta de capital de empresas estatales, del cual, alrededor de un 25 por ciento fue adquirido por los mismos Fondos de Pensiones. Es decir, el Gobierno practicó una especie de conversión de deuda por capital, que resultó ser la forma más importante para financiar las privatizaciones en Chile después de 1985. Otra fuente de financiamiento durante el período 1988-1989, fue el creciente superávit presupuestario, consecuencia de mayores ingresos tributarios originados por mejores niveles de actividad económica y un gasto estatal reprimido.

En general, la experiencia con el nuevo sistema de pensiones ha sido muy positiva. Los problemas principales del sistema de "reparto" desaparecieron y los clientes de las AFPs, en general, están satisfechos con el nivel de servicios que reciben. La rentabilidad sobre los fondos invertidos ha sido muy alta debido a las condiciones económicas generales del país, aunque la forma como reaccionará el sistema durante un eventual descenso prolongado de la actividad económica está aún por verse. También es dudoso si el país será capaz de generar suficientes posibilidades de inversión de alta rentabilidad para alimentar este "monstruo" de rápida expansión. La alternativa de permitir a las AFPs invertir en el exterior en épocas de crecimiento más lento de la inversión en el país, está siendo aceptada políticamente, pero en forma paulatina. Las críticas principales al sistema, en general, se refieren a los bajos grados de afiliación y "solidaridad". En todo caso, el nuevo sistema ha jugado un papel importante en la privatización de empresas estatales durante la última etapa de ese proceso bajo el Gobierno Militar.

Servicios de salud

Los empleados en Chile, como en muchos países, también son cubiertos con fines de salud por el Sistema de Previsión Social. El esquema existente fue flexibilizado durante principios de los años '80 haciendo posible la privatización de parte de él.

Desde los años '20, se había utilizado una porción de los impuestos de previsión social para financiar un servicio nacional

de salud que, tradicionalmente, fue administrado en forma centralizada e incluyó las instalaciones de salud más importantes del país. Existían pocos hospitales y otros servicios de salud privados que generalmente prestaban servicios a la gente de mayores recursos. El sistema oficial logró una amplia cobertura, una reputación relativamente buena en cuanto a competencia, pero el servicio era administrado en forma ineficiente y a fines de los años '70 generó un déficit significativo al Sector Público.

La reforma realizada durante el Gobierno Militar consistió en: (a) la descentralización del sistema oficial (en esencia, las finanzas se separaron de la operación de los servicios de salud; se descentralizó la operación a niveles regionales para que se financiara sobre la base de tarifas fijas por los servicios prestados); y (b) la privatización de los servicios en algunos casos¹. Se permitió a los empleados elegir entre pagar la parte de sus cotizaciones de previsión social correspondientes a los servicios de salud (en 1990, 7 por ciento del salario mensual hasta alrededor de mil dólares de los EEUU) al sistema oficial o a alguna Institución de Salud Previsional (ISAPRE). Estas últimas en realidad son compañías de seguros de salud especializadas que ofrecen una amplia gama de planes de seguros de salud financiados con el 7 por ciento de los salarios mencionados anteriormente y contribuciones adicionales voluntarias. Algunos de estos planes (los más caros) cubren un alto porcentaje de los costos por cualquier contingencia en cualquier servicio de salud, incluso en el extranjero y son elegidos libremente por el beneficiario, mientras que otros (relativamente baratos), cubren sólo una porción de los costos, con servicios de salud ofrecidos sólo en instituciones de propiedad de la ISAPRE.

El sistema nuevo ha crecido rápidamente, pero aún cubre un porcentaje minoritario de la población. La expansión del sistema está limitado por los costos de los servicios médicos y el ingreso de la fuerza laboral. El siete por ciento de la mayoría de los sueldos no es suficiente para cubrir los costos médicos mínimos esperados, hecho que no se modificará en el mediano plazo por bueno que sea el comportamiento de la economía. En otras palabras, a menos que el Gobierno decida traspasar el subsidio que

¹ De hecho, un sistema público-intermediario fue institucionalizado, permitiéndole a la persona atenderse en los servicios médicos, ya fuera en dependencias públicas o privadas, previamente asignadas por el Servicio Nacional de Salud.

otorga actualmente al Servicio Nacional de Salud al sistema de ISAPRES, por ejemplo, subsidiando los planes de salud para trabajadores de bajos ingresos, los servicios de salud privatizados en Chile continuarán atendiendo sólo a una minoría de la población.

Vivienda

Durante los años '70, también se privatizaron algunos aspectos de los programas de vivienda del Sector Público. Antes que se realizaran las reformas, una proporción considerable de las viviendas para familias de ingresos medios y bajos (la mayoría de las familias del país) era financiado y proporcionado (a veces, hasta construido) por el Estado. La vivienda, corregida de acuerdo a tamaño y calidad, resultaba cara, y el "comprador" que recibía un subsidio significativo no podía elegir ubicación, estilo, distribución del espacio interior, etc.

La reforma consistió principalmente en reducir el rol del Estado en ese proceso, proporcionando y administrando un subsidio habitacional para las familias de ingreso medio-bajo y bajo, permitiendo al beneficiario comprar su casa en el mercado. De esta forma, la oferta de casas para estos grupos de ingreso se hizo competitiva y su construcción fue eficiente.

Los subsidios son distribuidos en base a un sistema de puntajes que favorece, entre otros factores, a las familias más pobres y más numerosas, pero también recompensa a aquellos que acumularon niveles más altos de ahorro y, por lo tanto, requieren un subsidio más bajo. Esta última característica, no sólo permite al Gobierno otorgar un número mayor de subsidios, sino también permite a las familias beneficiadas comprar una casa mejor, si lo desean, ya que pueden obtener un préstamo mayor en los mercados financieros para suplementar sus ahorros y el subsidio estatal. Esta privatización de un programa social ha demostrado ser sumamente eficaz para el aprovechamiento máximo de recursos necesariamente limitados para propósitos de vivienda pública.

El proceso de privatización como fue concebido al principio del Gobierno Militar, fue completado prácticamente en 1981, como lo fueron también las enajenaciones relacionadas al sector social. Fue entonces que, como consecuencia de una serie de factores explicados en el Capítulo II, la economía chilena sufrió una fuerte recesión y una grave crisis financiera. El Gobierno intervino 16 instituciones financieras, incluyendo las que pertenecían a los dos mayores grupos financieros, y así, como ya se

ha mencionado, obtuvo nuevamente el control de alrededor de 50 de las industrias, compañías de seguro, administradoras de fondos mutuos, AFPs, compañías comerciales, etc. La privatización en 1985 de estas compañías, del "área rara", inició la Segunda Ronda de privatizaciones en Chile.

FASES, METODOS Y LOGROS DE LA PRIVATIZACION DURANTE LA SEGUNDA RONDA

La Segunda Ronda de privatizaciones comenzó para todos los propósitos prácticos alrededor de 1985 y en ella también se pueden distinguir dos etapas: (a) la enajenación de empresas del "área rara" realizada entre 1984 y 1985, de las cuales la mayoría había sido privatizada anteriormente, como ya se indicó, a pesar de que la administración había caído nuevamente en manos estatales como consecuencia de la intervención de los bancos a principios de los años '80; y (b) la privatización de un número relativamente bajo de empresas estatales "tradicionales", entre ellas las grandes empresas de servicios públicos y de infraestructura.² (Ver Apéndice 1).

Privatización del "área rara" (Segunda Ronda, primera etapa)³

Los métodos de privatización elegidos para la Segunda Ronda reflejan nuevos objetivos. La maximización de ingresos

² La privatización de las empresas estatales tradicionales había comenzado realmente en 1982 cuando el Gobierno decidió privatizar intereses minoritarios de algunos servicios públicos, aunque el proceso fue interrumpido más adelante y sólo se continuó en 1985.

³ Fue imposible elaborar una lista completa de las empresas del "área rara" que fueron enajenadas. Tampoco fue posible determinar los métodos de enajenación y los precios de la mayoría de estas "privatizaciones". Tanto la Comisión Progresiva (a cargo de enajenar las empresas del llamado Grupo Cruzat-Larraín) y el Banco de Chile (responsable de vender las principales empresas del Grupo Vial) no proporcionaron la información solicitada argumentando que era privada. Sin embargo, algo de dicha información se puede obtener de relatos de los diarios y de documentos legales, investigación más detallada que va más allá del alcance de este libro. Para ilustrar el calibre de las empresas que pertenecían al "área rara", es suficiente indicar que las siguientes empresas se encontraban entre ellas: Banco de Chile, Banco de Santiago, Banco de Concepción, AFP Provida, AFP Santa María, COPEC, Forestal Arauco, INFORSA, CCU, INDUS, Compañía Minera Pudahuel y CFI.

dejó de ser la primera prioridad, y fue reemplazada por la distribución de la propiedad. Además, el Gobierno, habiendo aprendido que la reversión de las privatizaciones es una posibilidad real, estaba dispuesto a incurrir en el costo de reducir esa posibilidad.

Durante esta Segunda Ronda, se utilizó una variedad de métodos de privatización, con frecuencia incluso en la enajenación de una sola compañía. Durante la primera etapa, las compañías "productivas" del "área rara" (industriales, comerciales, mineras, etc.) generalmente fueron licitadas. Al igual que la vez anterior, la participación accionaria controladora fue ofrecida como paquete, pero a diferencia de la fase de ventas a plazo de la Primera Ronda, no se concedió crédito y se exigió a los licitantes comprobar su solvencia. Como los inversionistas locales, en general, aún estaban subcapitalizados y ahora existía interés de parte de inversionistas extranjeros en participar en la economía chilena, algunas de las compañías más grandes reprivatizadas fueron adquiridas en conjunto por intereses nacionales y extranjeros. Un ejemplo notable es COPEC, conglomerado comercial e industrial con una alta participación en el negocio de distribución de gasolina y producción forestal, adquirida por una gran empresa chilena (Angelini), que inmediatamente después vendió el cincuenta por ciento a Carter-Holt, de Nueva Zelanda. Otro caso es el de CCU, monopolio cervecero e importante productor de bebidas no alcohólicas, que fue adquirida por un conglomerado nacional (Luksic) y Paulaner, uno de los productores de cerveza más grandes de Alemania. Hay otros ejemplos. El Gobierno recibió con gusto estas inversiones extranjeras las cuales tal vez fueron más atractivas al permitirle a los inversionistas pagar con documentos de deuda externa chilena que se podían obtener al 60 por ciento de su valor nominal. De esta forma, el excesivo endeudamiento de la empresa privada, consecuencia de la Primera Ronda de Privatizaciones, se redujo al invitar a inversionistas extranjeros a participar en la economía chilena.

El "capitalismo popular" fue el método elegido para reprivatizar las grandes instituciones financieras del "área rara", especialmente las acciones de los dos bancos comerciales más grandes del país (Banco de Chile y Banco de Santiago) y las Administradoras de Fondos de Pensiones privadas más grandes (Provida y Santa María). Algunos otros bancos fueron vendidos directamente a "grupos económicos": uno a empresarios de la mediana minería, otro a un grupo de nombres de negocios del norte del país, un tercero a ciudadanos de la comunidad israelita,

etc. En todos los casos se aseguró que, al menos inicialmente, el control estuviese distribuido directa o indirectamente entre un número relativamente grande de personas.

Se debe destacar, como una disgresión necesaria para la mejor comprensión del párrafo siguiente, que, durante e inmediatamente después de la crisis financiera de principios de los años '80, se permitió a todas las instituciones financieras, salvo las intervenidas, intercambiar activos financieros de alto riesgo por bonos del Banco Central, pero con la obligación de recomprar los activos de alto riesgo con sus ganancias, en un período en algunos casos, que se esperaba sería muy prolongado, antes de ser autorizadas a distribuir sus dividendos. Las instituciones que habían sido intervenidas y que serían reprivatizadas, sólo estaban autorizadas a vender sus préstamos de alto riesgo al Banco Central una vez que se hubiesen recapitalizado a través de nuevas emisiones de acciones suscritas por los nuevos dueños. En el caso de estas instituciones, el período esperado para los pagos al Banco Central, fue considerado excesivo⁴ y, por lo tanto, esa capitalización era necesaria. Los nuevos dueños de las acciones debieron aportar el 70 por ciento del patrimonio neto, siendo el resto de antiguas acciones. Sin embargo, en estos casos, sólo el 30 por ciento de las utilidades debía ser distribuido a nuevos accionistas durante el período de intercambio de activos con el Banco Central, y el 70 por ciento restante debía ser utilizado para recomprar al Banco Central los activos de alto riesgo.

Bajo el nombre de "capitalismo popular", el gobierno ofreció las nuevas acciones del Banco de Chile y del Banco de Santiago al público general, concediendo un crédito automático a largo plazo sin interés para pagarlas y ofreciendo un crédito de inversión tributaria extraordinariamente generoso. En efecto, el paquete fue tan favorable que la mayoría de los contribuyentes esperaba recibir las acciones gratis, debido a los dividendos esperados. Existía, sin embargo, un límite al número de acciones que cada persona podía comprar. Tanto las condiciones de inversión favorables como las cuotas de hasta alrededor de US\$5000 por persona, fueron diseñadas para distribuir la propiedad de estas acciones lo máximo posible.

En el caso de las Administradoras de Fondos de Pensiones

⁴ La mayoría de las estimaciones existentes sugieren que, por ejemplo, los períodos de recompra del Banco de Chile y el Banco de Santiago excederían los 20 años.

(AFP) Provida y Santa María, el "capitalismo popular" se utilizó para financiar el 60 por ciento de la venta de la primera y alrededor del 49 por ciento de la segunda. Esto permitió una mayor diversificación de la propiedad de las acciones. Para asegurar la administración eficiente de estos fondos, el control del resto de las acciones fue ofrecido a dos instituciones financieras de los EEUU, Bankers Trust y Aetna Insurance Company, respectivamente. El primero compró acciones a través de una conversión de deuda por capital después de una licitación internacional, mientras que el segundo negoció un precio por el pequeño porcentaje que necesitaba para obtener el control mayoritario, ya que había sido dueño de casi el 50 por ciento de la compañía desde su creación.

Privatización de empresas estatales tradicionales (Segunda Ronda, segunda etapa)

Durante la segunda etapa de la Segunda Ronda de privatizaciones en Chile, la mayoría de las grandes empresas estatales, creadas o nacionalizadas por ley, fueron privatizadas. El ingreso total sobrepasó el equivalente a US\$1,2 mil millones.

Estas privatizaciones fueron políticamente más delicadas, ya que se debe recordar que no tenían apoyo general, tanto es así que el Gobierno no las había incluido en los planes de enajenación. Por lo tanto, como regla general, se traspasaría los intereses de cada una de estas empresas progresivamente, de modo de ganar el apoyo gradual para su política. Por consiguiente, el Gobierno utilizó diferentes métodos de privatización simultáneamente, ofreciendo acciones a los trabajadores, a los Fondos de Pensiones y a otros inversionistas. A la vez, se preocupó de distribuir las acciones lo máximo posible dentro de lo razonable. Esta última medida significó que primero se legislara para convertir la empresa estatal en una corporación, cuyas acciones podían ser transadas en la Bolsa de Valores, y cuya contabilidad y operaciones serían sometidas a la auditoría de la Superintendencia de Valores y Seguros. Luego se anunciaba, por ejemplo, la privatización del 30 por ciento del capital accionario utilizando una o, a lo más, dos formas de enajenación. Una vez que ese porcentaje había sido traspasado exitosamente, el Gobierno anunciaba la privatización de otro 19 por ciento, tal vez haciendo uso de una tercera forma de privatización, lo que significaba que

la corporación aún permanecía bajo control estatal. El anuncio de la privatización de otro 2 por ciento completaba el traspaso del control al Sector Privado. A continuación venía la privatización del resto de las acciones, hasta alcanzar el 100 por ciento, generalmente ofreciendo paquetes de acciones pequeños o medianos en la Bolsa de Valores de Santiago. El Cuadro III-1 ilustra este proceso.

Las principales formas de privatización utilizadas durante esta última etapa fueron el "capitalismo laboral", el "capitalismo institucional", el "capitalismo tradicional" y, en unos pocos casos, el "capitalismo popular". El "capitalismo laboral" es el término utilizado para las acciones de las empresas estatales vendidas directamente a los trabajadores de las empresas a ser enajenadas, o en unos pocos casos, particularmente el de ENDÉSA, la mayor compañía generadora de electricidad del país, a funcionarios públicos en general. Con muy pocas excepciones, los trabajadores podían adquirir entre un 5 y un 10 por ciento de las acciones de las compañías enajenadas.

Para pagar las acciones, los trabajadores recibían un adelanto de su pago de indemnización por años de servicio y, para hacer la compra atractiva, se ofrecieron las acciones a un precio bajo con garantía de recompra al momento de la jubilación. Este último acuerdo era de una naturaleza tal, que si el valor de las acciones adquiridas bajo este sistema resultaba ser menor que el pago de jubilación esperado en el momento que éste se debía recibir, los trabajadores tendrían el derecho de vender sus acciones a la compañía por el valor del pago de la indemnización por años de servicio. Es decir, los trabajadores recibieron la oferta de comprar acciones a un precio inferior al precio de mercado, sin tener que colocar dinero y sin correr ningún tipo de riesgo. Sin embargo, podrían obtener ganancias significativas si las acciones resultaban ser una buena inversión. El objetivo principal de esta oferta generosa fue, por supuesto, que los trabajadores apoyaran las privatizaciones, pero el sistema también contribuía a distribuir la propiedad de las acciones entre la población en general. En algunos casos, los trabajadores se entusiasmaron tanto con estas inversiones que se endeudaron con el fin de aumentar su capacidad de compra, en ocasiones hasta el punto de transformarse como grupo en el mayor accionista. Ese fue el caso de CAP, CHILMETRO, LAN y SOQUIMICH, entre otras.

El "capitalismo institucional" consistió en la venta de acciones de empresas estatales a inversionistas institucionales en ge-

neral, y en particular, a los Fondos de Pensiones administrados privadamente. El propósito principal de este sistema ya ha sido explicado anteriormente y algunos de sus efectos positivos sobre la distribución de la propiedad de las acciones y el desarrollo del mercado de capitales se analizan en el Capítulo VI. Aquí sólo es necesario agregar que el Gobierno fue sumamente cauteloso con respecto a permitir que los Fondos de Pensiones invirtiesen en acciones, incluso en las de las empresas estatales. Estableció una comisión para clasificar los riesgos de éstas y otras inversiones, con normas obligatorias muy conservadoras, mientras que se regulaba a los Fondos de Pensiones para limitar el riesgo de sus carteras de inversión. La inversión en acciones (exclusivamente de empresas estatales privatizadas) constituye menos del 5 por ciento de la cartera total de inversiones de los Fondos de Pensiones, alcanzando alrededor del 25 por ciento de las acciones de las empresas privatizadas.

El "capitalismo tradicional" se refiere principalmente a otras formas de privatización onerosa, que durante esta última fase se concentró fuertemente en licitaciones, desde paquetes pequeños a medianos de acciones de empresas estatales en la Bolsa de Valores. Una excepción importante fue el traspaso de un paquete controlador de la compañía de teléfonos local más grande (CTC), que proporciona servicios a Santiago y a la Zona Central del país. En este caso, se ofreció casi el 51 por ciento de la compañía a través de un proceso de licitación internacional, con el requisito de que el comprador invirtiese más de US\$ 200 millones en un programa de expansión de líneas telefónicas. Las acciones podían ser pagadas con documentos de deuda externa chilena. La licitación fue ganada por Bond, inversionista australiano. Como parte de su programa para reducir pasivos entre sus propias compañías, Bond vendió posteriormente su participación en CTC a la Compañía Telefónica Española.

ORGANIZACION Y EJECUCION DE LAS PRIVATIZACIONES⁵

Los esfuerzos de privatización se pueden organizar en formas muy diversas, en gran medida como una función de los arreglos

⁵ Esta sección está basada en información proporcionada por José Martínez.

institucionales existentes en el momento de las privatizaciones, como también, por el alcance esperado de la actividad. Por ejemplo, algunos países establecen ministerios especializados, otros, comités de privatización permanentes, otros ponen a cargo del proceso al ministerio sectorial al que pertenece la compañía, mientras que en otros casos, se crean incluso unidades de privatización ad hoc o la enajenación es llevada a cabo por una sociedad de inversiones.⁶ En general, los esfuerzos exitosos, como los de Chile, han encontrado el justo equilibrio entre las decisiones políticas descentralizadas y la ejecución centralizada.

A pesar de que en Chile la estructura institucional específica para llevar a cabo las privatizaciones cambió a través del tiempo, sus principales características no lo hicieron.⁷ Por un lado, existía una firme voluntad política de privatizar, apoyada por el mismo General Pinochet y la Junta Militar, como se puede apreciar en los Programas Ministeriales anuales preparados para el Ejecutivo por la Oficina de Planificación Nacional. Por otro lado, el "equipo económico"⁸ proporcionó un fuerte apoyo al proceso. Varios de estos burócratas, junto con ejecutivos de alto nivel de CORFO, también nombrados directamente por el Presidente, participaron en el proceso de toma de decisiones en cuanto a las políticas requeridas por el proceso de privatización. Desde un punto de vista formal, sin embargo, habitualmente las decisiones fueron tomadas por el Consejo de Directores de la CORFO, cuyo presidente era el Ministro de Economía, y sus otros miembros eran el Ministro de Hacienda, el Ministro de Planificación, el Ministro Vicepresidente de CORFO y un miembro adicional también

⁶ Vuylsteke (1988).

⁷ Una importante excepción al caso general descrito aquí fue la "privatización" de la mayoría de las empresas pertenecientes al "área rara". Estas empresas, salvo los bancos comerciales y las AFPs fueron privatizadas por comisiones especiales (Comisión Progresá) o directamente por los bancos intervinientes (Banco de Chile). Los bancos comerciales y las AFPs, excluyendo al Banco de Chile, al Banco de Santiago, las AFP Santa María y Provida, fueron privatizadas utilizando la estructura descrita anteriormente.

⁸ El "equipo económico" durante el régimen de Pinochet, también conocido como los "Chicago Boys", estaba compuesto por alrededor de treinta personas, (dependiendo de quién lo definía y el período de gobierno), que ocupaban altas posiciones ejecutivas en el gobierno, habitualmente en los Ministerios de Hacienda y/o Economía, como también, de otros ministerios del área económica y social, incluyendo el Banco Central.

nombrado por el Presidente de la Nación. El Consejo autorizó la venta de las acciones de las compañías que le pertenecían⁹, y estableció los términos de esas ventas. Después de 1984, las decisiones del Consejo se basaron en recomendaciones hechas formalmente por el Gerente de Normalización de la CORFO.¹⁰ Sin embargo, informalmente, se creó un Comité para la Venta de Acciones, formado por el subdirector de la Oficina de Planificación, el jefe de gabinete de los Ministerios de Hacienda¹¹ y Economía, el gerente general, gerente de la empresa, gerente de normalización y abogado de la CORFO. El gerente subrogante de la Unidad de Normalización de la CORFO actuó como secretario ejecutivo del comité informal. En cierto sentido, este Comité fue el vínculo entre el consejo y la unidad ejecutiva.¹² El Comité

⁹ En 1973, la CORFO controlaba todas, salvo unas pocas empresas estatales. Si bien durante el período 1940-1970 la CORFO acumuló un número relativamente grande de empresas estatales industriales, este proceso de concentración se aceleró durante el gobierno de Allende, cuando se intentó transformar la CORFO en una gran sociedad de control de empresas estatales. La excepción la constituyeron principalmente las empresas estatales tradicionales creadas por ley, cada una de las cuales generalmente fue adscrita a un ministerio sectorial.

¹⁰ Este último cargo fue mantenido durante la Segunda Ronda de privatizaciones por el Sr. José Martínez, un oficial militar activo con un Postgrado en Economía otorgado por la Universidad de Chile, y cuya tesis para la obtención de dicho grado fue un análisis sobre la Primera Ronda de privatizaciones.

¹¹ Durante la última fase del proceso de privatización bajo el gobierno militar, este cargo fue ocupado por el Sr. Cristián Larroulet. Larroulet, quien se había incorporado al equipo económico relativamente temprano después del golpe militar (tras sus estudios de postgrado en la Universidad de Chicago), desde su cargo de asesor en el Ministerio de Economía, contribuyó decisivamente en las políticas de manejo de las empresas estatales, estableciendo entre otras medidas, un sistema de información centralizado para controlar el funcionamiento de estas empresas. Su conocimiento de las empresas estatales y de los funcionamientos del gobierno le permitieron desempeñar un papel clave durante la Segunda Ronda del proceso de privatización chileno.

¹² El Comité para la Venta de Acciones se formó en mayo de 1985, cuando la CORFO, por insistencia del Ministro de Hacienda, Hernán Büchi, fue autorizada a enajenar hasta el 30 por ciento de las acciones de una serie de sus principales subsidiarias. La venta de estas acciones se haría en gran medida a las AFPs. La función principal del Comité era facilitar dichas ventas, eliminando los problemas burocráticos que pudiesen surgir en la CORFO o en el Ministerio del Trabajo (Superintendencia de AFP). Como se menciona en el texto, en la práctica, estas funciones se

supervisó, informalmente, la ejecución de las decisiones del Consejo, revisó los planes generales de privatización preparados por la Unidad de Normalización, y analizó las estrategias particulares de privatización para cada empresa, definiendo los métodos de privatización que se utilizarían, los precios que se cobrarían y el momento en que se realizaría, sujeto a la aprobación del Consejo. En cierta forma, este Comité aseguró la coherencia interna del proceso con otras políticas gubernamentales.¹³

La ejecución de los planes de privatización aprobados por el Consejo de la CORFO fue responsabilidad de la Unidad de Normalización. Esta unidad fue responsable, directa o indirectamente, de todo el proceso de privatización, incluyendo la preparación de las empresas que se iban a enajenar, la selección del consejo financiero y agencias ejecutoras, selección de potenciales compradores, negociaciones y recaudación del producto obtenido de las ventas. La venta final de las acciones de una empresa era firmada por el Ministro Vicepresidente de CORFO, quien tenía por estatuto, la autoridad para privatizar.

Considerando el alcance de la tarea, el personal de la Unidad de Normalización fue de un tamaño reducido, transformándose en un ejemplo extraordinario de lo que significa "la privatización del proceso de privatización". El equipo total consistía en cuatro profesionales, tres secretarías, y un asistente

ampliaron considerablemente. Este Comité, hasta cierto punto hizo un seguimiento de la existencia del Comité para la Venta de Activos, formalmente creado en 1982 por insistencia del entonces Ministro de Economía, Luis Danús. Este Comité fue formado por aproximadamente las mismas personas que el comité informal anterior y funcionó hasta comienzos del ministerio de Modesto Collados. Dada la fuerte recesión imperante en Chile durante su existencia, el Comité sólo pudo organizar la venta de acciones de la CCNI (Compañía de Navegación Interoceánica) y de otros activos menores. Sin embargo, preparó y recomendó leyes para permitir a las AFI's comprar acciones de empresas estatales, una característica clave de la segunda etapa de la Segunda Ronda de privatizaciones.

¹³ El Comité se reunió semanalmente durante 1985, cuando se lanzó la última fase del proceso de privatización bajo el Gobierno Militar. Con el tiempo, estas reuniones se distanciaron a una vez cada 15 días y luego a no más de una reunión al mes durante el primer semestre de 1989. Esto refleja claramente el menor número de empresas que se estaban privatizando, como también, el buen funcionamiento del proceso de privatización en sí. El Comité concluyó sus reuniones durante el último trimestre de 1989.

administrativo, aunque obviamente utilizó la estructura organizacional de la CORFO, como también, sus servicios legales y administrativos. En la medida que las condiciones lo permitieron se utilizaron subcontratistas privados y personal de las compañías que se privatizarían o de otras agencias oficiales para preparar a las compañías para su enajenación (si era necesario), realizar la tasación, preparar los folletos, vender o licitar las acciones, recaudar el producto de la venta, etc. Esto permitió al personal de la Unidad de Normalización concentrar sus esfuerzos en la preparación de las estrategias de privatización, la definición de contratos para las agencias de ejecución, la supervisión del avance de estas mismas agencias, y las negociaciones.

Para establecer el precio de las acciones de las empresas que serían enajenadas o para fijar el precio mínimo de oferta en el caso de las licitaciones, la Unidad de Normalización generalmente recibía varios precios estimados junto con el de la Unidad de Administración de la empresa. Estas estimaciones complementarias generalmente eran preparadas por la administración de la empresa que se privatizaría, con frecuencia en base a un contrato con un tercero (Universidad, empresa consultora), y por el agente financiero que había recibido el contrato para el proceso de ejecución de la privatización.

Durante la Segunda Ronda, generalmente no se requirió preparación para las privatizaciones.¹⁴ Durante los diez años anteriores, el Gobierno había transformado gradualmente la estructura económica de forma tal que las empresas, públicas y privadas, estaban operando en casi un mismo pie, ya sea en un medio competitivo (precios libres, aranceles bajos, libre entrada, legislación antimonopolio) o, si tenían características de monopolio natural, sujetas a normas especiales que tenían el objetivo de proporcionar la producción socialmente óptima al precio "justo". Estas normas, sancionadas legalmente, existían para la electricidad, telecomunicaciones, transporte aéreo, compañías de abastecimiento de agua y gas, entre otras.¹⁵ Además, el Gobierno había

¹⁴ Una excepción importante fue el caso de ENDESA, en que se separaron algunas operaciones y se crearon empresas nuevas, y la CORFO se hizo cargo de una gran proporción de su deuda. Sin esta última medida, no se habría podido vender las acciones ENDESA a los Fondos de Pensiones, y el riesgo moral podría haber afectado a otros compradores. Este caso se analiza en el Capítulo VIII.

¹⁵ Ver apéndice VIII-I de Hachette Lüders (1991).

realizado un esfuerzo especial por nombrar administradores profesionales para las empresas estatales y reducir así la interferencia política a un mínimo; había ordenado a las empresas estatales autofinanciarse y distribuir el 100 por ciento de sus utilidades; había puesto en marcha un estricto y completo sistema de información; y había restringido sus posibilidades de endeudamiento en el extranjero. Como consecuencia de esto, las empresas estatales se tornaron relativamente eficientes y en 1985, en general, tenían un balance sano y presentaban rentabilidades aceptables.¹⁶

El traspaso de intereses en sí generalmente fue realizado por la Unidad de Normalización con la asesoría de un agente financiero (banco de inversiones, corredor¹⁷ u otro especialista). El papel de este agente, junto con asesorar con respecto a los términos de la enajenación y hacerse cargo físicamente de ella, era reducir a un mínimo las presiones políticas que recibía la Unidad, y a la vez aumentar la transparencia del proceso. El uso de un intermediario también demostró ser útil en aquellos casos en que se realizaron las negociaciones. Este tipo de agente se usó habitualmente en los casos de ventas directas, licitaciones de todo tipo y ventas de paquetes pequeños de acciones en la Bolsa de Valores. Estos agentes cobraron honorarios de alrededor de un uno por ciento, en el caso de las empresas cuyas acciones fueron vendidas a relativamente pocos inversionistas, y alcanzaron aproximadamente un uno y medio por ciento en casos como el de ENDESA, en que las acciones tuvieron una distribución amplia.

¹⁶ Evidentemente que existieron excepciones, especialmente en el sector transporte, en el cual Ferrocarriles del Estado (FFCC) a pesar de los esfuerzos de racionalización continuó presentando pérdidas. El Gobierno se hizo cargo de una gran proporción de la deuda de LAN Chile durante la primera mitad de 1980 como parte de un proceso de reordenamiento. En otros casos, el origen del endeudamiento excesivo o alto tendió a yacer, al menos en parte, en la necesidad de divisas para solucionar problemas de balanza de pagos, que el Banco Central obtenía de empresas estatales solventes que, a su vez, contraían deuda en el exterior. En estos casos, las empresas estatales estaban altamente endeudadas, pero además tenían niveles altos de depósitos en moneda extranjera en el Banco Central. Algunos buenos ejemplos de esto último son CAP y ENDESA.

¹⁷ Agente de Valores.

LOGROS GENERALES

A principios de los años '90, cuando asumió el nuevo Gobierno Civil, el Gobierno Militar había logrado su objetivo de traspasar al Sector Privado la propiedad y administración de prácticamente todas, salvo unas pocas de las 590 empresas que controlaba a fines de 1973. Se podría argumentar que logró significativamente más de lo que se había propuesto inicialmente, ya que al principio no tenía intenciones de privatizar las empresas estatales "tradicionales" de servicios públicos o infraestructura, creadas o intervenidas en virtud de leyes específicas, que fueron enajenadas durante la última etapa del proceso de privatización, y cuyo capital excedía al de todas las demás empresas estatales enajenadas.

Tal vez más importante aún, el proceso de privatización llegó a ser aceptado, incluyendo la privatización de empresas estatales tradicionales creadas por ley.¹⁸ Esta aceptación se puede atribuir, en gran medida, a (a) la competitividad del medio o del tipo de reglamentos bajo los cuales las empresas privatizadas debieron operar, lo que las hizo socialmente eficientes y (b) los métodos de privatización utilizados para distribuir la propiedad de las acciones.

Con respecto a esto último, a fines de diciembre de 1988, los trabajadores controlaron directamente más del 50 por ciento de los miembros del directorio de IANSA (la compañía azucarera más grande del país) y más del 40 por ciento de CAP (Compañía de Acero del Pacífico), SOQUIMICH (monopolio chileno del salitre) y Laboratorio Chile (compañía farmacéutica). Si se agregan los directores nombrados por las Administradoras de Fondos de Pensiones, todas las empresas mencionadas pasan a ser compañías con control mayoritario de los trabajadores y sus representantes. Actualmente, ENDESA (Empresa Nacional de Electricidad S.A.) se debe agregar a la lista y, en la mayoría de las antiguas grandes empresas estatales que aún permanecen, los directores nombrados por los trabajadores constituyen una proporción significativa de sus directorios.

¹⁸ Tanto es así, que Carlos Ominami, Ministro de Economía del Gobierno de Aylwin, en un informe al Congreso denunciando la pérdida de capital de la CORFO como consecuencia de las privatizaciones y las operaciones de crédito de la CORFO durante el Gobierno Militar, destacó el hecho de que el gobierno no tenía intenciones de revertir este proceso.

En términos de evolución del número de empresas bajo control del Sector Público y la variación en el valor agregado logrado por ellas, los cambios ocurridos en el sector de empresas estatales durante el Gobierno Militar han sido impresionantes. Se debe destacar que, a pesar de que hoy día, el Gobierno es dueño y administra menos compañías que en 1970, el valor agregado por las empresas estatales existentes es similar al de fines de los años '60, período en que para muchos ciudadanos la actividad empresarial del Estado era demasiado grande. No obstante, esto no debiera conducir a una interpretación errónea. Es evidente que la gran diferencia la hace CODELCO, compañía que el régimen militar nunca pretendió privatizar por razones "estratégicas"¹⁹ y cuyas grandes minas de cobre fueron de propiedad privada hasta fines de los años '60. Sin CODELCO, la incidencia de empresas estatales en el valor agregado total hoy día sería del 5 por ciento del PGB, en comparación con alrededor del 16 por ciento durante los años '60, nivel bastante inferior al de la mayoría de las naciones occidentales. Es decir, sin considerar la "gran minería del cobre", que durante los años '60, en muchos aspectos, fue un enclave extranjero bajo propiedad estatal al igual que hoy día, la privatización junto con la desregulación, ha contribuido enormemente a transformar la economía chilena.

Todavía más, se debería destacar que en gran medida debido a la "chilenización" y posterior nacionalización de las grandes minas de cobre a fines de los años '60 y principios de los '70, la Primera Ronda de privatizaciones, que no afectó a las grandes empresas estatales tradicionales, creadas o nacionalizadas por efecto de leyes específicas, siguió reservando al Estado actividades empresariales que generan casi un cuarto del PGB del país, porcentaje sumamente alto según los parámetros de las economías de mercado. En ese sentido, la última etapa de privatización fue muy importante para el logro de los objetivos políticos globales del gobierno. Durante esta etapa, el papel empresarial del Estado fue reducido drásticamente, y la libertad individual

¹⁹ A este factor se relaciona el hecho de que tradicionalmente, un porcentaje de ventas de cobre al exterior ha sido traspasada directamente a las Fuerzas Armadas para financiar la compra de armas. A pesar de la fracción de ventas traspasadas se establece por ley, que ni este ingreso ni las compras financiadas con esos recursos se reflejen en la Balanza Comercial. Más aún, como forma de mantener el secreto "necesario", estas importaciones no están sujetas a derechos de aduana o inspección.

de elección aumentó, evidentemente que en materias económicas pero, tal vez, también en términos políticos.

En términos de ingreso, se estima que el Sector Público recibió más de US\$2,5 mil millones hasta fines de 1989 por concepto de la privatización de empresas estatales (Cuadro V-2). En una base anual, los ingresos variaron desde un 0,1 por ciento del PGB a un 0,3 por ciento del ingreso fiscal, al 3,3 y 10,6 por ciento de las mismas variables, respectivamente. En relación al PGB, estos ingresos son más significativos que los ingresos por concepto de privatizaciones en Gran Bretaña durante fines de los años '70 y los años '80. Dada la disciplina fiscal del gobierno, la privatización permitió ejecutar importantes proyectos de gasto que, de lo contrario, se habrían evitado. Como consecuencia, durante la Primera Ronda se expandió el nivel de gasto social, mientras que durante la Segunda Ronda se aumentó la inversión y se redujo el endeudamiento.²⁰

Otra perspectiva para presentar estos ingresos es compararlos con el patrimonio neto de las empresas estatales que aun subsisten. CODELCO, cuyo patrimonio neto es mucho mayor que el de cualesquiera de las actuales empresas estatales y, por lo tanto, puede ser usado como una subestimación razonable del patrimonio neto de todas ellas, tiene un valor de mercado estimado en aproximadamente US\$4,0 mil millones. Es decir, mediante la privatización de alrededor de 550 empresas, algunas de las cuales eran grandes compañías de servicios públicos e infraestructura, el Estado enajenó a lo más alrededor del 40 por ciento del patrimonio neto de las empresas que controlaba en 1973.

Nuevamente, esto no debería conducir a interpretaciones equivocadas. La privatización llevó al Sector Público a eliminar, para todos los fines prácticos, su participación en la totalidad de los sectores económicos, salvo la minería (gran minería del cobre y del petróleo, cuyo valor agregado está disminuyendo rápidamente por causa del agotamiento de los recursos naturales), dejando un amplio espacio para que el Sector Privado se transforme en el "motor de crecimiento económico".

Esta es, tal vez, la expresión más clara del cambio revolucionario en la política económica realizada durante el régimen militar, que puso al país en una nueva senda reconfirmada por el gobierno democrático actual.

²⁰ Ver Capítulo V.

Impacto fiscal de la privatización

La privatización de las empresas públicas implica un traspaso de los activos del Sector Público al Sector Privado, ya sea nacional o extranjero. El traspaso puede ser gratuito u oneroso. Si es oneroso, el Sector Público recibe dinero en efectivo que puede usar para efectuar gastos corrientes o de inversión o para rescatar deuda pública, lo que significa que la privatización puede afectar, tanto el balance general, como el estado de resultados del Sector Público, tal como se demuestra esquemáticamente en el Cuadro V-1¹.

¹ En este balance, se usa la letra *g* para Gobierno: P^gK^g representa el activo público valorizado desde el punto de vista del Sector Público (P^g); el mismo activo podría tener un valor diferente para el Sector Privado en el momento del traspaso, de manera que en la expresión ap^pK^g , p^p es el precio pagado por éste último para cada unidad del activo del Sector Público que se está privatizando, y a representa la participación en los activos totales que se están vendiendo; el punto se usa para indicar cambios absolutos; la e representa el tipo de cambio de manera que las reservas internacionales y la deuda externa se valorizan en moneda local; la tasa de rentabilidad promedio, una vez deducidos los impuestos sobre los activos del Sector Público, se indica mediante r^g . Finalmente, se debe destacar que el patrimonio neto incluye el superávit del Sector Público y las reservas para depreciación. El estado de resultados que se presenta en el Cuadro V-1 también difiere del real, que preparan las Oficinas de Presupuesto en los diferentes países; ya que habitualmente no se incluyen las cuentas imputadas.

Habitualmente el estudio del ingreso fiscal —incluso de una parte de él,— se ha basado en el supuesto implícito de que los stocks —activos y pasivos— no tienen importancia. Sin embargo, en este capítulo se tratarán en detalle, tanto los ingresos o flujos, como el impacto de la privatización sobre el patrimonio neto del Sector Público. Se analizará además la influencia de la privatización en el financiamiento del déficit. Se considerará principalmente el período 1985-1989 para el cual había más información disponible; en los casos en que sea posible, se cubrirá también el período 1974-1981.

CUADRO V-1

BALANCE DEL SECTOR PUBLICO

ACTIVO		PASIVO	
p ^s .K ^s	acciones en empresas públicas	B ^{II}	crédito interno neto (en \$, indexado)
e. R	reservas internacionales netas	e B ^F	deuda externa neta
T	valor presente de impuestos futuros	H	dinero
L	otros (capital social, recursos naturales y valor imputado para monopolio de la emisión de dinero)	A	otros (previsión social...)
		G	valor presente del flujo futuro de gastos públicos
		W ^s	patrimonio

ESTADO DE RESULTADOS

CREDITOS		DEBITOS	
I. CUENTA CORRIENTE			
C ^s	consumo	t	impuestos
D ^s	consumo de capital imputado	r ^s p ^s K ^s	utilidades
N	transferencias	P	otros (interés sobre reservas externas, ingreso imputado a partir de capital social)
i ^p	interés pagado (sobre deuda interna y externa)		
II. CUENTA DE CAPITAL			
Z ^s	inversión bruta	Sg	superávit de cuenta corriente
F ^s	inversión financiera	Dg	depreciación
		P ^p αK ^z	venta de activos
		B	endeudamiento

INGRESO FISCAL

La maximización del ingreso fiscal fue, tal vez, el objetivo económico más importante de la privatización de las empresas estatales durante la segunda etapa de la Primera Ronda (1975-1978). El ex Ministro de Hacienda chileno, J. Cauas, recomendó "... la venta de empresas pertenecientes al Estado... y administradas por CORFO. Esto permite la reducción del gasto y proporciona una fuente de mayores ingresos"². Luego, la privatización se defendió como un medio para aumentar los ingresos y/o como un modo de reducir el tamaño futuro de las transferencias del Gobierno Central a las empresas ineficientes. Los ingresos de la privatización se presentan en detalle en el Cuadro V-2. Debido a que el impacto de la privatización sobre los ingresos públicos es mayor que el indicado por los ingresos directos que surgen de la privatización, también se deben analizar ciertos efectos indirectos. Este tema se analiza en detalle más adelante, considerando especialmente el hecho de que en 1988 y 1989 la distribución de la propiedad y la reducción del Sector Público en sí, fueron claramente, los principales objetivos de la privatización.

Es útil distinguir entre los efectos inmediatos o de corto plazo y el impacto a largo plazo de la privatización. "Corto plazo" se refiere al año del traspaso del capital de la empresa pública al Sector Privado y "largo plazo" se refiere a un período de tiempo indefinido.

En teoría, cuando el Sector Público traspasa una empresa al Sector Privado, recibe (a) el valor de las acciones al momento de la privatización, (b) un flujo de los impuestos esperados sobre el ingreso real generado por la empresa privatizada menos, (c) los ingresos alternativos brutos que se habrían devengado si la empresa hubiese permanecido en el Sector Público, consistentes en utilidades y cargos por depreciación, menos la inversión bruta anticipada. Los flujos se pueden expresar en términos de valor presente al momento de la privatización. Cuando la transferencia es gratuita, (a) será cero, pero el valor presente de la diferencia entre los impuestos esperados y el ingreso alternativo afectará los ingresos fiscales. Se puede percibir una diferencia entre el impacto de la privatización durante el año de la transferencia y el impacto total. El primero incluirá el factor (a) menos (c) para

² J. Cauas (1979). Original en inglés.

el año de privatización y se denominará de corto plazo, mientras que el segundo incluirá (a), (b) y (c) durante un período de tiempo indefinido y se considerará como de largo plazo. Ambos se analizarán sucesivamente.

CUADRO V-2: INGRESOS POR PRIVATIZACIONES

Año	(US\$ Millones y porcentaje)		
	Ingresos por Privatizaciones	Porcentaje de Ingresos Fiscales	Porcentaje del PGB
1974	15,7	0,9	0,1
1975	224,1	10,4	2,0
1976	106,8	4,6	0,9
1977	124,2	4,4	1,0
1978	114,8	3,3	0,8
1979	164,6	3,2	1,1
1980	69,7	1,0	0,4
1981	112,0	1,4	0,6
1982	20,0	0,3	0,1
1983	n.d.	n.d.	n.d.
1984	n.d.	n.d.	n.d.
1985	10,3	0,02	0,1
1986	231,7	4,9	1,4
1987	312,6	5,8	1,7
1988	560,0	10,1	2,9
1989	234,4	n.d.	n.d.

Fuente: Hachette y Lüders (1988), para información acerca del período 1974-1982, y autores para el resto del período.

El Corto Plazo.

Los ingresos brutos obtenidos por el Sector Público dependerán del precio de venta del capital de la empresa privatizada, la proporción de ese capital transferido al Sector Privado y la proporción pagada en efectivo.³ El precio de venta puede diferir del

³ En este capítulo se supondrá que las acciones traspasadas se pagaron en efectivo. Este es un supuesto realista para el período 1985-1989 cuando, a excepción de ENDESA (69,8 por ciento) y CTC (95,8 por ciento), las acciones se vendieron al contado. Durante el período anterior, 1974-1982, la norma fue la venta a través de créditos.

precio "social" de la empresa debido a los subsidios, a los riesgos inherentes a la privatización de esa actividad en particular, a las diferencias en tasas de descuento y a los grados de eficiencia de los Sectores Público y Privado. Este tema se analizará más adelante.

En el corto plazo, los ingresos netos de las privatizaciones expresados en términos de ítemes del balance del Sector Público (Cuadro V-1) serán:

$$(1) \quad R_0 = \alpha_0 K^P P_0^P - \alpha_0 r^P K^E$$

donde R_0 representa las ganancias obtenidas de la proporción α_0 del capital del Sector Público vendido al Sector Privado en el año cero, deducido el ingreso alternativo durante ese mismo año como consecuencia de la proporción privatizada; P_0^P , el precio pagado por el Sector Privado; $r^P K^E$, el retorno de la empresa privatizada, de haber permanecido en el Sector Público; $P^E K^E$, el valor libro de las acciones de las empresas públicas en manos del Sector Público.

Los ingresos del Sector Público, provenientes de la privatización de las empresas estatales alcanzaron un total de US\$ 2,3 mil millones. De este monto, el equivalente a más de US\$ 1,4 mil millones en ingresos brutos, primer término a la derecha de la ecuación (1), se obtuvo de la privatización de sólo 27 empresas estatales; más de cuatro quintos de esta cantidad fueron percibidos durante los últimos tres años del proceso (Cuadro V-2), mientras que por la privatización onerosa de 223 empresas, el Sector Público recibió el equivalente a menos de US\$ 1.000 millones entre 1974 y 1982. Anualmente, los ingresos variaron desde un mínimo de US\$ 10 millones en 1985 a un máximo de US\$ 560 millones en 1988, representando hasta el 10 por ciento del ingreso fiscal corriente (1988), y hasta la proporción significativa del 39 por ciento de los impuestos a la renta en 1987 y 1988. El ingreso de CORFO se duplicó en 1986 y 1987 y se triplicó de ahí en adelante como consecuencia de las privatizaciones. También es interesante observar que los ingresos obtenidos de la privatización financiaron gran parte del déficit durante la época cubierta e incluso aumentaron el superávit en los últimos años del mismo período. Este tema se analizará en la última sección de este capítulo.

A pesar de que el Gobierno obtuvo ingresos adicionales del

Sector Privado al enajenar las empresas públicas, perdió ingresos tributarios y dividendos por las acciones traspasadas. Por consiguiente, el ingreso neto anual Ro fue menor que el de las cuentas fiscales obligando a corregir los ingresos brutos de acuerdo a esto. Los ingresos alternativos se han calculado en base a las normas previas sobre distribución de ingresos y en proporción a la participación de la empresa pública vendida al Sector Privado durante el año relevante. En el Cuadro V-3, línea 3, se presentan los ingresos anuales netos obtenidos por la privatización de ese mismo año. Como no se encontró información disponible para todas las empresas vendidas durante el período 1985-1989, el Cuadro V-3 se construyó en base a una muestra de 10 empresas que cubren alrededor del 80 por ciento del total de los ingresos durante ese mismo período. Los valores obtenidos para los ingresos netos no presentan diferencias importantes con respecto a los valores para los ingresos brutos, ya que el ingreso alternativo representaba a lo más el 13 por ciento de los ingresos brutos (1985).

CUADRO V-3: IMPACTO FISCAL DE LA PRIVATIZACION

	(1988 \$ millones)				
	1985	1986	1987	1988	1989
1. Ingresos brutos de la privatización	4.947	58.503	83.383	141.111	71.271
2. Ingreso alternativo	324	4.625	5.400	19.595	5.868
3. Ingresos netos ((1)-(2))	4.623	53.878	77.713	121.516	65.403
4. Valor presente de los impuestos	3.325	43.167	58.010	89.418	27.764
5. Valor presente del ingreso alternativo	10.906	143.630	180.332	238.150	71.766
6. Ingresos fiscales netos((1)+(4)-(5))	-2.634	-41.960	-39.209	-7.621	27.269
7. Proporción del déficit fiscal (%)	1,6	55,9	110,3	-1,6	n.d.

* Sólo incluye diez de las 27 empresas privatizadas durante ese período, cubriendo el 80 por ciento de los ingresos de las ventas. Se eligió esta muestra en particular sólo por la disponibilidad de información.

El Largo Plazo

Un análisis a largo plazo del impacto de la privatización sobre los ingresos fiscales "en un año determinado" incluirá la diferencia entre el valor presente del flujo de ingresos con privatización y sin ella. El Gobierno obtendrá los ingresos de la venta de las empresas más un flujo de ingresos tributarios de las compañías privatizadas durante un período indefinido de tiempo. Sin embargo, perderá otro flujo de impuestos —si solicita a las empresas públicas que paguen— y de dividendos, en la forma de transferencias de utilidades a la Tesorería si las empresas permanecieran bajo el control del Sector Público.

El valor presente de los ingresos netos obtenidos por el traspaso de un paquete de acciones en el año 0 será, en términos de ítemes del Cuadro V-1, donde t_i representa la tasa impositiva relevante pagada por el Sector Privado —sobre personas y empresas— y r_i^P , la tasa de rentabilidad de la empresa traspasada una vez en manos del sector privado:

$$(2) \quad R_0^I = \alpha_0 K^g P_0^P + \sum_i \frac{t_i r_i^P \alpha_0 P_0^P K^g}{(1+r^{dg})^i} - \sum_i \frac{r_i^g \alpha_0 P_0^g K^g}{(1+r^{dg})^i}$$

donde el primer término a la derecha de la ecuación representa los ingresos de la venta al Sector Privado, el segundo, el valor presente de los impuestos pagados por ese sector sobre los beneficios obtenidos de las empresas privatizadas y el tercero, el valor presente del ingreso que se habría obtenido el Sector Público si la privatización no se hubiese llevado a cabo, o sea el ingreso alternativo.⁴ En la medida que los ingresos obtenidos del precio de venta más el valor presente de los impuestos adicionales pagados por el Sector Privado sean diferentes al valor presente de los flujos de utilidades de las empresas que permanecen en el Sector Público, se alterarán totalmente los ingresos fiscales.

Los resultados se verán afectados por la diferencia en las tasas de rentabilidad (r^P en comparación con r^g), en los precios

⁴ La ecuación (2) sólo supone una venta efectuada en el tiempo 0 y pretende evaluar los factores que determinan los retornos netos en el tiempo y su impacto sobre el valor presente de los retornos netos al Sector Público para la venta de la empresa o el paquete a_0 .

(p^p en comparación con p^s), en las tasas de descuento (r^{dp} en comparación con r^{ds}), y entre las tasas de rentabilidad y las tasas de descuento. Si no hay diferencia de riesgos, tasas de descuento y eficiencia entre el Sector Público y el Privado, y siempre que la eficiencia no haya sido subsidiada (total o parcialmente), el impacto neto de la privatización sobre los ingresos fiscales sería de cero en el largo plazo. Es decir, el ingreso del Sector Público no se alteraría; sólo cambiaría su composición: se obtendría una mayor proporción de ingresos a través de los impuestos pagados por las empresas del Sector Privado, incluso sin modificaciones de sus tasas, y una menor proporción de los impuestos y las utilidades de los activos del Sector Público. En este caso en particular, y en cuanto a los ingresos fiscales, la tasa tributaria impuesta sobre las utilidades de las empresas privatizadas es, en cierta medida, poco importante siempre que el precio pagado por el Sector Privado haya incluido un descuento correctamente estimado de ese hecho en el momento de la privatización.

Las diferencias en eficiencia entre el Sector Privado y el Sector Público determinarán que los dos primeros términos de la ecuación sean diferentes a los relacionados con el ingreso alternativo. La mayor eficiencia esperada para el Sector Privado en comparación con el Sector Público, inducirá a un precio más alto pagado por la proporción privatizada $\alpha_p^p k^p$ con respecto a su contraparte del Sector Público ($\alpha_p^s k^s$). Sin embargo, la diferencia entre la eficiencia de los dos Sectores será más pequeña mientras más similares hayan sido las reglas del juego aplicadas a ambos Sectores antes de la privatización. Esta afirmación es especialmente relevante cuando la empresa a ser privatizada había estado sujeta a un proceso de desregulación antes de su privatización, como en el caso de Chile desde mediados de los años '70.

El impacto fiscal se estimó en base a los siguientes supuestos: (a) la tasa de rentabilidad privada sobre el patrimonio neto (deducidos los impuestos) no se modifica con la privatización (un supuesto extremo); (b) la tasa de rentabilidad del Sector Público es el promedio observado en las empresas del Sector Público antes del traspaso con excepción de ENDESA que había presentado una tasa de rentabilidad negativa en los años anteriores a la privatización; (c) la participación de los dividendos (de los retornos una vez deducidos los impuestos) fue de 50 por ciento para el Sector Público y del 30 por ciento para una empresa

privada⁵; y (d) la tasa de descuento usada para obtener los valores presentes para los diferentes flujos proviene de la aplicación del modelo de fijación de precios del "mercado de activos de capital" (CAPM) que se explicará más adelante. Los flujos a precios constantes de 1988 se obtuvieron deflactando la información relevante por el IPC de Chile. El período de análisis correspondiente a cada empresa privatizada comienza cuando se traspasa la primera proporción del capital y finaliza el año 2008. En Hachette y Lüders (1991) se presentan los supuestos detallados por empresa.

El impacto fiscal de la privatización, dados los supuestos mencionados, fue negativo hasta 1988, y positivo en 1989 (Cuadro V-3). El valor presente de los impuestos, incluso si fuera mayor, es obviamente menor que el valor presente del ingreso alternativo, dado el supuesto elegido de "ningún cambio de eficiencia" después de la privatización; y en este marco, los ingresos netos son necesariamente negativos si hay un subsidio involucrado en el traspaso, como aquellos otorgados a trabajadores y contribuyentes para lograr una amplia distribución de la propiedad. Al comparar los ingresos fiscales perdidos, bajo los supuestos extremos mencionados, como consecuencia del subsidio de los precios de venta en el momento de la privatización, con la suma de los ingresos brutos del período 1985-1989, los primeros representarían un 18 por ciento (este tema se analizará más adelante). Para que el impacto del ingreso fiscal neto sea cero, el promedio de las tasas de rentabilidad sobre el valor libro indicado anteriormente, tendría que aumentar en menos de 2,5 puntos porcentuales sobre el que obtuvieron antes de su privatización en 5 de las 10 empresas privatizadas (CHILGENER, CHILMETRO, CHILQUINTA, CAL, IANSA)⁶. Este es un requisito moderado, ampliamente superado por la mayoría de las empresas desde su privatización completa. De hecho, el ingreso fiscal neto, es positivo en los casos de ENDESA, CTC, SOQUIMICH y ENTEL, incluso si no se modifican las tasas de rentabilidad existentes al momento de la privatización. De cualquier modo, en el peor año,

⁵ Mientras el primer supuesto es importante para determinar la transferencia real de fondos desde las empresas privadas al Sector Público, el segundo se requiere para estimar el impuesto relevante pagado por el Sector Privado sobre los dividendos distribuidos.

⁶ LAB Chile requeriría de un aumento insignificante por lo que no se incluyó en la lista.

1986, la pérdida estimada de ingresos fiscales netos, bajo los supuestos extremos mencionados, no representó más del 2,6 por ciento del ingreso fiscal total.

PATRIMONIO NETO DEL SECTOR PÚBLICO

A pesar de que los objetivos de las privatizaciones chilenas no incluyeron explícitamente la maximización del patrimonio neto, ni la redistribución de las riquezas de manera específica, puede ser interesante analizar estos temas desde dos puntos de vista: (a) dado que el patrimonio neto del Sector Público constituye una forma de representar la capacidad del sector para generar ingresos netos, si la privatización de la empresa pública afecta el patrimonio neto del Sector Público, también alterará el flujo de ingreso fiscal y, (b) es probable que la redistribución no deseada de las riquezas genere reacciones políticas que finalmente afectarán la estabilidad y continuidad del proceso de privatización.

Ambos temas han constituido parte importante del debate público en Chile. Por un lado, los críticos consideraron, especialmente después de 1984, que los métodos de privatización utilizados llevaban a una reducción significativa de la capacidad del Sector Público para generar ingresos, y, por lo tanto, para financiar programas o actividades consideradas absolutamente esenciales. Los supuestos implícitos subyacentes en estas opiniones consisten en que la privatización implicaba una pérdida real para el Sector Público y que éste era un proveedor más eficiente de estos servicios que el Sector Privado, y, por consiguiente, debía continuar proporcionándolos. Por otro lado, durante la Primera Ronda, las privatizaciones habían dejado la impresión de un traspaso significativo de riquezas, aunque no intencional, desde el Sector Público al Sector Privado⁷. Además, las ganancias aparentes del Sector Privado se concentraban en, relativamente, pocas manos, aumentando la ya desigual distribución de la riqueza en el país⁸. Entonces, no es sorprendente que la redistribución de riquezas que surge de las privatizaciones de las empresas del Sector Público debiera ser cuidadosamente analizada y que las autoridades, después de 1984, deberían tomar

⁷ Ver Capítulo IV.

⁸ Lüders, (1990).

ventaja de su experiencia previa para evitar otros resultados no deseados. Por estas razones, es importante analizar el impacto real de la privatización sobre el patrimonio neto del Sector Público y su distribución.

Patrimonio Neto del Sector Público: Primera Ronda de Privatizaciones

Pese a que la falta de información impidió, aplicar a la Primera Ronda la metodología para estimar el impacto de la privatización sobre las riquezas del Sector Público, utilizado durante la Segunda Ronda, se pueden efectuar algunas inferencias tentativas. Estas sugieren que la percepción del Sector Público descrita anteriormente sea probable y parcialmente errada y que la segunda etapa de la Primera Ronda de privatizaciones haya sido, en esencia, una forma no intencional de obtención de préstamos para el Sector Público, a tasas de interés que en ese momento eran sumamente altas en términos reales. Algunos de los grandes beneficiados del Sector Privado quebraron durante la recesión de 1981-1983 y perdieron las ganancias que habrían obtenido a partir de su capital inicial (de hecho, relativamente insignificante). El Gobierno usó estos "préstamos" (ingresos de la privatización) para invertir en programas sociales que, evaluados *ex post*, probablemente nunca lograron tasas de rentabilidad social, ni siquiera cerca de la "tasa de interés" pagada (implícita una vez que el Gobierno asumió, a principios de la década de los 80, la deuda de los conglomerados financieros de las empresas estatales). A su vez, en el análisis final las pérdidas del Sector Público fueron equivalentes a las ganancias de los poseedores del activo financiero.

En general, es posible afirmar que las privatizaciones no afectarán la riqueza del Sector Público, ni la distribución general de la riqueza, si (a) la privatización se lleva a cabo a valores de mercado; (b) el mercado de capitales y el mercado financiero están relativamente bien desarrollados; y (c) la eficiencia operativa no se altera con la transferencia de la propiedad⁹. Si bien es imposible afirmar que estas condiciones se cumplieron en

⁹ El supuesto implícito es que los gastos del Sector Público financiados con los ingresos de la privatización de las empresas estatales no afectarán la distribución de la riqueza.

el caso de Chile, se puede asegurar, como se indica en el Capítulo II, que el medio económico se desplazaba en esa dirección. Durante la Segunda Ronda de privatizaciones, las condiciones existentes se acercaron a las descritas para justificar la expectativa de que esas privatizaciones habrían tenido poco efecto sobre la riqueza del Sector Público o sobre la distribución general de la riqueza, con la excepción del precio pagado por el Gobierno para distribuir la propiedad de las acciones entre los trabajadores y los contribuyentes de la clase media. Más adelante se abordará nuevamente este tema.

Sin embargo, es casi imposible juzgar, comparando las alternativas al momento de vender, el nivel probable de los precios de las acciones traspasadas durante la etapa inicial de la Primera Ronda de privatizaciones. Las condiciones económicas en Chile eran aún extremadamente inestables e inseguras y el desempeño pasado de las empresas estatales tenía poca importancia para el futuro. Hachette y Lüders (1987) compararon el valor presente de las acciones de las distintas empresas estatales al final de cada año, desde la fecha de la privatización hasta 1982, considerando los precios pagados por esas acciones, corregidos de acuerdo a los dividendos recibidos y el financiamiento de nuevas inversiones. Estos tres factores, se descontaron a la tasa pagada por el tipo de depósito más corriente, los depósitos a 30 días.¹⁰ Los resultados presentan una comparación *ex post* de los retornos de inversión de las acciones de las empresas estatales privatizadas con los de los depósitos a corto plazo en moneda local.

A pesar de que a fines de 1979 y 1980, la inversión en acciones de las empresas estatales privatizadas prosperó más que la de los depósitos, hacia fines de 1981 y 1982 el proceso se revirtió. A fines de 1980, quienes mediante crédito compraron acciones de las empresas estatales (algunos de los grandes conglomerados nuevos) resultaron aparentemente, muy beneficiados con las privatizaciones. Se argumentó que las acciones de las empresas estatales se habían vendido a precios muy "bajos". La privatización fue atacada por la prensa y en algunos estudios de investigación, que criticaban las ganancias potenciales de capital de los compradores¹¹. Menos

¹⁰ Estas tasas fueron sumamente altas, alcanzando un promedio de casi 28 por ciento en términos reales (después de la corrección monetaria) durante el periodo 1975-1982.

¹¹ Dado el poder de las compañías dueñas de estos conglomerados financieros, las fluctuaciones en los precios de las acciones tuvieron efectos significativos sobre las riquezas de los propietarios.

de dos años después, las sociedades inversionistas dueñas de la mayoría de estos conglomerados quebraron, y sus deudas excedieron significativamente el valor de sus activos. Para el Gobierno, dada la imposibilidad de obtener financiamiento externo, el costo de un préstamo estaba directamente relacionado con la "alta" tasa de interés usada para calcular los valores presentes indicados con anterioridad. Esto es, la privatización de empresas públicas a bajos precios, que reflejaban las altas tasas de interés, puede haber sido la mejor alternativa que tenía el Gobierno para financiar algunos de sus gastos. Entonces, el problema consistió en determinar si los precios obtenidos por las acciones de las empresas privatizadas eran realmente "muy bajos". *Ex post*, se puede argumentar que sucedía lo contrario, ya que algunos empresarios juzgaron la velocidad de descenso de las tasas de interés, además de las perspectivas y la estabilidad del crecimiento económico en el país, ofreciendo precios muy altos por las acciones de las empresas estatales, para ser pagado a lo largo del tiempo, a partir de las utilidades de las tasas de interés existentes en Chile.

Pese a ello, el Gobierno no obtuvo beneficios por los "altos" precios que recibió durante la Primera Ronda de privatizaciones. Sin embargo, este tema se analizará en la última sección de este Capítulo. La conclusión es que el denominado "impacto directo de la privatización sobre el patrimonio neto del Sector Público", no tuvo importancia. No obstante, como se observará en las próximas páginas, el impacto indirecto fue considerablemente negativo.

Patrimonio Neto del Sector Público: Segunda Ronda de Privatizaciones

Si el Sector Público no hubiese perdido un patrimonio neto significativo durante la Primera Ronda, ¿se podría decir que incurrió en dicha pérdida en el proceso de privatización a partir de 1984?

La respuesta se puede subdividir en dos partes: en términos del efecto directo de la privatización y el efecto indirecto de ella. El primero está relacionado con el impacto del traspaso de un activo público al Sector Privado, sobre el ingreso del gobierno. El efecto indirecto se refiere al uso que se hace de dichos ingresos. La respuesta presentará nuevas perspectivas, aunque sean de naturaleza esencialmente cualitativa, con respecto del activo y

pasivo, un aspecto generalmente olvidado pero sin embargo importante para la contabilidad (Cuadro V-1) y la administración del Sector Público. En esta sección se presentará el efecto directo y en la próxima se abordará el indirecto. Como se puede observar, la respuesta es nuevamente negativa: no se detectaron pérdidas del patrimonio neto del Sector Público como consecuencia de las privatizaciones.

En la medida en que el ingreso obtenido por la privatización de la empresa, incluyendo el precio de venta y el valor presente de los impuestos a ser pagados por la empresa privatizada, sea igual a la tasación del Sector Público corregida de acuerdo a los costos de transacción, el patrimonio neto del Sector Público permanecerá inalterado hasta que el Gobierno decida financiar gastos de consumo con tales ingresos. Por supuesto, la estructura de los activos del Sector Público podría cambiar en el proceso: por ejemplo, el activo fijo se podría reducir mientras el efectivo (ΔO) (o reservas internacionales) (ΔeR) aumenta proporcionalmente, o mientras el pasivo se reduce, ya sea por la deuda externa (ΔeB^F) o interna (ΔB^H).

$$(3) \quad \Delta W^s = 0 = \Delta(p^s K^s) + \Delta(eR + T + L) - \Delta(B^H + eB^F + H + G + A)$$

Para que el ingreso fiscal permanezca inalterado, es necesario que el patrimonio neto del Sector Público no se modifique, pero esa condición por sí sola no es suficiente. En un mundo equilibrado, y sin problemas, los retornos ajustados al riesgo sobre un peso adicional invertido en cualquier bien, serían idénticos a la reducción de los pagos que surgiría de la disminución de un peso adicional en cualquier pasivo. En esas condiciones extremas, el cambio en la composición del activo o el pasivo como consecuencia del traspaso afectará los ingresos netos del Sector Público en la medida que se modifique el nivel de riesgo de la cartera de inversión. De hecho, los retornos difieren, entre los activos (acciones en empresas del Sector Público contra efectivo o reservas internacionales, probables medios de pago de la privatización) y también difieren de los flujos de costos del pasivo del Sector Público al Gobierno (tal como bonos en poder de extranjeros). La distribución de los ingresos de la privatización también puede ser afectada por errores y presiones políticas. Luego, los cambios en la composición del activo y del pasivo del Sector Público afectarían los ingresos de este Sector, dado un cierto nivel del patrimonio neto. Sin embargo, los cambios principales de los

ingresos netos del Sector Público, derivados de la privatización, probablemente son causados por otras fuerzas que se describen a continuación.

Reducciones del patrimonio neto del Sector Público

Las causas principales de la reducción del patrimonio neto del Sector Público como resultado de la privatización son los traspasos gratuitos, la fijación de los precios a niveles inferiores a los reales, los costos de transacción (relacionados con la promoción, honorarios profesionales, seguros, etc.), o el financiamiento del gasto corriente con el ingreso de la privatización. Los dos primeros factores afectan al precio de venta y constituyen el tema central del debate, especialmente la fijación de precios inferiores a los reales; el cuarto factor se refiere a otro tema: el financiamiento del déficit o el uso de activo devengado al Sector Público como consecuencia de la privatización, que se analizará en la siguiente sección. La subvaluación, puede ser consecuencia del traspaso del capital del Sector Público al Sector Privado con un "subsidio", consistente en un precio inferior al valor de mercado o menor al que el Sector Privado habría estado dispuesto a pagar. Además, el precio que ofrece el Sector Privado por una empresa estatal, incluso a valor total de mercado, puede ser inferior al precio relevante desde el punto de vista del Sector Público: la diferencia afectaría el patrimonio neto del Sector Público. Tal situación se daría en caso de existir diferencias legítimas entre los riesgos del Sector Público y del Sector Privado, y por lo tanto, en los factores de descuento. Por otro lado, la tasación del Sector Privado podría ser superior, si se espera que aumenten los flujos de fondos cuando la empresa sea privatizada, a causa del ingreso monopolístico, la mayor eficiencia o las posibilidades de diversificación.

Los riesgos significativos del Sector Privado se relacionan con la posibilidad de expropiación. Otros riesgos, diferentes a la "reversión de la privatización"¹² surgen cuando el Sector Privado espera monopolios o controles de precios, imposición de arance-

¹² También pueden surgir riesgos no-diversificables relacionados con características específicas de las empresas privatizadas en la producción o los mercados. Sin embargo, no difieren entre los Sectores Público y Privado.

les máximos, o subóptimo cruzado que surge de las consideraciones distributivas. Estos riesgos afectan las expectativas de flujo de fondos de la empresa, y, por lo tanto, podrían llevar al Sector Privado a ofrecer precios más bajos por las empresas estatales; estos riesgos tienden a ser particularmente altos para los servicios públicos tales como electricidad, teléfono, agua, etc. Sin embargo, deberían afectar del mismo modo a la tasación de las empresas estatales, tanto desde el punto de vista del Sector Público como del Privado, ya que se espera que las consideraciones redistributivas fueran implantadas fácilmente, ya sea la empresa administrada por el Gobierno o por el Sector Privado. Por consiguiente, el traspaso de propiedad no debería afectar las comparaciones en este aspecto. Sin embargo, el riesgo de "reversión de la privatización", irrelevante para el Sector Público, influirá en la tasación del Sector Privado, ya que la posibilidad implica una reducción de los flujos de fondos esperados. Al considerar este factor, el precio que el Sector Privado desea pagar estará por debajo de la tasación del Sector Público para esa misma empresa¹³.

Otra razón para las bajas tasaciones del Sector Privado, además del riesgo de reversión de las privatizaciones, son los mayores factores de descuento del Sector Privado con respecto al Sector Público. La interrogante es si ambos sectores deberían usar diferentes factores de descuento, como se recomienda habitualmente para los proyectos, debido a que las deficiencias del mercado financiero y de capitales, y las distorsiones, pueden afectar el precio relativo de los fondos. Un caso significativo sería el de Chile durante la segunda mitad de los años '80, cuando las reformas estructurales introducidas durante la década de los '70 y a principios de los años '80, (descritas en el Capítulo II), eliminaron las diferencias significativas entre los precios sociales y privados¹⁴.

Tal vez, tan importante como llegar a la misma conclusión

¹³ El riesgo de una reversión de la privatización también se puede analizar como un aumento del parámetro de descuento para el Sector Privado con respecto al que usa el Sector Público. Estas son sólo dos formas diferentes de decir lo mismo.

¹⁴ Se puede argumentar que la alta tasa de retorno implícita en la recompra de los pagarés de la deuda externa implicaron una alta tasa de descuento, después de 1985, para inversiones públicas, similar a aquella del Sector Privado.

es el hecho que, dadas las tasas de rentabilidad conocidas, la alternativa más razonable para ambos sectores fue la de reinvertir en la misma empresa. Si es así, el Sector Público y el Sector Privado deberían usar el mismo factor de descuento, que incluiría una prima para los riesgos no diversificables relacionados con el sector. Esta conclusión puede parecer algo extraña a la luz de las teorías tradicionales de evaluación del Sector Público, pero es lógica si se considera el hecho que, en las empresas estatales analizadas, las tasas de rentabilidad excedieron sistemáticamente las tasas de descuento. Incluso si éste no hubiera sido el caso, las empresas estatales tienden a reinvertir su superávit en ellas mismas (incluso en Chile) para mantener los requerimientos de servicio.

En conclusión, los precios pagados por el Sector Privado a cambio de las empresas estatales pueden ser inferiores a las tasaciones del Sector Público debido a diversos factores. La mayoría de estas diferencias refleja los errores de evaluación. Por ejemplo, el patrimonio neto del Sector Público puede ser afectado aparentemente en forma negativa por las diferencias del riesgo de "expropiación" entre el Sector Privado y el Sector Público, ya que el primero naturalmente estima ese riesgo en flujos de fondos esperados, no siendo éste, tal vez el caso del segundo. En este contexto, las evaluaciones privadas y públicas no deberían diferir en la práctica, ya que se debe asumir que la presión redistributiva es igual, y, en todo caso, más fácil de implementar si la empresa pertenece al Sector Público. También se puede tender a evaluar a las empresas estatales usando una tasa de descuento sectorial ajustada al riesgo para las tasaciones del Sector Privado, y la tasa social ordinaria de descuento, generalmente más baja para la tasación de la empresa si ésta permanece en el Sector Público. Sin embargo, podrían haber otras razones para este fenómeno, tales como el subsidio o la fijación del precio de las acciones vendidas al Sector Privado a un precio inferior al real, o las "imperfecciones" del proceso de privatización. Ninguno de los dos factores de riesgo mencionados implica una pérdida del patrimonio neto del Sector Público, aunque el último, quiérase o no, legítimo o no, implica una pérdida.

Aumentos en el patrimonio neto del Sector Público

La privatización de las empresas públicas podría traer como consecuencia, en cambio, aumentos en el patrimonio neto fiscal,

generalmente considerada como la situación más probable. Esto se podría deber a un aumento de la eficiencia inducida por la privatización, al aumento de la explotación del poder de mercado por parte de la empresa privatizada, o a la mayor flexibilidad para ampliar el campo de acción de la empresa y así obtener ingresos de otras actividades. El aumento esperado de la eficiencia podría inducir al Sector Privado a anticipar mayores flujos de fondos, *ceteris paribus*, que los percibidos en el Sector Público. El primero se inclinaría, entonces, en la licitación competitiva o en cualquier otro procedimiento eficiente de privatización, a ofrecer un precio que reflejara dicha ganancia. Además, la empresa privatizada generaría mayores impuestos a la renta.

*Subvaluación: evidencia y análisis*¹⁵

¿Se presentaron diferencias en las tasaciones durante la experiencia de privatización en Chile entre 1985 y 1989 y, si fue así, porqué? La mayoría de los opositores a la privatización postulaban que el Sector Público había perdido patrimonio neto e ingresos; sólo se llevó a cabo un análisis serio para demostrar ese punto. Y éste llegó a la conclusión que "...a pesar de que las privatizaciones han tenido un impacto significativo en los ingresos del Sector Público, si se considera el largo plazo, el resultado en las finanzas públicas, probablemente, será negativo. Esto se debe, por un lado, a la pérdida del patrimonio neto por la venta de las empresas del Sector Público a un precio por debajo de su valor económico, y..." (Marcel, 1990, p. 72). También concluye que "...la venta de capital de las empresas del Sector Público al Sector Privado entre 1986 y 1987 se tradujo en una pérdida para el Estado equivalente al 40 por ciento de su valor..." (Marcel, 1990, síntesis).

Primero se tratará el tema de la "diferencia" como parte del tema más amplio de la subvaluación, y luego se comparará la tasación del Sector Público con los ingresos obtenidos de la privatización. Se demostrará que el Gobierno privatizó empresas estatales durante los años 1980 sin pérdidas significativas de riqueza, logrando al mismo tiempo algunos de los demás objetivos de la política tales como la distribución de la propiedad y el desarrollo del mercado de capitales. De hecho, las estimaciones presentadas sugieren que la pérdida de las riquezas del Sector Público, probablemente,

¹⁵ Esta sección se basa en Cabrera, Hachette y Lüders (1989)

se limitó a la que el Gobierno juzgó como necesaria para lograr su objetivo de distribuir la propiedad de las acciones entre los trabajadores y los contribuyentes de la clase media.

El objetivo del siguiente ejercicio es estimar, **desde el punto de vista del Sector Privado**, el valor *ex ante* del patrimonio neto de las empresas estatales. Dicho valor corresponde al valor presente de los flujos de dividendos esperados, que se proyectaron en base a la información que se supone razonablemente que puede haber estado disponible en el momento del traspaso de cada paquete de acciones. Además se debe observar que, en la proyección de todas las variables involucradas, se usaron criterios optimistas, de manera que los valores estimados se pueden considerar como valores máximos. Luego, los errores en las estimaciones obtenidas se traducen en sobrestimaciones de los "subsidijs implícitos" a los compradores de acciones de las empresas estatales privatizadas a menos que el Sector Privado hubiese esperado aumentos significativos en la eficiencia.¹⁶

Luego, la estimación del valor de las acciones de empresas estatales, descritas anteriormente, se debe comparar con los precios pagados por las acciones, con el fin de determinar la existencia de una diferencia o "subsidijs implícito" en la venta. Sin embargo, si este subsidijs implícito es relevante, no equivale a una ganancia ni a una pérdida del patrimonio neto del Sector Público en la transacción: sólo implica que el Gobierno está obteniendo de la privatización menos de lo que habría obtenido de otro modo, o vice versa. Se supone que en Chile, durante la segunda etapa de la Segunda Ronda de privatizaciones, se pueden ignorar para todos los fines prácticos las diferencias de las tasas de descuento entre los Sectores Público y Privado, fuera de los casos de reversión de la privatización: por lo tanto, la "diferencia" estimada —positiva o negativa— sólo debe reflejar ganancias de eficiencia en la empresa de administración privada (que reducirían el subsidijs), una política de subsidijs a la privatización, o "imperfecciones" en el proceso de privatización.

El método general usado para estimar el valor de las acciones de empresas estatales en un momento dado, corresponde a una adaptación de la teoría financiera básica. La novedad consiste en los procedimientos de estimación para algunas variables. De

¹⁶ Dadas las políticas económicas aplicadas durante el régimen militar, que se describen en el Capítulo II, no se deberían haber esperado ganancias en eficiencia. El análisis del Capítulo VII confirma estas expectativas.

acuerdo al método que se utilice, el precio de un paquete de acciones en un momento dado es igual al dividendo esperado durante el período siguiente, más el precio de la acción al finalizar ese período, y todo ello descontado por uno más la tasa de descuento correspondiente. Esto luego se extiende a n períodos, de manera tal que el precio del paquete es igual al valor presente de los flujos de dividendo esperados¹⁷.

$$(4) \quad P_0 = ISU(t=1;\infty) [F(DV_t;IFC)(t=1;n) (1 + r^d(d;t))]$$

donde

- P_t : precio de la acción en t
 DV_t : dividendo obtenido a fines de t
 r_t^d : tasa de descuento en t

A su vez, los dividendos esperados, son una función de: (a) la tasa de rentabilidad esperada sobre el capital, (b) el monto del capital (patrimonio neto); y (c) la tasa de retención de utilidades.

$$(5) \quad DV_t = r_t \cdot PA_{t-1} \cdot (1 - \Omega_t)$$

donde

- r_t : tasa de rentabilidad esperada sobre el capital en t (después del impuesto a las sociedades)
 PA_t : patrimonio neto en t
 Ω_t : tasa de retención de utilidades en t

Por otro lado, el patrimonio neto en t (suponiendo que no haya nuevas contribuciones de capital) es:

$$(6) \quad PA_t = PA_{t-1} \cdot (1 + g_t)$$

donde

$$g_t = \Omega_t \cdot r_t$$

La tasa de descuento corresponde al costo de oportunidad del capital de la compañía, y se obtiene mediante la tasa de rentabilidad sin riesgo, más una prima por el riesgo no-diversificable.

¹⁷ Es importante observar que en esta expresión las ganancias de capital esperadas ya están implícitamente incluidas.

$$(7) \quad r_t^d = r_t^f + PR_t$$

donde

r_t^f : tasa de rentabilidad sin riesgo de mercado en t .
 PR_t : prima para riesgo no-diversificable de la compañía en t .

El riesgo no-diversificable de la compañía corresponde a la prima de riesgo del mercado accionario (MRP) ajustada según la variabilidad de los retornos de la empresa en cuestión (r_t) con respecto a la variabilidad de la tasa de rentabilidad promedio del mercado accionario (r_t^m).

$$(8) \quad PR_t = b_t \cdot MRP_t$$

donde $b_t = \frac{r_t}{r_t^m}$

En las estimaciones se usaron los siguientes datos:

(a) hasta 1989, la tasa de rentabilidad sin riesgo estuvo representada por la tasa de interés real anual pagada en depósitos bancarios de 90 a 365 días, según información del Banco Central, y, de ahí en adelante, por las proyecciones del Instituto de Economía de la Universidad Católica de Chile. Las tasas utilizadas comenzaron sobre el 4 por ciento anual en 1986 (después de la corrección monetaria) y se acercaron al 5 por ciento a fines de la década del '80 y del '90;

(b) la prima de riesgo del mercado accionario (MRP) se estimó en base a una extensión de la teoría de paridad de la tasa de interés en relación al retorno de las acciones¹⁸, ya que no se podrían estimar directamente valores confiables a partir de la información del Mercado Chileno de Valores por su inestabilidad extrema.

¹⁸ La idea principal es que la prima de riesgo de mercado de Chile debería corresponder a la prima de riesgo de mercado de los Estados Unidos, ajustada al grado de variación de la economía chilena con respecto a la de los EE.UU. El supuesto en este caso, es que las tasas de variación del PGB de cada país, se relacionan con el grado de variabilidad de los mercados accionarios respectivos. El uso de cambios porcentuales en el PGB se basa en el hecho de que las fluctuaciones del mercado de valores son marcadamente procíclicas. Se puede demostrar que este método lleva a una sobrestimación de la prima de riesgo de mercado en Chile, que introduce el sesgo deseado en las estimaciones, como se indica anteriormente.

En un primer intento por obtener la prima de riesgo del mercado accionario (MRP) para Chile, se siguió el método desarrollado por Ibbotson y Sinquefeld (1982). Ellos estimaron la tasa de rentabilidad anual real de una cartera de acciones representativa de los EEUU y la compararon con la tasa de rentabilidad de los bonos del Tesoro de dicho país. De este modo obtuvieron la prima de riesgo del mercado accionario para el período 1926-1982, calcularon la media aritmética de las series y proyectaron la prima de riesgo del mercado en base a esta media. La aplicación de este método requirió, primero, la estimación de una tasa de rentabilidad anual *ex post* del mercado accionario. Para esto, se usó una estimación hecha por Coloma (1985), basada en la rentabilidad de una cartera de las 30 acciones más importantes, que se presenta en el Cuadro V-4. Sin embargo, la gran variabilidad (calculada según la desviación estándar) demostrada por la media MRP sugiere que este método no es apropiado para el caso de Chile.

CUADRO V-4: RENTABILIDAD DE UNA CARTERA DE ACCIONES

	(porcentaje)								
Año	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
r^m	322,7	70,0	127,0	38,1	-44,2	-35,8	-35,7	0,9	99,4
MRP	307,2	52,5	112,6	29,7	-57,3	-47,8	-43,4	-7,6	91,3
MRP Promedio (77-85)	=			48,6	S			= 114,7	
MRP Promedio (78-85)	=			16,3	S			= 74,1	

Finalmente se utilizó la alternativa de extensión de la teoría de paridad de la tasa de interés. En este caso, el concepto básico es que la MRP de Chile debería corresponder a la MRP de los Estados Unidos ajustada según el grado de variación de la economía chilena con respecto a la de los EEUU, bajo el supuesto que las tasas de variación del PGB de cada país se relacionan con el grado de variabilidad del mercado respectivo¹⁹. Es decir:

¹⁹ El uso de cambios porcentuales del PGB se basa en el hecho de que las fluctuaciones del mercado son marcadamente procíclicas. Sin embargo, debido a que al comparar las variaciones de la rentabilidad del mercado

$$(9) \quad \text{MRP}_{\text{CH}} = \partial \cdot \text{MRP}_{\text{EEUU}}$$

La interpretación del factor de ajuste " ∂ " es similar a la de la b financiera definida anteriormente y se estimó en base a la siguiente regresión:

$$(10) \quad \text{PGB}_{\text{CH}} = a + \partial \text{PGB}_{\text{EEUU}}$$

Al usar la información para el período 1974-1987 se obtiene el siguiente resultado:

$$\bar{\partial} = 1,84 ; \quad s_{\partial} = 0,56 ; \quad t = 3,31$$

El supuesto clave subyacente a esta estimación es que los mercados de capitales internacionales funcionan bastante bien, de manera que las tasas de rentabilidad reflejan la relación entre las primas de riesgo de los EEUU y Chile descritas anteriormente. Si no fuese así, se podrían obtener utilidades por arbitraje. Dada una MRP de 8,3 por ciento para los EEUU (Ibbotson y Sinquefeld, 1982), la MRP promedio para Chile se ha estimado, por lo tanto, en 15,3 por ciento. Esta prima de riesgo promedio parece conservadora, desde el punto de vista de la información obtenida por el método alternativo explicado anteriormente. Sin embargo, de acuerdo con la elección deliberada de supuestos relativamente optimistas, esta prima de riesgo se reducirá linealmente a partir de 1986 para alcanzar un 10 por ciento en 1996, tasa sólo levemente mayor que la MRP para los EEUU. Esta tendencia descendente supone una sensibilidad económica chilena reducida con respecto a las fluctuaciones internacionales²⁰.

(c) las primas de riesgo para cada empresa se obtuvieron a partir de las estimaciones de las primas de riesgo sectoriales de la economía de los EEUU, efectuadas por Brealey y Myers (1988), que luego se ajustaron de acuerdo al endeudamiento de

accionario con las del PGB, las primeras son mayores en el caso de la economía de Chile que en el de los EEUU., el uso del factor ∂ conduce a una probable sobrestimación del valor de las empresas estatales para el Sector Privado, es decir, un sesgo en la dirección exactamente deseada.

²⁰ Esta reducción podría provenir, por ejemplo, de una mayor diversificación de las exportaciones y un uso más eficiente de mecanismos de compensación, tales como el fondo de estabilización del cobre y las reservas internacionales del Banco Central.

cada compañía²¹. Las estimaciones menos confiables basadas en información de Chile para sectores más amplios corresponden, en general, a las de los EEUU, de manera que se prefirieron las estimaciones de Brealey y Myers;

(d) las tasas de rentabilidad se estimaron en base a la información del balance de fines de cada año. Para obtener tasas de rentabilidad mensual, se supuso para ellas una variación durante el año, suponiendo implícitamente que la información se conocería en forma progresiva durante el período y que no existían diferenciales de información entre los agentes involucrados. Se supuso además, que los agentes actuaban como si las tasas de rentabilidad convergieran hacia la tasa de descuento en 1996, que fue menor que las tasas de rentabilidad en todos los casos evaluados. Este supuesto, probablemente, es "muy optimista" ya que significa que las empresas ofrecen oportunidades de reinversión con retornos mayores al costo de oportunidad del capital durante más de 10 años; y

(e) se supone que las tasas históricas de retención de las utilidades serán constantes a su nivel histórico hasta 1990 y, posteriormente, serán de un 75 por ciento²². El Gobierno Militar, en un intento por atraer la participación del Sector Privado, especialmente en los casos en que habían inversionistas no tradicionales involucrados, tales como los trabajadores, solicitó a las empresas estatales privatizadas que, como norma, distribuyeran el 100 por ciento de las utilidades. Dadas las tasas de rentabilidad mayores que las tasas de descuento, se pensaba que dicha política cambiaría drásticamente una vez que las empresas se privatizaran y se establecieran firmemente en el Sector Privado.

En base al método e información presentados anteriormente, y usando la información proporcionada por el Departamento de Normalización de la CORFO y la Bolsa de Valores, se estimó el valor *ex-ante* de los paquetes accionarios de diez de las subsidiarias más grandes de CORFO, privatizadas entre 1986 y 1989. Este

²¹ Se deben efectuar ajustes a la eficiencia de la compañía ya que el *b* sectorial es apropiado para descontar los flujos de activo de la empresa, pero lo que interesa en este caso son los flujos de patrimonio neto.

²² Es importante observar que esta tasa de retención es levemente más alta que la tasa legal máxima actual (70 por ciento). Por lo tanto, este supuesto, probablemente, introduce otro factor que sesga las estimaciones en la dirección deseada, es decir, sobrestima el valor de la empresa para el Sector Privado.

valor se comparó luego con los precios recibidos por las acciones. Los resultados se presentan a continuación en el Cuadro V-5.

Los resultados muestran que: (a) en promedio, los precios pagados por las acciones han permanecido aproximadamente 15 por ciento bajo las tasaciones *ex-ante* estimadas en este estudio; (b) en general, los trabajadores han recibido una parte relativamente más importante de esa diferencia que los "capitalistas" (otros inversionistas); y (c) el aumento sostenido del volumen de transacciones va acompañado de una caída sistemática de la diferencia entre precios y tasaciones, con la excepción de 1989. El aumento de la diferencia en 1989 es sorprendente. Durante ese año, sólo se traspasaron paquetes de acciones de tres empresas: ENDESA, ENTEL y CTC. En el caso de ENDESA, la diferencia fue positiva; en los demás casos ocurrió lo contrario. El subsidio implícito en la venta de acciones de ENTEL, aunque alto en términos absolutos, fue menor que en años pasados, de acuerdo a la tendencia mencionada anteriormente. La diferencia observada en el traspaso de acciones de CTC se relaciona con una venta a los empleados públicos subsidiada tanto por el lado del crédito como del precio.

Las ventas de acciones de ENDESA y CTC a través del "capitalismo popular" en el caso de ENDESA y a los empleados públicos en ambos casos, se efectuaron a plazo (entre 4 y 6 años) y a tasas de interés inferiores a las del mercado (entre 2,5 y 6 por ciento anual real). Por consiguiente, en la enajenación de acciones de ambas empresas, ejecutada del modo descrito, hay un subsidio involucrado, proporcional a la totalidad de acciones vendidas en cada caso. Se supuso que existía un diferencial de interés promedio entre el mercado y las tasas subsidiadas de 5 puntos porcentuales y que la amortización de dichos créditos fue lineal durante un período de 5 años. Luego, el "subsidio" total para la venta de diez empresas alcanzó a alrededor del 15 por ciento.

Las diferencias entre los precios y las tasaciones son importantes pero inferiores a las supuestas, y significativamente menores que las estimadas por Marcel (1989)²³. Además, sería un

²³ Las diferencias principales en la metodología entre Cabrera, Hachette y Lüders (1989) y Marcel (1989) consisten en que la última (a) supone que las tasas de rentabilidad iniciales para calcular los flujos de dividendos son las que obtuvieron las compañías durante el período 1987 (esto implica un conocimiento anticipado de tasas de rentabilidad más altas que las experimentadas para todas las privatizaciones anteriores a esa fecha), mientras que la primera supone que los agentes sólo tienen acceso

CUADRO V-5: VENTA DE ACCIONES DE 10 SUBSIDIARIAS DE CORFO ⁽¹⁾

	Resumen Anual				Total
	1986	1987 ⁽³⁾	1988 ⁽⁴⁾	1989 ⁽⁵⁾	
Precio Estimado (Miles de UF) ⁽²⁾	12.838,3	20.226,4	40.278,5	11.816,2	85.159,3
Precio Real de Venta (Miles de UF)	7.453,7	18.610,7	38.131,9	9.901,5	74.097,7
Diferencia (Miles de UF)	5.384,6	1.615,7	2.146,6	1.914,7	11.061,6
(%)	41,9	8,0	5,3	16,2	13,0
Subvención de los Intereses (%) ⁽⁷⁾	—	4,8	2,5	0,9	2,4
Diferencia Total(%) ⁽⁸⁾	41,9	12,8	7,8	17,1	15,4
<i>Trabajadores y Capitalistas</i>					
Diferencia a favor de los trabajadores (%)	44,8	23,3	8,9	—	18,7
Diferencia a favor del capital (%) ⁽⁶⁾	41,7	10,0	7,6	17,1	15,0

(1) Se incluyen: ENTEL, CTC, CAP, ENDESA, SOQUIMICH, CHILGENER, CHILMETRO, CHILQUINTA, IANSA y LABORATORIO CHILE.

(2) La UF es una unidad de cuenta que se ajusta mensualmente de acuerdo al cambio del Índice de Precios al Consumidor. Por lo tanto, los valores se expresan en "términos reales". Al 15 de abril de 1989, la UF equivale a US\$ 18,50.

(3) Incluyen una venta, con crédito subsidiado, de un paquete de acciones de ENDESA (12/87) aprobada por la Ley 18681 para empleados públicos.

(4) Incluye la venta de dos paquetes de acciones de ENDESA (3/88, 12/88), con crédito subsidiado, aprobada por las Leyes 18.747; las ventas se efectuaron directamente a los empleados públicos e indirectamente a través del capitalismo popular.

(5) En 1989, CORFO sólo vendió acciones de ENDESA, CTC y ENTEL entre las 10 empresas consideradas aquí. Incluye la venta, con crédito subsidiado, de dos paquetes de acciones de CTC (3/89 y 4/89).

(6) Incluye las ventas a los empleados públicos.

(7) Subsidio obtenido por quienes compran acciones usando crédito subsidiado de CORFO para comprar dichas acciones.

(8) Suma de la diferencia entre los precios reales y estimados, y la subvención de intereses.

error clasificar automáticamente esta diferencia como subsidio, ya que, estrictamente hablando, podría reflejar muchos factores no considerados en las estimaciones, incluyendo (i) el sesgo "consciente" introducido en los cálculos, (ii) las transacciones llevadas a cabo bajo condiciones imperfectas o francamente no competitivas, (iii) factores tales como riesgos de reversión de la privatización, la existencia de impuestos a la renta personales, etc. y (iv) cambios en la eficiencia. Por consiguiente, a pesar del desagrado que podría causar la palabra "diferencia" usada aquí, no conduce en forma automática al concepto de "subsidio", que tal vez no sea totalmente apropiado para describir los resultados obtenidos.

Sin embargo, como se indica en el Cuadro V-6, las discrepancias en la "diferencia" estimada varían mucho entre una empresa y otra, fluctuando desde alrededor de un 32 por ciento en el caso de CHILMETRO (distribución de energía eléctrica), a un "subsidio negativo" ("impuesto") de más del 7 por ciento en el caso de CTC (compañía de teléfonos). El rango de "subsidio" para "capitalistas" parece ser incluso mayor, ya que éste participa en las ventas a los trabajadores que varían enormemente entre las empresas (Apéndice II). Los "subsidijs" a los trabajadores fluctuaron entre un 60,9 por ciento (1986) en una venta particular de acciones de IANSA y -8,7 por ciento (1986) en una transacción del Laboratorio Chile. Por lo tanto, los "subsidijs" a los capitalistas pasaron desde un 56,2 por ciento en la misma venta de acciones de IANSA indicada anteriormente, a un -28,6 por ciento en traspasos de acciones CTC efectuadas en 1987. No se han llevado a cabo esfuerzos para explicar estas diferencias, lo que requeriría de un análisis caso por caso, a pesar de que se aplican los argumentos generales presentados más adelante para explicar el "subsidio" promedio observado.

Acerca de "subsidijs" e "impuestos"

Es necesario responder varias interrogantes en base a los resultados presentados anteriormente. Una de ellas, que se debe

a la información de los cambios reales de rentabilidad mes a mes, (b) aplica una tasa de descuento arbitraria relativamente baja, del 10 por ciento, para la evaluación de todas las empresas estatales privatizadas, y (c) utiliza dos años menos de información, años durante los cuales se llevó a cabo un significativo esfuerzo de privatizaciones.

analizar en profundidad, se refiere a la relación entre estas "diferencias" y cualquier posible ganancia o pérdida de patrimonio neto del Sector Público. Otro conjunto de interrogantes se relaciona con la existencia de una "diferencia" en las privatizaciones de las empresas estatales. ¿Es este "subsidio" sólo consecuencia del sesgo de las estimaciones? ¿Cuán significativa fue la decisión de subsidiar las ventas a los trabajadores y contribuyentes? ¿Podría haberse originado parte de la "diferencia" en la existencia de información asimétrica? Si es así, ¿fue intencional esta asimetría, y una consecuencia de la falta de "transparencia" del proceso de privatización? ¿Podría ser la estimación de la "diferencia", relativamente pequeña, a consecuencia de ganancias significativas esperadas de un aumento en la eficiencia, desencadenado por otros efectos importantes, tales como los mencionados en este documento? Estas fuerzas diferentes no se han medido, pero merecen ser comentadas.

CUADRO V-6: DIFERENCIAS

EMPRESAS	(porcentajes)				
	1986	1987	1988	1989	TOTAL
1. ENTEL	45,67	19,65	31,44	22,86	29,55
2. CTC	25,90	-8,92	-19,30	13,07	-7
				(14,2)*	(-6,9)*
3. CAP	18,04	29,22	—	—	28,76
4. ENDESA	—	-11,46	9,94	-6,9	5,0
5. SOQUIMICH	42,25	11,59	-0,99	—	24,25
6. CHILGENER	34,98	17,41	9,80	—	21,73
7. CHILMETRO	40,51	23,76	—	—	31,81
8. CHILQUINTA	44,11	7,62	—	—	25,45
9. IANSA	58,66	36,62	-3,17	—	12,51
10. LAB. CHILE	45,30	7,63	10,10	—	15,69
TOTAL	41,94	7,98	5,33	16,2	12,99
		(11,62)*	(6,58)*	(16,64)*	(14,51)*

* Crédito

Como han argumentado muchos, las imperfecciones podrían haberse originado en procedimientos de ventas defectuosos, iimi-

tando la competencia, restringiendo innecesariamente la participación en "licitaciones", y/u ofreciendo condiciones discriminatorias a favor de un grupo específico. Como se explica, en algunos casos, esta última medida se tomó intencionalmente con el fin de distribuir la propiedad de las acciones y de ofrecer términos especiales a los trabajadores (capitalismo laboral) y a la clase media (capitalismo popular). El primero de estos dos tipos de subsidio, la reducción del precio de las acciones a los trabajadores, ha sido estimado anteriormente. En el segundo caso, la identificación del costo del capitalismo popular para el Estado ha sido parcial ²⁴, pero ha sido muy significativo en comparación con los ingresos totales recibidos de todas las privatizaciones, salvo, tal vez, durante 1989.

Los factores que propiamente se podrían llamar defectos de los procedimientos de venta, pueden haber tenido un impacto más significativo sobre los ingresos de la privatización. La disminución en el tiempo de la importancia relativa de la diferencia estimada entre el precio pagado realmente por las acciones de las empresas estatales privatizadas y el calculado en este capítulo en base a los flujos de dividendos proyectados, corregido para el subsidio implícito a los capitalistas populares, coincide con esta hipótesis. Es decir, hay varios factores que pueden explicar esto, uno de los cuales consistiría en las fallas de los procedimientos de la privatización. Sin embargo, la evaluación de esta situación es compleja, y posiblemente sea mejor describir esto como un fenómeno en el cual la privatización mejoró en el mercado de capitales, permitiendo a las autoridades usar técnicas de venta competitivas a una tasa creciente, tal como en las licitaciones de pequeños paquetes de acciones en la Bolsa de Valores. Tal vez, el uso de la misma técnica en 1985 podría no haber tenido los resultados positivos de 1988, mientras el desarrollo de factores externos crecientes, producidos por privatizaciones exitosas junto a condiciones económicas cada vez mejores, podría ayudar a

²⁴ Ver Tabla V-5. Este costo incluye (i) un crédito subsidiado de largo plazo para comprar las acciones y (ii) una deducción de impuestos. El primero es relevante, aquí, sólo en los casos de las acciones de ENDESA y CTC vendidas a través de ese sistema; el segundo costo no es significativo para las diez empresas consideradas en nuestras estimaciones ni para el resto de las 27 empresas privatizadas durante el período 1985-1989, ya que sólo se aplicó a la venta de acciones de cuatro instituciones financieras (Banco de Chile, Banco de Santiago, AFP Provida y AFP Santa María), pertenecientes al "área rara".

explicar el volumen de transacciones de la Bolsa de Valores, 10 veces mayor en 1988 que en 1985. En este caso, es poco lo que se podría haber hecho para evitar este costo, que se debe considerar como un "costo de transacción" perfectamente legítimo, a pesar de su efecto negativo sobre el patrimonio neto del Sector Público.

Las imperfecciones también podrían haber sido consecuencia de la información asimétrica. Este habría sido el caso, por ejemplo, de cualquier grupo con acceso a información interna que le hubiera permitido estar en una mejor posición que el resto de los licitadores para preveer un aumento de las utilidades. Esto, probablemente, habría reducido el número de licitadores, y el precio resultante pagado en realidad, y habría aumentado la brecha entre el precio de mercado "verdadero" y finalmente pagado. La ausencia de evidencia clara sobre la importancia de estos factores no equivale a su no-existencia. Es difícil creer que los nuevos dueños de empresas privatizadas, que hasta hace algún tiempo habían sido administradores de esas mismas empresas no tuvieran información privilegiada en el momento de la venta, incluso si las autoridades a cargo de la privatización hacían todo lo posible para diseminar adecuadamente la información básica. El problema se analiza detalladamente en el Capítulo VIII en base a los casos de ENDESA y CAP.

Además, después de la experiencia de la Primera Ronda de privatizaciones que finalizó con una importante reversión del proceso de enajenación en 1982-1983 por razones de índole financiera, las autoridades hicieron una selección más cuidadosa de los posibles compradores de empresas estatales. Al hacerlo, de hecho estaban discriminando entre los compradores, por lo menos en términos de capacidad para pagar al contado. Con ello reducían tal vez, el precio de transacción, pero aumentaban también la posibilidad de pago al contado y, por lo tanto, de ingresos fiscales, reduciendo la probabilidad de trastornos futuros, como consecuencia de debilidades financieras. En general, mientras la condición de pago al contado puede haber disminuido el precio obtenido, la discriminación entre los compradores puede haber tomado una dirección contraria.

Los errores en las estimaciones presentadas anteriormente existen, no sólo como consecuencia del sesgo hacia una sobrestimación de los valores de las acciones introducidos intencionalmente en los cálculos, como se indica anteriormente, sino porque también se ignoró el impuesto a la renta personal. Este se exclu-

yó, pues no había forma de estimar su influencia con certeza, ya que ello requeriría del conocimiento de la distribución del ingreso de los accionistas y de las oportunidades de inversión alternativas. Sin embargo, los miembros de los departamentos de estudio económico de los diversos conglomerados que presentaron licitaciones para las acciones de las empresas estatales después de 1985, usaron tasas totales de impuesto a la renta de un 30 por ciento sobre las utilidades antes de impuestos en sus cálculos de valores presentes, tasas significativamente más altas que las actuales a las sociedades. Este factor por sí solo, podría explicar la diferencia del 20 por ciento entre los valores estimados y "verdaderos", más que la "diferencia" estimada. El aumento²⁵ esperado de impuestos, también podría haber reducido el precio pagado bajo las tasaciones estimadas, sin tomar en cuenta los aumentos tributarios, a pesar de que no se debe dar tanta importancia a esa consideración hasta fines del período, y particularmente en 1989, cuando comenzó a aflorar el tema de la reforma tributaria.

Como se menciona, en el cálculo no se incluyó ningún factor de riesgo de reversión de las privatizaciones, ya que no había forma de estimarlo.

Chile ha tenido una larga historia de reglas del juego erradas. Aunque en el transcurso de sus diecisiete años de Gobierno, el régimen militar hubiese hecho lo posible para dar seguridad a los agentes privados en relación al respeto por la propiedad privada, las experiencias recientes de intervenciones del gobierno en 1982-1983 y el descontento entre los probables sucesores de ese régimen con respecto a la privatización, hicieron surgir algunos temores válidos de trastornos del proceso de privatización, especialmente a mediados de los años '80. Las críticas fueron muy duras contra la privatización de los servicios públicos, aunque menos severas que con respecto a otras actividades, que se reconocía, estaban fuera del campo de influencia aceptado del Sector Público. Este factor, probablemente, pueda explicar parte de las

²⁵ Durante el período analizado, los impuestos a la renta eran bastante bajos de acuerdo a estándares nacionales e internacionales. Durante 1989, a medida que era más probable un triunfo de la oposición al régimen militar, se previó un aumento tributario. Este hecho ayuda a explicar el aumento de la diferencia estimada en 1989, entre precios estimados y reales de los paquetes de acciones traspasados en comparación a años anteriores.

discrepancias en las "diferencias" entre las distintas empresas estatales privatizadas que se presentan en el Cuadro V-6, ya que pertenecen a diferentes sectores y, por lo tanto, están sujetas a diferentes riesgos de reversión de la privatización. Otro aspecto de estas diferencias es, sin duda, aquel relacionado con el momento en que se realizó la privatización. Los primeros traspasos, durante los cuales se percibió tal vez un mayor riesgo de reversión de la privatización, fueron más afectados por este factor.²⁶

Por otro lado, el aumento de eficiencia esperado para las empresas estatales, una vez privatizadas, puede tener algún impacto sobre el precio pagado por el Sector Privado. Este último, al prever en esas empresas, áreas potenciales de mejoras, se habría visto inducido a ofrecer un mejor precio. El precio de venta efectivo incluiría entonces una prima y, debido a que nuestra tasación no había considerado ese factor, la brecha entre los dos sería pequeña ya que la prima compensaría en parte o totalmente el efecto de los sesgos hacia arriba introducidos en la estimación del valor de "mercado" de las acciones traspasadas.

También es interesante observar que los aumentos de la eficiencia, derivados de la privatización elevan el patrimonio neto nacional, si la venta es efectuada a empresas nacionales. Este aumento puede ser internalizado total o parcialmente, ya sea por el Sector Público o Privado. En el primer caso, cualquiera de los dos sectores aumentaría su patrimonio neto como consecuencia del traspaso. Sin embargo, el patrimonio neto del Sector Público no se reduce, necesariamente, si el precio obtenido en el traspaso no incluye el impacto positivo del aumento esperado de eficiencia. Este resultado puede sólo reflejar el hecho de que, mientras la empresa permanezca en el Sector Público, su eficiencia será menor que si está en manos del Sector Privado y, por consiguiente, será el factor importante para la tasación del Sector Público. El empleo y las políticas salariales, entre otras consideraciones, pueden ayudar a explicar esta asimetría. Sin embargo, si el mercado de capitales es eficiente, esto no ocurrirá, ya que el gobierno podrá captar la diferencia relevante.

En esta etapa, es difícil obtener una visión precisa de la importancia de los aumentos de eficiencia. La información dispersa sugiere, *ex post*, cambios significativos en las tasas de rentabili-

²⁶ Sin embargo, las incertidumbres crecientes relacionadas con la proximidad de las elecciones y los cambios en el régimen político pueden haber reducido la atracción de las acciones traspasadas.

dad en varias de las 27 empresas privatizadas entre 1985 y 1989 (Cuadro V-7). La mayoría de estos cambios se relaciona probablemente con la tasa favorable de crecimiento de la producción que presentó Chile durante ese período. Algunos de estos cambios son consecuencia de los precios inusualmente altos de la producción, y de consideraciones no-operacionales tales como el manejo de la deuda externa, que ocultan la evidencia a favor de las modificaciones de la eficiencia. Además, en varios capítulos se ha observado que las autoridades decidieron, después del pronunciamiento militar, utilizar reglas del juego similares en ambos sectores. Como consecuencia de esto, estas empresas mejoraron su eficiencia (Hachette y Lüders, 1988). En el Capítulo VIII se puede encontrar evidencia para los casos de CAP y ENDESA. En vista de estos antecedentes, no podían esperarse ganancias significativas de eficiencia por las privatizaciones en este terreno. La percepción de los autores es que el sesgo introducido, al no considerar el factor de eficiencia en la estimación del "precio de mercado" podría no haber compensado los sesgos inversos introducidos por todas las demás consideraciones analizadas anteriormente, induciendo a la fijación de los precios de las acciones traspasadas a precios inferiores a los reales. Con estos fundamentos, es dudoso que el patrimonio neto del Sector Público haya disminuido²⁷.

También es evidente, *ex post*, que las diferentes empresas privatizadas aumentaron su campo de acción invirtiendo en áreas relacionadas con la propia o independientes a ella²⁸. Como se explica en el Capítulo VIII, las empresas públicas definitivamente no podían hacer esto, con excepción de CAP. La historia exitosa de esta última empresa, presentada en el Capítulo VIII, es claramente un caso a considerar, aunque no el único. CAP, CHILMETRO, CTC, ENTEL, SOQUIMICH, se transformaron en nuevos conglomerados financieros, aunque la mayoría de ellos en campos relacionados. Entonces, es probable que algunos de los compradores potenciales de las empresas privatizadas, hayan

²⁷ Diferencias entre contratos de trabajo de los Sectores Privado y Público podrían generar diferencias en eficiencia como consecuencia de la privatización, aún cuando ambos sectores estuviesen sujetos a las mismas leyes en todos los demás aspectos. Los cambios de eficiencia, fruto de la privatización, permanecen como un tema desafiante de investigación sólo considerado parcialmente en el Capítulo VII.

²⁸ Este argumento es realmente una variante del factor de eficiencia.

CUADRO V-7: EVOLUCION DE LAS TASAS DE RENTABILIDAD

EMPRESA	(porcentaje)									
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
CHILGENER(1)			4,9	6,0	3,5	3,2	*7,1	3,1	7,6	8,0
CHILMETRO(1)			14,9	3,1	4,7	10,3	*11,4	10,0	14,7	21,7
CHILQUINTA(1)			12,3	7,7	5,1	5,1	*8,5	8,7	12,2	18,4
ENDESA	4,5	3,0	-10,4	6,4	2,4	-19,0	-19,0	9,2	*12,9	7,3
C.T.C.	4,5	2,6	-15,1	11,9	9,2	15,5	15,0	12,1	*19,0	17,2
C.A.P.	3,8	-6,6	-9,6	0,7	0,8	1,5	*2,1	4,5	8,3	12,0
IANSÁ	-5,7	-36,4	-21,7	-30,2	-4,2	-9,0	5,8	7,3	*42,6	57,2
SOQUIMICH	-0,3		-17,1	10,1	10,8	28,2	*29,5	34,9	43,4	21,1
ENTEL	12,1	11,2	11,5	13,0	16,8	21,3	42,4	42,9	*49,5	40,0
LAB. CHILE(2)								14,7	*30,8	23,8

* Indica el año de traspaso del 51 por ciento del patrimonio neto al Sector Privado.

(1) Antes de 1982 no existían tasas de rentabilidad disponibles para cada una de estas empresas ya que no eran compañías independientes y junto con otras, formaban, CHILECTRA.

(2) No había información disponible antes de 1987, año en que se transformó en una sociedad anónima.

tenido ideas precisas sobre las posibilidades de expansión y, por consiguiente, hayan ofrecido un precio mayor que de no haber existido esas posibilidades.

Todos los factores mencionados son relevantes si influyen en los flujos de fondos y en las tasas de descuento y sesgan la estimación de la "diferencia". Algunos de ellos reflejan las imperfecciones del procedimiento de privatización y los verdaderos costos de transacción, que afectan la distribución de las riquezas entre el Sector Público y Privado. Otros, simplemente, reflejan los defectos de la estimación que han inclinado el resultado a favor de una "diferencia" positiva y que sólo son posibles de superar a un alto costo. Considerando la "diferencia" promedio estimada de 14,5 por ciento, en la práctica podría no haber habido ninguna transferencia de riqueza entre el Estado y el Sector Privado si se considera el costo de distribución de la propiedad entre los trabajadores y los contribuyentes de la clase media. Además, la información y el análisis sugieren que el Estado pudo haber captado parte de cualquier ganancia de eficiencia esperada (por ejemplo, en el caso de la CIC). Es decir, las imperfecciones en el método de traspaso, los costos de transacción, los subsidios intencionales para los trabajadores e inversionistas de clase media, la tasa de descuento inferior a la "real" usada especialmente durante 1985-1986, y el efecto de las ganancias esperadas de eficiencia, llevan a concluir que es difícil que las privatizaciones hayan producido un cambio negativo en la riqueza del Sector Público, más allá del anticipado explícitamente a partir de la implantación de las políticas sobre mano de obra y capitalismo popular.

El traspaso de los así llamados monopolios naturales durante el período 1985-1989 (básicamente, transmisión y distribución de energía eléctrica²⁹), estuvo acompañado de la imposición de un conjunto complejo de normas estrictas que afectaban, por lo menos, los aranceles que las empresas privatizadas deberían cobrar en el futuro para evitar que las empresas privadas actuaran como monopolios de facto³⁰. Al hacerlo, cualquier utilidad del

²⁹ La generación de energía eléctrica no se puede considerar como un monopolio natural, como se hace generalmente.

³⁰ Este es ciertamente un factor importante a considerar en el proceso de privatización para evitar crear (i) ineficiencia y (ii) rentas monopólicas dudosas.

monopolio era eliminada *ex-ante* y no producía una diferencia entre las tasaciones relevantes analizadas en este documento. Otros monopolios, tales como la producción de acero y salitre, habían perdido su poder monopolístico con la apertura de la economía.

Si se utiliza la información obtenida arriba sin ajustarla, el patrimonio del Sector Público y su situación financiera de largo plazo parece haber disminuído durante la Segunda Ronda. Sin embargo, en primer lugar, la reducción estimada representa sólo el 4,6 por ciento del ingreso fiscal de 1988 y no más del 12 por ciento del patrimonio neto de CODELCO (minas de cobre aún en manos del Sector Público)³¹. En segundo lugar, dado el gran conjunto de supuestos planteados, en particular, para la elección de los parámetros, con el fin de obtener estimaciones de los precios de mercado de las acciones traspasadas, esta reducción representa claramente una sobrevaloración bruta de la pérdida real, si es que la hay. Sólo la presencia de los costos de transacción y los aumentos esperados en eficiencia una vez privatizada la empresa, (factores no considerados³² en la estimación del así llamado "subsidio"), representarían sesgos en la dirección opuesta³³. Sin embargo, las ganancias significativas en eficiencia son improbables como se ha planteado en los diferentes capítulos y se demostrará en el Capítulo VII. Además, en la medida que la eficiencia real aumente en las empresas privatizadas, el valor presente de los impuestos también será mayor, reduciendo este factor cualquier pérdida de patrimonio neto del Sector Público, pese a que no compensará completamente el impacto directo del mismo aumento de eficiencia mencionado anteriormente. Además, los costos de transacción, a pesar de ser difíciles de estimar con precisión, no deberían representar una gran proporción de las privatizaciones.

Otro punto interesante de destacar es el hecho que, mientras los Sectores Público y Privado usen la misma tasa de descuento, su nivel es poco importante para la estimación del valor presente de los ingresos netos obtenidos de la privatización, dado el precio pagado por el Sector Privado y la estimación de la "diferencia" entre precios de mercado y precios reales pagados por las acciones traspasadas.

³¹ La información sobre ingresos fiscales no está disponible para 1989.

³² No hay información disponible con respecto a este ítem.

³³ Pero no una "pérdida" de patrimonio neto del Sector Público en el caso de los aumentos en eficiencia.

FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT O EL EFECTO INDIRECTO

Primera Ronda de Privatizaciones

En relación al financiamiento del déficit, se pueden destacar dos aspectos. Por un lado, en el análisis final y a pesar de todas las intenciones de lograr lo contrario, la etapa de compras "a plazo" de la Primera Ronda de privatizaciones chilenas fue para el Gobierno una forma de reunir dinero a las tasas promedio de interés local (sumamente altas), con el fin de financiar proyectos de gasto social cuya tasa de rentabilidad probablemente era mucho más baja³⁴. Este gasto "excesivo" contribuyó a la generación de un nivel sumamente alto de tasas de interés en un mercado aún relativamente cerrado al ingreso de capital extranjero. El supuesto básico que se debe plantear en este caso, basado en el patrón de comportamiento del Gobierno Militar, es que éste habría reducido los niveles de gasto si no hubiese tenido el ingreso de las privatizaciones y la demanda agregada hubiese disminuido, junto con las tasas de interés.

La privatización de las empresas estatales podría haber contribuido también de otra forma a las altas tasas de interés imperantes en Chile durante 1975-1982³⁵. Hasta 1981, el proceso de privatización probablemente aumentó la riqueza existente percibida por el Sector Privado, induciendo a gastos de capital que tal vez no se habrían producido en otras circunstancias, en un momento en que la apertura del mercado financiero chileno a los flujos de capital internacional era aún muy limitada. Además, las empresas endeudadas por la compra de acciones del traspaso habrían preferido posponer la amortización de su deuda, a pesar de estas altas tasas de interés, y acumulando mayores deudas y pagos de intereses para financiar las inversiones adicionales con retornos esperados superiores a las tasas de interés vigentes. Por lo tanto, los niveles de deuda generados por los métodos de privatización usados durante la etapa de compra "a plazo", indudablemente contribuyeron al endeudamiento ocasional forzoso, en especial durante los períodos de crisis en 1975 y fines de 1981-1982.

³⁴ Hachette y Lüders (1988).

³⁵ Todos los documentos que describen la crisis anteriormente citada, más muchos otros de la economía de Chile en ese momento, constituyen posibles explicaciones para el nivel de las tasas de interés en el país.

Por otro lado, bajo este análisis, los depositantes (netos) (poseedores de activos financieros) fueron los probables ganadores, y los contribuyentes, los probables perdedores de la Primera Ronda del proceso chileno de privatizaciones. Esto se debe a que los depositantes recibieron tasas de interés significativamente más altas que las que habrían imperado de otro modo, y los contribuyentes, una vez que el gobierno asumió la deuda privada como consecuencia de la intervención bancaria, pagaron una porción de esos costos de interés, ya que era obvio que el Sector Privado no estaba en condiciones de pagar esa deuda³⁶. Salvo algunas excepciones, los depositantes netos no estaban entre los que compraron las empresas estatales durante la etapa de compra "a plazo" de la privatización.

Los depositantes netos se definen aquí como personas o empresas que en una base neta y consolidada, tenían un volumen mayor de activo que de pasivo financiero. En esta categoría caen los relativamente pocos conglomerados y corporaciones tradicionales del Sector Privado chileno que sobrevivieron al período de Allende y, posteriormente, no cayeron en la tentación de crecer rápidamente en base a deuda, junto con los profesionales con una capacidad de ahorro significativa y el importante número de inversionistas privados que "monetizaron" sus activos. La expresión "monetización" se usa en este caso para indicar el proceso por el cual los inversionistas de bienes raíces o acciones, vendieron esos activos para invertir los ingresos en depósitos bancarios, usando los bancos el aumento de depósitos resultante para financiar préstamos a los compradores de esos activos. Este proceso se lleva a cabo, normalmente, en una escala limitada a medida que las personas ajustan sus carteras, pero en Chile alcanzó proporciones extraordinarias durante la última etapa del período de auge económico que finalizó con la crisis de los años '80. Los beneficiarios más importantes de este primer episodio de privatización fueron probablemente los "monetizadores", y los perdedores fueron las generaciones de contribuyentes actuales y futuras.

³⁶ En algunos casos los depositantes y los contribuyentes pueden ser los mismos. Sin embargo, esto generalmente no es así, ya que los impuestos sobre el ingreso por intereses, generalmente, se evitan en Chile porque, en la práctica, el Servicio de Impuestos Internos muchas veces no exige la declaración y pago, debido a algunas regulaciones sobre reserva de las cuentas de depósitos.

Como resultado de la insolvencia de los conglomerados nuevos y altamente endeudados, el Gobierno intervino las instituciones financieras más grandes del Sector Privado, como se menciona anteriormente, y la mayoría de ellas se reestructuró y reprivatizó posteriormente. En el proceso, el Gobierno garantizó el cien por ciento del valor de los depósitos (y los préstamos externos otorgados a las instituciones financieras) de todas las instituciones financieras, salvo de las que iban a ser liquidadas. A pesar de que los dueños de los conglomerados fracasados, así como los accionistas de las instituciones financieras intervenidas, perdieron sus inversiones, éstas fueron poco importantes en comparación con las pérdidas del Gobierno³⁷.

Por consiguiente, el Sector Público experimentó una pérdida de su patrimonio neto como resultado de la Primera Ronda; lo opuesto ocurrió durante la Segunda Ronda. Esto se produjo, como se menciona anteriormente, debido a que la mayor parte del "ingreso" de la privatización financió los gastos corrientes. Sin embargo, la pérdida fue mayor. Cuando, a fines de esta Ronda, el Gobierno intervino varios conglomerados importantes con patrimonio neto negativo, el Sector Público se hizo cargo de la deuda acumulada —relacionada, entre otras cosas, con la compra de acciones al momento de la privatización— de las empresas intervenidas, y, por consiguiente, su patrimonio neto se redujo en aproximadamente el interés acumulado sobre esa deuda durante un período de alrededor de 6 años, entre 1974 y 1980.

³⁷ No existen estimaciones confiables de las pérdidas para el Gobierno como consecuencia de estas operaciones. Al momento de la intervención de los bancos en 1982, el Gobierno estimó pérdidas de préstamos de alto riesgo aún no amortizados a través de provisiones para préstamos incobrables, a US\$2,5 - US\$4,0 mil millones, de los cuales más de US\$1,0 mil millones debían ser cubiertos por los accionistas de las instituciones financieras y otros inversionistas del Sector Privado. Como resultado de las operaciones de rescate del Banco Central en relación a la crisis financiera de principios de los años '80, el Banco Central financió alrededor de US\$ 7,0 mil millones en operaciones de ayuda para las instituciones financieras, una alta proporción para poner las divisas a disposición de los prestatarios del Sector Privado a una tasa preferencial, pero también para reprogramar los préstamos a los prestatarios del Sector Privado a tasas de interés inferiores a las del mercado, y para comprar préstamos de alto riesgo a las instituciones financieras. No todo esto fue perdido, ya que las instituciones financieras están obligadas, como se menciona en el texto, a usar la mayor parte de sus utilidades para recomprar los préstamos de alto riesgo al Banco Central.

Segunda Ronda de Privatizaciones

Es interesante observar que, mientras los ingresos de la privatización, definidos en los términos poco precisos usados hasta ahora en este estudio, crecieron en valor absoluto entre 1985 y 1988, el déficit fiscal (definido convencionalmente o corregido para incluir, entre otros factores, la venta de activo del Sector Público), se redujo y se transformó en un superávit en 1987 o en 1988, según la definición usada (Cuadro V-8)³⁸. El ingreso de la privatización financió el déficit fiscal, pero sólo en 1985 y 1986; de hecho, financió más del 80 por ciento de ese déficit en el último año. En 1987 y 1988, el ingreso se usó para reducir la deuda pública interna con el Banco Central³⁹.

CUADRO V-8: DISTRIBUCION DEL GASTO PUBLICO

	(1977 \$ millones)				
	1984	1985	1986	1987	1988
Ingreso de la privatización	—	231	5.187	6.569	12.360
Déficit (corregido)(1)	18.718	11.477	11.016	6.424	-9.398
Ingresos corrientes	82.667	82.553	87.900	94.478	101.965
Gasto corriente	117.077	117.093	115.253	113.555	104.728
Formación de capital	20.876	25.201	28.368	27.667	25.385
Financiamiento interno	5.741	-5.026	-2.244	-527	-29.722

(1) Déficit tradicional menos venta de activos, más inversión financiera, menos recuperación del préstamo.

La interrogante es si la "política de gasto" del Sector Público ha producido una pérdida aparente de patrimonio neto como

³⁸ Aún no hay información fiscal disponible para 1989.

³⁹ El sector público usó esos ingresos para reducir su deuda con el Banco Central en relación al apoyo otorgado por esta institución a los bancos comerciales para mejorar su situación financiera después de 1983.

consecuencia de la privatización, usando el ingreso de los traspasos para el gasto corriente o, si éste se invirtió en alternativas con tasas de retorno más altas que las tasas de descuento usadas para la tasación de las empresas privatizadas. En la medida en que el Gobierno privatiza onerosamente, recibe ingresos brutos adicionales. Estos ingresos se pueden asignar, ya sea para gasto corriente o de capital o para el rescate de la deuda (o pagos de interés). Sin embargo, el ingreso de la privatización no se puede considerar como ingreso corriente ni ingreso de capital y, por consiguiente, no se puede considerar como una reducción *ipso facto* del déficit del Sector Público. Por el contrario, una reducción del activo o un aumento del pasivo financian un déficit en cualquier empresa⁴⁰. Este ingreso sustituye la venta de bonos en el mercado de capitales y, como tal, financia cualquier gasto o reducción del ingreso corriente. Además, el uso del ingreso de la privatización de las empresas públicas no constituye parte del proceso de privatización en sí, sino de la política fiscal general.

Por consiguiente, el impacto indirecto de la privatización sobre el patrimonio neto del Sector Público no será diferente del impacto de cualquier otra fuente de financiamiento del déficit que, dada la capacidad de intercambio del dinero, cubrirá el gasto corriente, la acumulación de activo o la reducción de pasivo. La privatización *per se* no es responsable de los cambios del patrimonio neto en este contexto porque representa sólo un cambio de activos o pasivos que no afectan el patrimonio del Sector Público bajo los supuestos discutidos arriba. Dos temas no económicos, el tamaño del Sector Privado y las responsabilidades asignadas a él, constituyen la mayor preocupación de las autoridades al respecto. Esto es, si el Gobierno quiere reducir el tamaño del Sector Público y/o transferir funciones al Sector Privado, las privatizaciones estarán acompañadas por gastos corrientes adicionales y el patrimonio fiscal disminuirá. Las conclusiones previas son válidas si el Sector Público se enfrenta a una fuente de fondos perfectamente elástica. Sin embargo, es probable que, como ese sector enfrentaba una curva creciente de oferta de fondos, al menos durante la primera mitad del período analizado, el recurrir a un financiamiento adicional habría estado relacionado con gastos específicos. No obstante, nada ayuda, en

⁴⁰ Existe una discusión creciente sobre este tema. Ver por ejemplo Vickers y Yarrow (1988) sobre el requerimiento de préstamos del sector público (RPSP).

la teoría ni en la práctica, a descubrir el uso final de los ingresos de la privatización en ninguno de los escenarios analizados anteriormente.

Puede ser útil considerar brevemente algunos factores cualitativos involucrados en la privatización que aclaren los probables "usos" de los fondos de las enajenaciones, ya que los críticos insisten en que el ingreso obtenido de la privatización ha sido usado incorrectamente. Por ejemplo, Marcel (1989) sugiere que:..."Por otro lado, sólo la mitad de los fondos obtenidos de la privatización ha tenido un efecto compensatorio (inversión real, créditos y reducción de la deuda fiscal), situación que se agravó en 1988. Luego, la privatización de las empresas públicas en Chile condujo a una reducción estructural del sector público, que se reflejará en la reducción de los ingresos futuros..."

Una consideración importante es que la elección del financiamiento del déficit, si sólo se efectúa en el terreno económico, estará indicada por la comparación del costo de la privatización con el del endeudamiento adicional ya que la "privatización es simplemente la venta por parte del Gobierno de acciones ordinarias en vez de bonos" (Vickers y Yarrow, 1988)⁴¹. En este esfuerzo, el costo de obtener \$ 1 adicional por enajenar una empresa pública será igual a la diferencia entre el valor presente del flujo de los pagos de interés sobre la deuda pública (bonos) y el valor presente de los ingresos alternativos del Sector Público como consecuencia de la privatización. Y, a priori, el Sector Público no incurre necesariamente en costos más altos o costos más bajos por vender una empresa pública que por vender bonos como señalan muchos críticos que no aprecian la relevancia de la alternativa. Cuando el Sector Público y el Sector Privado se enfrentan a una curva creciente de oferta de fondos con respecto a la tasa de interés, el ingreso de la privatización puede elevar la tasa de interés en forma similar a la venta de bonos. Sin embargo, en la medida que la venta de una empresa sea una fuente de fondos más económica que las alternativas, el Sector Público puede verse obligado a privatizar para financiar su gasto o para rescatar la deuda.

Entonces, es difícil asegurar que los fondos de la privatización hayan financiado, en Chile, en mayor grado gasto corrien-

⁴¹ Esta consideración es irrelevante si la única fuente de fondos para el Sector Público es a través de la privatización de empresas; éste no fue el caso de Chile y, por consiguiente, esta posibilidad ha sido dejada de lado.

te que gasto de capital —o servicio de la deuda. Además, aunque se hubiesen usado para financiar el gasto de capital adicional, sus utilidades podrían ser mayores o menores a las de las empresas privatizadas. Estos dos temas merecen un comentario adicional en base a la experiencia de Chile entre 1985 y 1989.

La necesidad de ingreso adicional fue justificada por el Director de Presupuesto de Chile, "... con respecto al gasto público, la redistribución y crecimiento se deberían centrar en las áreas que han sido más descuidadas. Nuevamente, nuestro análisis de la situación chilena indica que la función de distribución y la provisión de bienes públicos ha sido descuidada durante cuarenta años a favor de la actividad empresarial pública y la función reguladora (la palabra realmente debería ser controladora) del Estado. Es obvio que el crecimiento del gasto presupuestario se debería centrar esencialmente en la función de distribución, acompañada de esfuerzos significativos por lograr una producción más eficiente..."⁴².

De hecho, esta orientación prevaleció a medida que aumentó el gasto social como porcentaje del gasto público total a fines de los años '70. Sin embargo, las estimaciones informales del gasto de defensa sugieren una tendencia ascendente incluso más pronunciada (Hachette y Lüders, 1988).

Se podría suponer que una unidad monetaria obtenida de cualquier fuente de ingresos, a no ser que ya esté destinada o que no tenga capacidad de intercambio, se asignaría a un tipo dado de gasto del mismo modo que cualquiera otra unidad. Sin embargo, el período 1985-1988 presenta características que conducen a conclusiones más interesantes. En primer lugar, hasta 1987 predominó el déficit fiscal general, el que en 1988 constituyó un superávit (Cuadro V-8). En segundo lugar, 1985 no es un año relevante ya que en ese momento no existían ingresos por privatización. Tercero, se pueden observar tres tendencias diferentes: el gasto corriente disminuyó durante el período, mientras se registraba un aumento del ingreso corriente, y la formación de capital creció hasta 1986, bajando posteriormente de manera leve todo ello estimado a precios constantes. Mientras el ingreso subió a una tasa anual de un 5,4 por ciento entre 1985 y 1988, en este último año el gasto de capital fue de un 21,5 por ciento mayor que el nivel de 1984, a precios constantes de 1977, y el gasto

⁴² J.C. Méndez (1979).

corriente disminuyó durante el período a una tasa anual promedio de -2,2 por ciento. Esto difícilmente es una evidencia del financiamiento del consumo con fondos de la privatización, a pesar de que no se puede asegurar que el financiamiento del déficit haya cubierto exclusivamente el gasto de capital.

Más adelante se comentará sobre el aspecto mencionado en el párrafo anterior. El Sector Público redujo su deuda interna sistemáticamente entre 1985 y 1988 (Cuadro V-8). Es decir, ese financiamiento del déficit también cubrió la reducción de pasivo, que, *ceteris paribus*, aumentó el patrimonio neto del Sector Público. Luego, durante el período 1985-1988, los fondos de la privatización, a través del financiamiento del déficit, se asignaron, dado el supuesto de capacidad de intercambio, a la creación de activo y a la reducción de pasivo. Desafortunadamente, es imposible estimar la distribución exacta. Sin embargo, la visión considerada aquí es que un alto porcentaje se dedicó a estos objetivos, dadas las tendencias opuestas en gasto corriente y de capital⁴³ y dada la reducción de la deuda interna. Por lo tanto, cuando existía el déficit fiscal, los ingresos de la privatización de las empresas estatales sustituyeron a los ingresos obtenidos de otras fuentes, financiando de ese modo el gasto fiscal en acumulación de capital, la reducción de la deuda interna, y, en cierta medida, el gasto corriente en 1986 y en 1987⁴⁴.

⁴³ También se debe observar que parte del gasto corriente no difiere de la acumulación de activo. En particular, los gastos en educación y en salud clasificados como gastos corrientes, estrictamente hablando, representan la acumulación de capital humano. Por consiguiente, los resultados presentados en el Cuadro V-8 se deben interpretar cuidadosamente.

⁴⁴ El único autor que ha intentado estimar ese impacto (Marcel, 1990) ha llegado a la conclusión de que no más del 50 por ciento de los fondos obtenidos a través de las privatizaciones financiaron la acumulación de capital. Sin embargo, su metodología se basa esencialmente en la lectura de la contabilidad de CORFO, que niega el supuesto de capacidad de intercambio reconocido anteriormente por él. No obstante, incluso aceptando su enfoque general, su aplicación presenta problemas que desvían sus resultados hacia abajo. Los créditos de CORFO, para las compras de empresas estatales, representan nuevos activos de CORFO con una tasa de rentabilidad positiva y sin gasto de consumo; por consiguiente, la mayor parte del ingreso de la privatización de las empresas del Sector Público retenido por CORFO, representa una acumulación de activo; la parte relacionada con el subsidio al crédito no lo representa. El supone, además, que la parte destinada al financiamiento del déficit se usó para financiar una reducción teórica de los ingresos tributarios, derivada de

En 1988, el problema de financiamiento del déficit desapareció, ya que se desarrolló un gran superávit en el Sector Público consolidado, mientras que el gasto corriente y el gasto de capital fueron inferiores en términos reales que en 1987, y la deuda interna se redujo significativamente (Cuadro V-8). El superávit y el ingreso de la privatización claramente financiaron la reducción de la deuda interna, mientras que los fondos externos cubrieron la diferencia. El ingreso de la privatización financió el 42 por ciento de las reducciones totales del pasivo⁴⁵. Como tal, dicha operación es similar a una acumulación de activo, ya que el patrimonio neto del Sector Público no es afectado y genera una reducción en el flujo de los pagos futuros en vez de producir un flujo de ingresos.

Sin embargo, incluso si se hubiese reinvertido todo el ingreso de la privatización, la consideración relevante para estimar el impacto indirecto de ella sobre el patrimonio neto del Sector Público, es el valor presente de los beneficios brutos sobre la inversión pública adicional y no su costo original equivalente al valor de la inversión adicional. Como se sugiere anteriormente, los retornos al Sector Público de las inversiones que constituyen una alternativa a las empresas traspasadas, podrían ser mayores o menores que el retorno que dichas empresas probablemente podrían haber generado. Si fuesen mayores, el patrimonio neto aumentaría, y si fuesen menores, se reduciría. No ha sido posible encontrar una contraparte empírica para los retornos reales obtenidos de las nuevas inversiones públicas. Una consideración teórica sugiere que el retorno "debería" ser, por lo menos igual al precio sombra del capital para la inversión. Se supondrá que la inversión adicional obtendría al menos ese retorno. Luego, el

la reforma tributaria de 1984. Sin embargo, este procedimiento es difícil de sostener. En primer lugar, los ingresos habían estado aumentando en términos reales, y no disminuyendo, a pesar de que parte de este mejoramiento sólo es consecuencia del alza del precio del cobre (Cuadro V-8). En segundo lugar, aunque hubiesen estado disminuyendo, si la decisión política fue reducir los ingresos en forma permanente, el nivel relevante para estimar el impacto distributivo del financiamiento del déficit debería ser aquél dado después de la reforma tributaria y no antes de ella.

⁴⁵ El Sector Público prepagó en 1988 parte de una deuda significativa que había adquirido con el Banco Central, financiando la operación con divisas acumuladas depositadas en un Fondo de Compensación del Cobre como activo del Sector Público.

valor presente de los beneficios brutos de la inversión adicional sería igual al costo de la inversión.

Se justifica ahora un comentario final. En general, si una unidad de financiamiento del déficit tiene el mismo valor social, cualquiera que sea su aplicación, cobra importancia la interrogante de la distribución. Una unidad adicional de gasto corriente tiene el mismo valor para la sociedad que una ocupada en la formación de capital. La distinción entre gasto corriente y de capital sólo es relevante cuando las distorsiones dificultan el proceso de ahorro o de consumo. Por consiguiente, el análisis de esta sección se ha realizado en el peor marco posible de distorsiones generales, un supuesto de limitada validez en el contexto de la economía chilena en ese momento.

Otros efectos de la privatización

En este capítulo, se analizarán los efectos de la privatización sobre el mercado de capitales y la distribución de la propiedad, el ahorro, la inversión y el empleo, a la luz de ambas rondas de privatizaciones. Algunos de estos temas están obviamente interrelacionados, pero su importancia los hacen merecedores de una atención especial. Se analizarán por separado en este capítulo con una superposición mínima.

EL MERCADO DE CAPITALES

Los procesos de privatización y el mercado de capitales están interconectados de dos formas diferentes, aparte del hecho obvio de que el traspaso de activos representa una transacción de capital. Por un lado, la privatización y el método de enajenación empleado puede ser útil para reforzar el mercado de capitales. Por el otro, las características específicas del mercado de capitales pueden respaldar o entorpecer el proceso de privatización. Ambos factores son relevantes para la experiencia chilena y se deberían analizar por lo menos brevemente.

Impacto de la privatización sobre el mercado de capitales

La liberalización financiera interna fue parte integral de la liberalización económica general que tuvo lugar en Chile después de 1973. Las reformas propuestas fueron: a) limitar la intervención estatal; b) redefinir la jurisdicción de las autoridades monetarias; c) emitir normas uniformes para los intermediarios financieros; y d) reestructurar el mercado financiero intermediario no bancario¹.

Una de las primeras medidas adoptadas para limitar la intervención estatal, que coincide con el interés por reforzar el Sector Privado, fue traspasar a este sector mediante licitación, todos los bancos comerciales controlados por el Sector Público, salvo el Banco del Estado. Entretanto, se prohibió al Sector Público comprar acciones en el sector bancario. Estas transacciones afectaron a trece bancos, en diez de los cuales la CORFO tenía una participación mayoritaria. Este proceso de privatización de las instituciones financieras se completó a fines de 1978 con la venta de los paquetes accionarios restantes en la Bolsa de Valores.

El Estado, junto con traspasar los bancos, privatizó otras instituciones comerciales, industriales y financieras (Capítulo IV) en forma similar a la empleada para los bancos. En total, se transfirieron 223 empresas en forma onerosa al Sector Privado, mientras otras 325 fueron devueltas a sus antiguos dueños. El proceso en su totalidad obviamente afectó al desarrollo y a las características del mercado de capitales, a pesar de que es difícil separarlo de otras fuerzas contemporáneas que afectaban a ese mercado en particular².

En primer lugar, la privatización de los bancos y de las industrias estuvo acompañada de una ampliación significativa del mercado de capitales. El pasivo financiero aumentó desde un 5,9 por ciento del PGB en 1973, a un 54,4 por ciento en 1981 (Cuadro VI-1). Las transacciones de valores relacionadas en forma más directa con la privatización de las empresas financieras y no-financieras aumentaron diez veces durante el mismo período. Sin embargo, este resultado se debe interpretar cuidadosamente. El nuevo capital accionario crecía muy lentamente durante ese período y una parte significativa de este aumento se debió a la

¹ Lüders (1986), p. 45.

² Ver en particular, Lüders (1986).

alta tasa de monetización de los activos financieros existentes. Sin embargo, la monetización se relacionaba estrictamente con los aumentos del precio real de los activos, fenómeno que se relaciona en sí con el auge económico posterior a 1977 (el Índice General de Precios de las Acciones subió alrededor de seis veces entre 1977 y 1980) y con el desarrollo del mercado de capitales, apoyado indirectamente por los esfuerzos de privatización del período 1974-1980.

CUADRO VI-1: PASIVO FINANCIERO

	(mil millones, \$ 1980 a fines de cada año)				
	1961	1973	1981	1984	1989
Total	103,3	157,6	1.927,4	1.841,5	4.383,7
Sector Público	16,9	45,2	113,5	407,8	817,6
Banco Central	—	—	80,9	158,6	746,7
Tesorería			32,6	249,2	70,9
Bcos. e Instituciones					
Financieras	16,5	1,3	1.008,2	983,8	1.715,9
Sector Empresarial	69,6	77,5	792,0	443,5	1.850,2
Acciones	69,6	77,5	745,8	400,6	1.696,5
Otros	—	—	46,2	42,9	153,7
Otros	0,3	33,6	13,6	6,4	—
Pasivo Financiero como % del PGB	5,7	5,9	54,4	57,3	108,0
Acciones como % del PGB	3,8	2,9	21,1	12,5	41,8
Balance de las AFP como % del PGB	—	—	0,3	5,0	19,8

FUENTE: F. Pérez (1987) y Banco Central, Boletín Mensual.

Por otro lado, la privatización puede haber tenido un doble efecto negativo en el desarrollo del mercado de capitales durante los años '70. Sin embargo, como se observará, estos efectos negativos son consecuencia del método de privatización y no del traspaso per se. En primer lugar, la privatización contribuyó

indirectamente a elevar la tasa de interés. Los compradores de acciones de empresas estatales generalmente financiaron esas adquisiciones con crédito bancario, que tendieron a capitalizar y que finalmente no pudieron pagar. Pese a los altos niveles de las tasas de interés, producto del rápido aumento tanto del precio de las acciones como del nivel del activo financiero, la "capitalización" de la deuda fue posible y pareció conveniente a los accionistas y a las instituciones financieras. La relación de propiedad especial que existía entre los dueños de los bancos y de las empresas privatizadas también puede haber contribuido, durante 1975 y después de 1980 (Capítulo II, Lüders, 1986). No obstante, el Gobierno usó parte del ingreso de la privatización para financiar el gasto, sin considerar que el gasto adicional, no financiado con nuevos impuestos, implicaba una presión ascendente sobre los niveles de la tasa de interés, a menos que el Sector Privado redujera su gasto *pari passu*, lo que no fue el caso.

En segundo lugar, la privatización también puede haber afectado la estabilidad del sistema. A pesar de que este tema se ha analizado en el Capítulo IV, merece ser abordado nuevamente. La falta de capital del Sector Privado indujo al Gobierno a privatizar en base a cuotas, con pagos iniciales que variaban desde un 10 al 20 por ciento. El Gobierno generalmente otorgaba un préstamo a mediano plazo para comprar las acciones de las instituciones financieras que estaban siendo privatizadas; dichas acciones servían para garantizar la transacción. Al usar créditos del banco recientemente privatizado, las mismas personas o empresas que habían logrado adquirir acciones financiadas con crédito estatal compraban paquetes adicionales de acciones y, de este modo, podían controlar ese banco (Capítulo IV). El resultado fue una gran concentración de capital bancario y la formación de conglomerados altamente endeudados, creados en torno a una o más instituciones financieras que tendían a "capitalizar" una importante proporción de su carga de intereses. Finalmente, "los dueños de los bancos tendieron a canalizar gran parte de los préstamos externos de "bajo costo" a sus propias empresas, agravando así el efecto de concentración en la segmentación de mercado existente".³

En todo caso, la mayoría de los nuevos grupos financieros se creó con un capital base relativamente pequeño y creció con mucha rapidez gracias al crédito. Cuando el precio de los activos

³ Lüders, 1986, p. 98.

desplomó durante 1980-1982, el capital base de muchos grupos financieros (así como el de miles de otros dueños de activos) se redujo repentinamente y las instituciones financieras incurrieron en grandes pérdidas. La crisis como consecuencia de esta situación comenzó en noviembre de 1981, con la intervención de ocho instituciones financieras (cuatro de ellas bancos) y la posterior intervención de ocho instituciones privadas (de las más importantes en el país), cuando las autoridades, descubrieron su estado de insolvencia. Esta medida implicó una reversión importante del proceso de privatización de los años '70, ya que todas las empresas involucradas en los conglomerados tuvieron el mismo destino que su conglomerado financiero. El método de privatización empleado, lejos de ser la única causa de la crisis⁴ de 1981-1983, fue evidentemente determinante para su gestación, en la medida que acentuó los factores de inestabilidad presentes en el mercado de capitales chileno.

Desde 1984, el efecto de las privatizaciones, primero del "área rara" y luego de las empresas estatales tradicionales, ha sido positivo en cuanto al desarrollo del mercado de capitales. Las autoridades aprendieron de la experiencia previa. Se evitaron los pagos en cuotas y la concentración del capital, especialmente en los bancos. Los controles, basados principalmente en modificaciones a la reglamentación aprobada a principios de los años '80, se perfeccionaron, y se hicieron operacionales. El fortalecimiento posterior del Sector Privado y del mercado de capitales emergió nuevamente como objetivo de la privatización. Sin embargo, la distribución de la propiedad se transformó en la principal meta del Gobierno, tanto para evitar las debilidades inherentes a la concentración, como por razones ideológicas. Por consiguiente, desde 1984 la privatización favoreció el desarrollo de un mercado de capitales más profundo y más amplio, sin los inconvenientes descritos anteriormente.

Nuevamente, es difícil definir la responsabilidad precisa de la privatización en el desarrollo del mercado de capitales. Sin embargo, es interesante observar lo siguiente: primero, mientras el pasivo financiero aumentaba dos y medio veces como porcentaje del PGB, las acciones aumentaban cuatro veces; el pasivo financiero excedió al PGB en 1989, mientras que las acciones, que habían caído en medio punto porcentual del PGB durante la

⁴ Ver Capítulos II y IV para detalles.

crisis, duplicaron su ponderación relativa con respecto a 1981, y, durante 1989, fueron quince veces más altas que antes de la privatización (Cuadro II-1). Segundo, las transacciones de acciones aumentaron más de veinte veces entre 1984 y 1989 (Cuadro VI-2) y, desde 1985 a la fecha, las transacciones de las acciones de las empresas estatales han representado casi dos tercios de todas esas operaciones, esto indica claramente el efecto de la privatización sobre la profundización financiera. En marzo de 1990, más de la tercera parte de las acciones registradas en la Bolsa de Valores correspondía a las empresas privatizadas⁵, y la mayoría había sido inscrita en los últimos cinco años. Tercero, como resultado de esto, la Bolsa de Valores de Santiago se ha convertido en una de las más activas en Sudamérica, en la cual el valor total comercializado con respecto al PGB, la capitalización de mercado con respecto al PGB y los índices de movimiento, alcanzaron valores similares a los de Brasil, país que tiene grandes mercados y mercados de capitales relativamente bien desarrollados, de acuerdo a los patrones de los países en vías de desarrollo⁶. Cuarto, a fines de 1988, 169.733 personas se habían convertido en accionistas directos de las empresas privatizadas⁷ y usuarios potenciales del mercado de capitales, a través del capitalismo popular y capitalismo de los trabajadores, y a través de las ventas directas y las licitaciones⁸. Alrededor de tres millones de personas, de una fuerza laboral de 4,8 millones, es decir, el 62,5 por ciento, se transformaron indirectamente en accionistas a través de su participación en el Fondo de Pensiones (capitalismo institucional).

⁵ Esta cuenta no incluye las acciones relacionadas con el área rara que había vuelto a manos del sector privado después de 1984.

⁶ Lüders, (1990).

⁷ El número presentado es la cantidad de personas que compraron acciones en las empresas estatales privatizadas. El número de personas diferentes que poseen acciones puede diferir del número registrado de accionistas, ya que algunos han comprado las acciones en diferentes empresas estatales. En esta etapa es imposible obtener una estimación precisa de ellas.

⁸ Las licitaciones y las ventas directas del capital de las empresas estatales estimuló el desarrollo de la Bolsa de Valores y de los bancos inversionistas. El método implicaba el pago al contado, y por esa razón, una elección más cuidadosa de los compradores potenciales en relación a sus capacidades financieras. Aunque este método limitaba el número de usuarios del mercado de capitales, estimulaba su desarrollo a través del requerimiento de información más precisa: calidad versus cantidad, ambas consideraciones importantes para reforzar el mercado de capitales.

Antes de 1985, el capitalismo institucional, especialmente los fondos de pensiones de propiedad del Sector Privado (AFP), habían invertido principalmente en documentos del Sector Público y del Banco Central. Fue necesaria una diversificación significativa de los activos financieros para mejorar la rentabilidad, y así llevar el sistema hacia una forma de capitalización claramente privada, evitando financiar automáticamente el déficit estatal o convertirse prácticamente en la única contraparte del Sector Privado para las operaciones de mercado abierto del Banco Central. Sin embargo, los activos financieros disponibles eran limitados en ese momento, particularmente los instrumentos emitidos por el Sector Privado. Por un lado, justo antes de la crisis de 1982-1983, éstos últimos se consideraron altamente riesgosos. Por otro lado, el Sector Privado no ofrecía muchas alternativas, ya que los dueños no querían renunciar al control de sus empresas. La privatización de las empresas estatales surgió, entonces, como un medio eficiente para reforzar el sistema de Fondos de Pensiones recientemente establecido, condicionado a normas estrictas de consideraciones de riesgo y distribución de la propiedad. De este modo, las privatizaciones dieron un impulso a la Bolsa de Valores, donde las AFP han comenzado a negociar activamente como parte de su función como administradores de cartera. Se debe observar que, a fines de 1989, el 10 por ciento de los activos de las AFP correspondía a las acciones de las empresas privadas —y privatizadas— en comparación con el 6 por ciento reservado dos años antes, pero, entretanto, el total de activos de las AFP se duplicó. Sin embargo, se debe agregar que la privatización del sistema de Seguridad Social en sí, el esfuerzo de privatización más importante del Gobierno Militar, constituyó tal vez el avance más significativo en el desarrollo del mercado de capitales chileno de este siglo.

Impacto del mercado de capitales sobre la privatización

Aparentemente, *ex post*, la condición general y la capacidad de absorción del mercado de capitales fueron algunas de las preocupaciones de las autoridades durante ambas rondas de privatizaciones; afortunadamente, no se tradujeron en una restricción significativa. A pesar de que el deseo de liberalizar y desarrollar el mercado de capitales era explícito, no se relacionó directa ni únicamente con el proceso de privatización, que fue, desde el

comienzo, una medida coherente en su propio derecho, dado el objetivo de liberalización. Sin embargo, ciertas características del mercado de capitales chileno pueden haber influido en la secuencia, métodos y precios obtenidos de las privatizaciones.

En ambas rondas, el proceso de privatización comenzó inmediatamente después de una gran recesión, enajenando instituciones financieras, en condiciones de ahorro nacional sumamente precarias. Durante la Primera Ronda, el mercado de capitales se deprimió inicialmente, y, a pesar de la apertura gradual de la cuenta de capitales y el DL600, que establecieron condiciones liberales y no-discriminatorias para la inversión extranjera, los inversionistas extranjeros no demostraron interés por comprar empresas estatales chilenas⁹. Estas condiciones no respaldaron los precios altos. No es raro, entonces, que el Sector Público otorgara crédito para respaldar las ventas de su propio capital. Sin embargo, los "altos" precios obtenidos por las acciones bancarias ponen en duda esta visión pesimista.

El precio mínimo se fijó al valor libro de los bancos, que era mucho más alto que aquel de la Bolsa de Valores previo al anuncio de la privatización, ya que todas estas empresas estaban prácticamente quebradas después del breve proceso de fortalecimiento financiero (1974 y parte de 1975) previo a la privatización. Además, la Ley 818 de diciembre de 1974 había establecido límites al tamaño de los paquetes de acciones que cualquier persona podía comprar para evitar la concentración de la propiedad. En esas condiciones, parece sorprendente que CORFO pudiese obtener lo que consideraba como precios relativamente altos de la privatización de los once bancos¹⁰. Cuatro factores arrojaron luz sobre esta aparente contradicción. Primero, los compradores potenciales estaban interesados en un activo específico: el nombre de la institución. Al adquirir un banco existente, los compradores evitaron el costo de tener que hacerse de una reputación y atraer a los clientes tradicionales del banco. Segundo, estos compradores esperaban una utilidad de su nuevo activo. Tercero, el uso de crédito subsidiado para comprar paquetes de acciones aumentó su precio en el proceso de licitación.

⁹ La fecha de las enajenaciones, del DL600 y de la apertura de la cuenta de capitales, no coincidieron completamente; el proceso de privatización comenzó dos años antes que ambos; sin embargo, posteriormente se produjo una importante superposición.

¹⁰ Valdés (1988).

Cuarto, la reglamentación sobre concentración de la propiedad fue mal redactada y, a pesar de que se hizo cumplir correctamente, no pudo impedir esta concentración.

Otras dos consideraciones contribuyen a explicar los precios relativamente altos que obtuvo CORFO por los bancos. Por un lado, el hecho de que la misma Ley permitía la inversión extranjera en los bancos chilenos, puede haber elevado los precios de las licitaciones pese a que, ningún banco extranjero participó en la licitación¹¹. Por otro lado, los primeros signos del interés de las autoridades en asegurar los depósitos en un 100 por ciento, a principios de 1977¹², es decir, antes de que terminara el proceso de traspaso de las instituciones financieras al Sector Privado, dieron un impulso adicional a los precios de las acciones.

La Segunda Ronda de privatizaciones comenzó, como la Primera, después de una gran recesión, con bajo ahorro total (la misma proporción del PGB que en 1976), y un control casi completo de la banca ejercido por el Sector Público. No obstante, el mercado de capitales, por lo menos su marco institucional, estaba mucho más desarrollado durante la Segunda Ronda de privatizaciones, como consecuencia de la liberalización financiera de fines de los años '70 y principios de los años '80; los extranjeros mostraban gran interés en invertir en Chile con el fin de aprovechar el auge económico que siguió a la recesión y las condiciones generosas ofrecidas por la nueva política de conversión de deuda por capital. Las autoridades hicieron buen uso de estos avances, ofreciendo nuevos métodos de privatización que corrigieron las deficiencias de la Primera Ronda. Estos nuevos métodos fueron: primero, el capitalismo institucional; segundo, la distribución de la propiedad a través del capitalismo popular y de los trabajadores; y finalmente, la venta de capital a extranjeros dentro del marco del así llamado Capítulo XIX de la Ley de Cambios Internacionales.

El impacto de estos avances sobre los precios podría no haber sido negativo. Sin embargo, no existe evidencia clara para demostrar esta afirmación. La mayor competencia, tanto nacional como internacional, y la mayor disponibilidad de información

¹¹ No obstante, la competencia extranjera reduciría las utilidades obtenidas por la compra del nombre de un banco tradicional.

¹² Varias instituciones financieras - formales e informales - quebraron a fines de 1976 y el Banco Oriental y La Unión quebró a mediados de 1977, es decir, en medio del proceso de privatización de los once bancos.

**CUADRO VI-2: PRIVATIZACION, ACCIONES Y ACCIONISTAS
1984-1989**

	1984	1985	1986	1987	1988	1989
1. Transacciones de acciones (US\$ millones, Dic. 1988)	41,9	59,7	337,1	542,8	654,4	917,6
2. Transacciones de acciones de Empresas Privatizadas (US\$ millones, Dic. 1988)	2,6	18,7	187,2	368,7	448,2	578,8
3. (2)/(1) (%)	6,2	31,2	55,5	67,9	68,5	65,5
4. Acciones y bonos (debentures) en AFPs (US\$ millones, Dic.1988)	n.d.	19	19	260	527	899
5. Número de accionistas (miles)	371,8	435,4	478,6	497,0	571,7	629,3
6. Accionistas de Capital Privatizado (miles)	n.d.	26,6	50,2	92,2	151,7	151,7*
7. Índice General de Precios de las Acciones	77,9	100,0	201,6	357,5	449,4	666,6
8. Índice de Acciones de Empresas Privatizadas	n.d.	100,0	145,4	245,8	261,6	392,0

Fuente: CORFO y Bolsa de Valores.

*Incluye sólo 19 de 27 Empresas Estatales privatizadas.

dentro de un mercado de capitales sofisticado no podía deprimir los precios. De hecho, el mercado de capitales mostraba una mayor capacidad de absorción. Las transacciones de acciones de las empresas privatizadas fueron responsables de más del 60 por ciento del total de las transacciones durante el período (Cuadro VI-2) y de más de un tercio del ahorro privado, que representaba una parte más significativa del PGB que durante la Primera Ronda de privatizaciones (Cuadro VI-3). No obstante, su precio no se elevó tanto como el de los demás componentes del Índice General de Precios de las acciones (Cuadro VI-2). Varios factores ayudan a explicar estas tendencias: (i) el período relativamente breve transcurrido desde la privatización efectiva hasta la fecha; (ii) la alta ponderación de los bienes no-transables entre las

empresas estatales, en un período en que los precios y el tipo de cambio real aumentaban rápidamente a nivel mundial; y, (iii) la venta de una gran cantidad de acciones de empresas estatales, traspasadas a un precio fijo a los trabajadores, empleados públicos y "capitalistas populares".

Durante esta Segunda Ronda de privatizaciones, las autoridades pretendieron combinar el traspaso con una reducción de la deuda externa en gran parte a través de la conversión de deuda por capital. Este mecanismo aumentó considerablemente la demanda potencial de capital de las empresas estatales. Los extranjeros invirtieron US\$260 millones a través del Capítulo XIX en 9 de las 27 empresas privatizadas, monto que representaba el 17,4 por ciento del capital vendido al Sector Privado. También gastaron US\$217 millones en 1985 y en 1986 a través del mismo canal para comprar grandes paquetes —la mayor parte de ellos de participación mayoritaria— de 5 empresas del "área rara". No obstante, algunas de las principales operaciones de conversión de deuda por capital no se pueden vincular directamente a las privatizaciones, ya que se hicieron efectivas después de que las empresas habían vuelto al Sector Privado. Por ejemplo, COPEC y CCU fueron traspasadas desde el Sector Público a los grupos privados chilenos, que posteriormente invitaron a los extranjeros a compartir el capital de dichas empresas a través de las operaciones del Capítulo XIX.

AHORRO E INVERSION

Tanto el análisis teórico como empírico de los determinantes del ahorro y la inversión han enfrentado muchos obstáculos, algunos aparentemente insuperables. La tarea es incluso más difícil cuando la intención es analizar la relación entre el proceso de privatización y el ahorro y la inversión. Demasiados factores han afectado a esas dos variables durante las dos rondas de privatizaciones para permitir precisar la definición de las relaciones entre ellas. Las recesiones, las altas tasas de crecimiento, los cambios institucionales significativos, tales como la liberalización de la cuenta corriente y del sector financiero, y los cambios en las condiciones para la inversión extranjera, son algunos de los factores que deberían, *a priori*, tener cierto impacto sobre dichas variables, junto con la privatización, finalmente, de las empresas estatales.

CUADRO VI-3 : INVERSION Y AHORRO, 1973-1989 (% DEL PGB)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Inversión (% del PGB)	7,9	21,2	13,1	12,8	14,4	17,8	17,8	21,0	22,7	11,3	9,8	13,6	13,7	14,6	15,9	17,0	20,4
Privada	-0,5	8,7	4,0	6,7	7,5	11,1	12,7	15,8	17,6	6,6	5,0	7,6	6,6	7,1	10,0	11,0	n.d.
Pública	8,4	12,5	9,1	6,1	6,9	6,7	5,1	5,2	5,1	4,7	4,8	6,0	7,1	7,5	6,9	6,0	n.d.
Ahorro (% del PGB)																	
Nacional	5,2	20,7	7,9	14,5	10,7	12,6	12,4	13,9	8,2	2,1	4,4	2,9	5,4	7,7	12,6	16,3	16,9
Externo	2,7	0,4	5,2	-1,7	3,7	5,2	5,4	7,1	14,5	9,2	5,4	10,7	8,3	6,8	4,3	0,7	3,5
Interno	6,3	22,3	11,1	17,1	12,6	14,5	15,0	16,8	12,4	9,4	12,5	12,5	17,3	18,9	21,6	25,0	24,6
Privado (Nal.)	25,0	14,1	0,0	4,6	2,2	3,9	3,4	3,3	2,9	3,4	4,5	2,3	1,5	3,1	7,3	8,1	n.d.
Público	-19,8	6,6	7,9	9,9	8,5	8,7	9,0	10,6	5,3	-1,3	-0,1	0,6	3,9	4,6	5,3	8,2	n.d.
Ingreso de la Privatización																	
Como % del PGB	—	0,1	2,0	0,9	1,0	0,8	1,1	0,4	0,6	0,1	n.d.	n.d.	0,1	1,4	1,8	3,3	—
Como % del Ahorro del Sector Privado	—	0,7	0,0	19,6	45,5	20,5	32,4	12,1	20,7	2,9	n.d.	n.d.	6,7	45,2	24,7	40,7	n.d.
Como % de Ahorro del Sector Público	—	1,5	25,3	9,1	11,5	9,2	12,6	3,8	11,3	—	—	—	2,6	30,4	34,0	40,2	—
Inversión del Sector Privado (1) (como % del PGB)	-0,5	8,8	6,0	7,6	8,5	11,9	12,8	15,9	18,2	6,7	n.d.	n.d.	6,7	8,5	11,8	14,3	n.d.

Fuente: Banco Central de Chile, Indicadores Económicos y Sociales, 1960-1988.

(1) Inversión privada más ingreso de la privatización

Dentro de estas limitaciones, se presentarán primero los hechos relacionados con la privatización y el ahorro e inversión en el período 1974-1989, que revelan las tendencias que acompañaron a las tres variables. Segundo, las posibles relaciones entre ellos se investigarán en base a las percepciones de autores importantes, que aparentemente coinciden con los hechos, pero que con el análisis cualitativo usado en este caso no han probado ser correctos ni incorrectos.

Hechos destacados

- Ambas rondas de privatizaciones coincidieron con los niveles crecientes de inversión interna respecto al PGB (Cuadro VI-3). Esto es especialmente cierto para la inversión privada que alcanzó el nivel significativo de un 17,6 por ciento en 1981. Esta cifra es incluso más alta cuando el traspaso de empresas estatales al Sector Privado se calcula como inversión del Sector Privado, lo que claramente se ha percibido como tal, a pesar de que, desde el punto de vista de la economía nacional, no es más que una transferencia.
- La inversión pública, por el contrario, presentó una tendencia descendente durante la Primera Ronda de privatizaciones, mientras que durante la Segunda aumentó en un comienzo, para luego descender.
- El ahorro nacional, que en el mejor de los casos permaneció en un nivel relativamente constante durante la Primera Ronda de privatizaciones, aumentó considerablemente durante la Segunda Ronda, comenzando, de hecho, desde un nivel muy bajo. Sin embargo, en 1989 había alcanzado niveles nunca antes logrados.
- El ahorro externo fue significativo durante la Primera Ronda de privatizaciones, pero sólo después de 1978, cuando se habían llevado a cabo más de la mitad de los traspasos. En 1981, el ahorro externo financió más de la mitad de las inversiones internas, constituyendo otro récord histórico. Durante la Segunda Ronda de privatizaciones ocurrió lo contrario, ya que la participación del ahorro externo cayó desde un 10,7 por ciento en 1984, en un 3,5 por ciento en 1989.
- El ahorro privado permaneció a niveles bajos en casi la totalidad del período cubierto. Fue relativamente estable durante gran parte de la Primera Ronda de privatizaciones y creció en forma considerable durante la Segunda Ronda, alcanzando ni-

veles récord en 1988 (8,2 por ciento). Es probable que esta cifra haya sido incluso sobrepasada en 1989, el último año de la Segunda Ronda, dado que el consumo privado disminuyó como porcentaje del PGB en relación a 1988¹³.

- Durante ambas Rondas, el ingreso de la privatización representó una parte importante del ahorro privado —variando desde un 2,9% en 1982 a un 45,5% en 1977. Junto a otros ingresos, representa el superávit del Sector Privado. El ingreso de la privatización alcanzó el 100 por ciento del superávit del Sector Privado en 1975 cuando, según la definición tradicional, no existía ahorro privado.

Relaciones probables

Desde el punto de vista del Sector Privado, la compra de cualquiera empresa estatal representa una inversión. El traspaso real puede ser financiado a través del ahorro privado, público o externo. La primera interrogante es si esta inversión (ahorro) es "adicional" o es un "substituto" desde el punto de vista del Sector Privado. La segunda interrogante es si los agregados del ahorro y de la inversión se verán afectados por la privatización. Esto también dependerá de la reacción del Sector Público. El efecto neto sobre la inversión y el ahorro agregado depende, por lo tanto, del probable impacto indirecto de la privatización sobre el ahorro de las decisiones de inversión del Sector Privado y de la reacción de gasto del Sector Público.

Luego, la privatización podría estimular o, bien, entorpecer la inversión y el ahorro agregado. El análisis de este tema requiere de hipótesis plausibles acerca del comportamiento de las unidades económicas que relacione la privatización con las decisiones de ahorro-inversión.

Impacto indirecto sobre la inversión y el ahorro privado

El proceso chileno de privatización podría haber afectado la inversión y el ahorro privado en tres aspectos: oportunidades de

¹³ El ahorro del Sector Privado se obtiene de la diferencia entre el ahorro total y el ahorro del Sector Público. Debido a que el último no está disponible, el ahorro del Sector Privado no se puede estimar aún para 1989.

inversión, método de privatización, y el consecuente aumento de la riqueza del Sector Privado.

Oportunidades de Inversión. El ahorro privado está relacionado entre otras variables¹⁴ con las oportunidades de inversión. El argumento que sustenta esta hipótesis es que la maximización intertemporal del consumo no dependerá del flujo exógeno del ingreso, como se supone generalmente, sino más bien de un flujo intertemporal, sujeto a decisiones de ahorro alterables y afectadas, tanto por la tasa de preferencia intertemporal relacionada con la utilidad, como por la disponibilidad de recursos y las oportunidades de inversión. Bajo dichas condiciones, un vector de oportunidades de inversión beneficiosas, *ceteris paribus*, estimularía el ahorro (inversión).

Por lo tanto, la interrogante es si, la privatización de empresas públicas aumentó o no las oportunidades de inversión del Sector Privado a partir de 1974. La respuesta es obviamente afirmativa¹⁵. Por supuesto, la rentabilidad de la oportunidad dependía del precio pagado durante la privatización, pero esa es sólo una faceta de una mejor oportunidad. Estas oportunidades se hicieron más atractivas ya que las empresas privatizadas estaban provistas de más y mejor información que lo usual, es decir, las empresas nuevas no contaban con la información acumulada de la experiencia pasada. Por supuesto, esto no equivale a la eliminación de todos los riesgos, ya que las futuras condiciones de mercado son inciertas, especialmente durante un período de cambios estructurales tan extensos como los de la Primera Ronda de privatizaciones, sin embargo, fue probablemente de ayuda.

Durante la Primera Ronda, estas oportunidades surgieron en un momento de bajas tasas de ahorro privado y, además, coincidieron con la dura recesión de 1975 (Cuadro VI-3). Sin embargo, es interesante observar que a pesar de que las tasas generales de inversión eran más bajas que lo usual, la inversión privada ya era más alta que los promedios históricos (Hachette, 1988) y se elevó constantemente hasta fines de la Ronda. Esto no indica la substitución significativa de los proyectos alternativos de inver-

¹⁴ Un modelo simple de comportamiento racional del consumidor puede justificar este argumento. Se presenta en Hachette y Lüders (1988), Anexo III-1.

¹⁵ La privatización aumenta, desde el punto de vista del Sector Privado, la productividad marginal de la inversión.

sión por parte del Sector Privado¹⁶, a pesar de que puede parecer que la privatización "desplaza" a otros proyectos de inversión que se financian con el ahorro disponible del mismo sector, y que se mantuvieron relativamente constantes hasta 1981. De hecho, el Sector Privado utilizó el ahorro externo para financiar la inversión adicional durante la Primera Ronda de privatizaciones. Durante la Segunda Ronda, la nueva inversión del Sector Privado fue financiada principalmente por el ahorro de este sector, que sobrepasó en gran medida los niveles históricos después de 1986, mientras la del crecimiento de la inversión fue más lento que durante la Primera Ronda de privatizaciones, a pesar de las altas tasas de crecimiento del PGB. Durante la Segunda Ronda, la privatización tendió a estimular el ahorro privado más que durante la Primera Ronda, hubo, aparentemente, una mayor sustitución entre las empresas estatales privatizadas y los proyectos alternativos de inversión.

Dentro del contexto de las oportunidades de inversión, se debe mencionar un avance importante durante la Segunda Ronda de privatizaciones. Varias de las empresas privatizadas, aparte de tomar decisiones con respecto a su campo de acción en particular (relacionado con líneas de producción, personal, cambios tecnológicos), comenzaron a investigar campos no relacionados previamente (ver Capítulo V). Esto no había sido posible para ellos, como empresas públicas, ya que la reglamentación que las regía, prohibía dicha diversificación. Sin embargo, una pregunta importante es hasta qué punto el proceso de privatización ha estimulado inversiones que de otro modo no se habrían llevado a cabo, aunque es sólo una mera especulación.

Una interrogante relacionada con este punto es si la privatización atrajo el ahorro externo, y si fue así, si éste ahorro complementó al ahorro interno del Sector Privado. La evidencia disponible sugiere que el ahorro externo, a través de la inversión externa directa y la deuda externa, no afectó las privatizaciones y sólo ayudó marginalmente al financiamiento de las cuotas durante la Primera Ronda de privatizaciones. Sin embargo, la inversión extranjera, aunque no el ahorro externo, fue relativamente importante en el proceso de privatización de la Segunda Ronda.

Durante la Primera Ronda, menos de diez empresas fueron

¹⁶ Es necesario reconocer la importancia de la tendencia creciente del PGB como una explicación parcial de esta tendencia de inversión.

compradas por compañías extranjeras. Además, este primer traspaso de empresas públicas se produjo durante un período en que la inversión extranjera fue escasa o nula (1974-1978) lo que reflejó una falta de entusiasmo por parte de los inversionistas extranjeros, en contraste con los empresarios chilenos (Cuadro VI-3)¹⁷. No existe evidencia disponible sobre el posible uso del crédito externo, por parte de las empresas nacionales, en la privatización, pero la evidencia sugiere que, si se desarrolló este tipo de actividad, fue bastante limitada. No obstante, incluso si se hubiese usado el crédito externo, las decisiones acerca de la compra de la mayoría de las empresas públicas se tomaron cuando el mercado de capitales interno estaba aún relativamente cerrado al mercado de capitales externo.

La situación cambió durante la Segunda Ronda de privatizaciones. Alrededor del 20 por ciento de las enajenaciones llevadas a cabo entre 1985 y 1989, se financiaron a través del Capítulo XIX. Sin embargo, las operaciones efectuadas por el Capítulo XIX, a pesar de ser denominadas "inversión extranjera", no equivalen al ahorro externo ya que son consecuencia de un cambio en la composición del pasivo externo, como es la conversión de deuda por capital. Por consiguiente, dado el tipo de traspaso empleado, es improbable que el proceso de privatización haya atraído el ahorro externo durante la Segunda Ronda de privatizaciones.

Sin embargo, ¿cuánto habría aportado el ahorro externo al interno, si su uso en la privatización hubiese sido generoso? La mejor evidencia disponible para Chile¹⁸ sugiere que, en general, el ahorro externo ha sido un buen sustituto para el ahorro interno en cuanto a que se desplazan el uno al otro. A lo más, pueden haber sido mutuamente complementarios durante parte del primer período (1975-1977) pero, como se analiza en el Capítulo II y según otros autores¹⁹, entre 1978 y 1981, el ahorro externo financió el consumo interno, las reservas internacionales, y, en forma moderada, la inversión. Después de 1984 fue posible una clara sustitución del ahorro externo por ahorro interno (Cuadro VI-3).

¹⁷ El ahorro externo parece significativo en 1975, al ser expresado como porcentaje del PGB. Sin embargo, el PGB cayó significativamente y la mitad del balance de la cuenta corriente se financió con reservas internacionales.

¹⁸ J. Foxley (1985).

¹⁹ Edwards (1985), Morandé (1986), De La Cuadra y Hachette (1986), Ramos (1986).

En general, entonces, las privatizaciones no condujeron al aumento del ahorro interno.

El sistema de privatizaciones. La privatización tiene diferentes facetas. La información sobre la enajenación se puede dar a conocer amplia o selectivamente. Del mismo modo, el tipo de propiedad de las empresas enajenadas puede variar según lo determinen las metas de la privatización o porque el método de privatización seleccionado ha determinado la forma en que se vendieron las acciones (en lotes grandes o pequeños), o debido a la dinámica natural del mercado de capitales (vendiendo acciones en la Bolsa de Valores). Además, el traspaso de los activos del Sector Público puede ser legalmente oneroso o gratuito. En resumen, los métodos usados para efectuar la enajenación pueden afectar el ahorro privado. De ser así, la discusión se refiere a que el método de privatización usado en Chile, probablemente entorpeció —aunque limitadamente— el ahorro privado durante la Primera Ronda de privatizaciones. Este argumento se basa en el hecho de que entre 1974 y 1981, el sistema (descrito en su totalidad en el Capítulo IV) se inclinó a favor de un pequeño grupo con acceso preferencial al crédito que actuó dentro del marco de un mercado de capitales segmentado y de mal funcionamiento. Después de 1985, esta situación se revirtió, y los métodos de privatización seleccionados, podrían haber estimulado el ahorro privado, pero no así la inversión.

Por otro lado, el favoritismo de la privatización por los dueños anteriores y los grandes conglomerados, en un mercado de capitales superficial, impidió durante la Primera Ronda, difundir ampliamente la información sobre las empresas a enajenar, evitando de este modo un ahorro mayor. Sin embargo, el fácil acceso al mercado financiero podría haber estimulado, más que el aumento del ahorro, el uso más amplio de crédito por parte de los compradores. No obstante, este argumento no se puede considerar muy en serio, ya que el crédito era sumamente caro y, tarde o temprano, los usuarios del crédito habrían tenido que amortizar sus préstamos²⁰. Además, se puede argumentar que el mayor uso de crédito para comprar empresas privatizadas habría enviado señales incentivadoras a otros potenciales ahorrantes.

²⁰ Se ha argumentado que el Sector Público financió gran parte de las privatizaciones entre 1974 y 1981. A pesar de que esto aparentemente es efectivo, dados los préstamos al Sector Privado con ese fin, en la práctica ese sector tenía que pagar su deuda por completo en 1982.

Aún así, el impacto de la privatización puede no haber sido significativo, ya que los pagos de las enajenaciones sólo eran importantes como un porcentaje del ahorro del Sector Privado (más de un 20 por ciento) en 1975, (año de recesión), y en 1977, mientras que permanecieron bajo el 5 por ciento después de 1979 (Cuadro VI-3).

El ahorro del Sector Privado demostró mayor dinamismo en la Segunda, que durante la Primera Ronda de privatizaciones, mientras que en el caso de la inversión privada ocurrió lo contrario. Aparte de los factores cíclicos, las oportunidades ayudan a explicar este resultado. Sin embargo, es probable que la diversificación de los métodos de privatización pueda haber tenido además un impacto parcialmente positivo sobre el ahorro privado. Este argumento se basa en el hecho que este conjunto de modalidades servía a un grupo de ahorrantes, en términos de sus ingresos. Sin embargo, no se pueden sacar muchas conclusiones de este argumento. Una parte no despreciable de los pagos por privatizaciones —alrededor del 30 por ciento— provenía del ahorro forzado (fondos acumulados para el pago de indemnizaciones por años de servicio y previsión social), en gran parte, del capitalismo de los trabajadores y del capitalismo institucional. Además, como se explicó anteriormente, las operaciones llevadas a cabo a través del Capítulo XIX no involucraron nuevos ahorros. La gran diversidad de métodos de privatización se podría caracterizar como un mejoramiento de la eficiencia del mercado de capitales: más información y una mayor disponibilidad de instrumentos para el ahorro. Sin embargo, hasta la fecha no se ha demostrado una mayor eficiencia del mercado en el incentivo del ahorro, a pesar de que puede haber cambiado la composición del mercado, reduciendo el esfuerzo necesario para lograr un monto dado de ahorro, con un impacto consiguientemente positivo sobre el bienestar general (Valdés, 1988, p. 100). En resumen, en la medida en que la diversidad de los métodos de privatización, entre los cuales los pagos iniciales tuvieron gran importancia, haya tenido cierto impacto sobre el ahorro privado, ese efecto fue limitado. Por otro lado, es difícil establecer una relación entre los métodos de privatización y el volumen de la inversión.

El traspaso de riqueza. El capital es una fuente de ingreso y, por consiguiente, de ahorro (inversión). El mero hecho de comprar empresas estatales no aumentaría la riqueza del Sector Privado; sólo alteraría la composición de sus activos. Esto es cierto, incluso si la eficiencia de dichas empresas aumentara *pari passu*

con el traspaso, a menos que las imperfecciones del mercado o el fraude permitiesen al Sector Privado internalizar parte del valor presente de las ganancias en eficiencia. Además, es bien sabido que un aumento de la riqueza no necesariamente coincide con un aumento del ahorro. Sin embargo, para ilustrar la magnitud involucrada y las consiguientes conclusiones, se supondrá que el ahorro se produce en proporción con el aumento total de los retornos de las empresas privatizadas. Si se supone que el aumento en eficiencia aumenta los retornos en 2,5 puntos porcentuales (deducidos los impuestos)²¹ sobre el capital traspasado de alrededor de mil millones de dólares durante la Primera Ronda de privatizaciones, y US\$ 1,5 mil millones durante la Segunda, entonces, *ceteris paribus*, el ahorro del Sector Privado debería haber aumentado en alrededor de US\$ 13 millones por año durante la Primera Ronda de privatizaciones, sólo un 0,9 por ciento del ahorro bruto privado efectivo real, y US\$ 50 millones después del fin de esa Ronda y en un promedio de US\$ 44 millones entre 1985-1989 y, US\$ 63 millones posteriormente, lo que representaría alrededor del 3,0 por ciento del ahorro privado. Estas estimaciones tienden claramente hacia cifras altas, ya que aquí se supone que los retornos de las empresas estatales, al ser privatizadas, aumentan en un promedio de 2,5 puntos porcentuales, que puede parecer relativamente alto en base a la escasa información disponible, en especial para las empresas privatizadas durante la Primera Ronda. Además, el impacto sobre el ahorro total dependerá también del comportamiento del Gobierno. Finalmente, pero no menos importante, el aumento de la riqueza puede haber afectado negativamente al ahorro privado. La evidencia empírica relativa a los efectos de la riqueza sobre el ahorro privado ciertamente es inequívoca y, si es positiva, es poco convincente.

Ahorro e inversión total y del Sector Público

La interrogante es: si el alza de los ingresos del Sector Público, fruto de la venta de empresas estatales, aumentó el nivel de ahorro e inversión de aquel sector. Los fondos de la privatiza-

²¹ Esta cifra proviene del aumento de eficiencia requerido por las empresas estatales para evitar cualquier pérdida en los ingresos fiscales que pudiera resultar de la privatización (Ver Capítulo V). Luego, no es un aumento esperado de eficiencia.

ción no están relacionados con el ahorro²² del Sector Público. Como se analiza en el Capítulo V, el ingreso percibido por la privatización de las empresas estatales, representa un financiamiento del déficit y no un ingreso. Como tal, no puede ser al mismo tiempo, "ahorro" (desahorro) del Sector Público. Por consiguiente, sólo si el ahorro privado aumenta con la privatización, aumentará también el ahorro agregado. Las ganancias de eficiencia internalizadas por el Sector Público en mercados bien desarrollados conllevan aumentos de la riqueza del Sector Público, pero no del ahorro de este sector. Debido a que el análisis anterior llevó a la conclusión de que el proceso de privatización afectaba al ahorro privado sólo marginalmente, su impacto sobre el ahorro agregado debe haber sido también marginal, aunque positivo.

Sin embargo, desde el punto de vista de la inversión, el Gobierno puede usar los ingresos de las privatizaciones para financiar el gasto corriente o de capital, o la reducción de la deuda. El tema de la distribución se analizó extensamente en el Capítulo V y la conclusión fue algo compleja.

Las cuentas fiscales del Gobierno Central demuestran que, entre 1974-1978, durante la Primera Ronda de privatizaciones,²³ cuando se traspasaron la mayoría de los activos del Sector Público, el total de ingresos corrientes recibidos aumentó desde el 21,9 por ciento al 23,0 por ciento del PGB, mientras que el gasto corriente y el gasto de capital disminuyeron desde el 20,7 por ciento a un 18,2 por ciento y desde el 11,7 por ciento al 5,6 por ciento del PGB, respectivamente. Finalmente, el déficit se redujo desde un 10,5 por ciento a un 0,8 por ciento del PGB. Esta cuenta sugiere que el ingreso obtenido de la privatización no estimuló la inversión del Sector Público (Capítulo V, Cuadro V-4) y que la reducción de la inversión (en términos de PGB) financió alrededor de dos tercios del déficit²⁴. Por el contrario, durante la Segunda Ronda (período 1984-1988²⁵) mientras el ingreso corriente crecía a una tasa anual promedio del 5,4 por ciento y el

²² Ahorro medidos como en las cuentas nacionales.

²³ Entre 1979 y 1982, se enajenaron muy pocas empresas, mientras que el Estado continuó recibiendo ingresos de los pagos en cuotas por las privatizaciones de la Primera Ronda.

²⁴ De hecho, en ese momento las autoridades insistieron en dos objetivos fiscales: reducir el déficit y aumentar el gasto social (y también militar)

²⁵ No existe información fiscal disponible para 1989.

gasto corriente caía a una tasa de 2,8 por ciento, el gasto de capital se incrementaba a una tasa de 5,0 por ciento (la tasa era más alta antes de 1987) y el déficit disminuía sistemáticamente, para transformarse en un superávit al final del período. Esta combinación de tendencias sugeriría que el ingreso de la privatización de las empresas estatales probablemente financió parte del aumento de la inversión del Sector Público. En consecuencia, la Primera Ronda de privatizaciones no logró, aparentemente, niveles elevados de inversión agregada, situación que se revirtió en la Segunda Ronda.

Entonces, es muy probable que, en la Primera Ronda, ni el ahorro ni la inversión hayan sido incentivados por el proceso de privatización. Las nuevas oportunidades de inversión creadas por la privatización no atrajeron ahorro privado, menos aún ahorro externo, y aparentemente no afectaron la inversión. El impacto del método de privatización sobre la inversión fue similar, mientras que respecto al ahorro, fue algo negativo. Incluso, si el traspaso de riqueza como consecuencia de las privatizaciones de la Primera Ronda hubiese sido inicialmente positivo para el Sector Privado antes de 1981, la situación se revirtió casi por completo, ya que las empresas privatizadas pertenecientes a los principales conglomerados nuevos, habían perdido todo su patrimonio neto. El impacto de la privatización sobre el ahorro del Sector Público fue nulo y probablemente neutral, o tal vez levemente positivo con respecto a la inversión, como consecuencia de las nuevas oportunidades de inversión. Los resultados fueron diferentes durante la Segunda Ronda, ya que la combinación de los efectos fue positiva, tanto en relación al ahorro, como a la inversión. El ahorro externo no fue afectado por el proceso de privatización después de 1985, porque se llevaron a cabo muchas conversiones de deuda por capital.

EMPLEO

La privatización, como medio de transferencia de propiedad no parece haber influido negativamente sobre el empleo durante el período analizado. Por el contrario, a pesar de que la adaptación de todas las empresas —privadas y públicas— a la reglamentación del mercado de los años 1970 se tradujo en desempleo, la venta de empresas públicas al Sector Privado, per se, no contribuyó a ello. En los años '80, es decir, durante la Segunda

Ronda de privatizaciones, aunque se aplicaron normas relativamente estables a todos los tipos de empresas —privadas y públicas— el empleo en las empresas privatizadas realmente aumentó. En esta sección se definirá el empleo como el número de personas ocupadas. No han sido considerados ni los cambios en la composición del empleo (especialidades, edad, sexo, etc.) ni tampoco los cambios en horas trabajadas, por falta de antecedentes.

Durante la Primera Ronda, se temía que el desempleo aumentara como resultado directo del proceso, a pesar de que la razón nunca fue clara. Debido a que este argumento se planteó nuevamente durante la Segunda Ronda, aunque en forma menos enérgica, se debe analizar el terreno lógico y empírico de esta posición. Una posibilidad es que, *ceteris paribus*, para actividades similares, las intensidades de uso de los factores sean diferentes para el Sector Privado y Público. Este podría ser el caso si la administración pública tomara el valor social de la mano de obra como criterio relevante para seleccionar la tecnología de producción, mientras que el Sector Privado considerara su valor de mercado, que generalmente es mayor. El resultado sería una mayor intensidad de uso de mano de obra en las empresas públicas que en las privadas, lo que significa que, el empleo disminuye cuando se lleva a cabo la privatización. Otra posibilidad es que las empresas de propiedad del Sector Público o controladas por él, contraten una proporción de trabajadores mayor que la necesaria bajo la presión de las autoridades por reducir el desempleo o como favor político. Por lo tanto, las empresas públicas participarían en los programas fiscales de "desempleo disfrazado", que son más difíciles de imponer en las empresas del Sector Privado. Luego, la privatización reduciría nuevamente, los niveles de empleo si el Sector Privado tuviese la libertad de contratar y despedir a los trabajadores, según sus requerimientos.

Bajo el primer argumento mencionado, comparando empresas públicas y privatizadas éstas actuarían en forma diferente, *ceteris paribus*, con respecto al empleo, incluso dentro del mismo ambiente.

En general, ambos tipos de empresas experimentaron los cambios radicales que afectaron a toda la economía. Las liberalizaciones comerciales y financieras llamaron a cambios significativos en la productividad. Además, se esperaba que, en general, las empresas privatizadas redujeran el empleo relativamente más que las empresas que, permaneciendo en el Sector Público, no

estaban sujetas a las mismas normas del mercado²⁶. Pero, debido a que durante el período analizado las empresas públicas también estaban obligadas a operar según esas normas, se deduce que habrían tenido que efectuar ajustes similares a aquellos de las empresas privatizadas. Por lo tanto, durante el proceso de privatización no deberían existir diferencias significativas en el comportamiento del empleo entre ambos tipos de empresas. No obstante, por la misma razón, debería existir una diferencia significativa en el comportamiento de las empresas públicas privatizadas y las empresas privadas, en que las primeras mostrarían una reducción relativamente más alta de empleo que la segunda. Este debería ser el caso, ya que comparativamente las dos primeras categorías de empresas habrían tenido en un comienzo una mayor proporción de mano de obra por unidad de producción que las empresas privadas.

La experiencia chilena sugiere que las empresas privatizadas realmente comenzaron con una sobrecarga de empleo, debido al desempleo encubierto impuesto por el Gobierno, al menos entre 1970 y 1973. Por lo tanto, se esperaba que las privatizaciones estuviesen acompañadas de una reducción del empleo, relacionada con la eliminación del empleo disfrazado y, por consiguiente, las empresas privatizadas y privadas comparables tuviesen diferentes patrones de empleo después de 1974 durante un período de ajuste de unos pocos años. Esta reducción sería más significativa en las empresas privatizadas que en las empresas privadas, que no habían estado sujetas a las mismas presiones de empleo. Y no se esperaba que la reducción fuese significativa al compararla con empresas públicas similares, ya que después de 1974 se descontinuaron los programas de empleo encubierto.

Primera Ronda de privatizaciones

El comportamiento del empleo de estos tres tipos de empresas, se comparó para el período 1974-1983, con el fin de comprobar estas hipótesis. El período seleccionado corresponde aproximadamente a la Primera Ronda.

²⁶ Además de los precios de mercado, esto implica tener que enfrentarse a un "presupuesto rígido", es decir, cualquier pérdida sólo se puede financiar voluntariamente en el mercado de capitales.

Metodología

El análisis se basó en una muestra para cada tipo de empresa: privatizada, pública y privada. La información importante sobre el empleo sólo estaba disponible para los años 1970, 1974, 1976, 1979 y 1983. A pesar de no ser óptimo, este material cubría por lo menos el período previo y posterior a la privatización de la Primera Ronda.

Las empresas se clasificaron según la Clasificación Industrial Internacional Estándar (SIIC), pero se proporcionaron resultados menos confiables para los agregados. Desafortunadamente, la falta de información para las dos categorías subsectoriales de dos dígitos del SIIC impidió obtener conclusiones potencialmente interesantes sobre comportamiento diferencial entre transables y no transables, y entre exportables e importables. Por consiguiente, no se pudo establecer una clara vinculación entre privatización y liberalización comercial.

Después de 1974, el nivel de ocupación estuvo afectado por la eliminación del empleo disfrazado. Se supone que este último surgió durante el período presidencial de Allende y fue bautizado como el "Efecto Allende". El primer paso en el análisis empírico consistió en estimar este efecto y eliminarlo de la información relevante sobre empleo entre 1974 y 1983. Por lo tanto, se obtuvo una estimación de lo que habría sido el empleo, si las empresas no hubiesen estado obligadas a contratar mano de obra innecesaria entre 1970 y 1973. Estas cifras se obtuvieron aplicando elasticidades empleo/producción, subsectoriales calculadas desde la serie del período 1960-1970 hasta los cambios en la producción observados en cada subsector entre 1970 y 1973.²⁷ El empleo normal de 1974, menos el empleo real en ese año, representaron el "Efecto Allende". La estimación se efectuó primero a nivel de las empresas individuales, para luego agregarla al nivel subsectorial de dos dígitos del SIIC, y posteriormente se incluyó con el fin de obtener el total para cada muestra de las empresas públicas y privatizadas.

Con el fin de comprobar la primera hipótesis (el ajuste de las

²⁷ La mayoría de las series de tiempo de producción se obtuvieron de la evolución del valor agregado por subsector (PGB sectorial); sin embargo, en el caso de la minería, se usó el valor bruto de producción, mientras que en el caso de la manufactura, se usó el índice de producción de la SOFOFA, que aparentemente explicaba mejor el empleo.

empresas privatizadas a los cambios en los precios de la mano de obra, es decir desde el precio sombra de la mano de obra al valor de mercado), el Efecto Allende o desempleo encubierto se eliminó de las cifras totales de empleo de las empresas que formaban parte de esa muestra. Se supuso que las empresas eliminaron el Efecto Allende linealmente entre 1974 y 1979²⁸. Por lo tanto, el empleo a nivel de la empresa en 1976 —la única cifra disponible entre 1974 y 1979— se redujo en un 60 por ciento del exceso de empleo generado a ese nivel, ya que se supuso que alrededor del 60 por ciento del empleo disfrazado inicial permaneció en las empresas importantes. Por la misma razón, se efectuaron correcciones a las cifras de empleo para 1979 y 1983, ya que, a esas alturas, el empleo disfrazado relacionado con el “Efecto Allende” se había eliminado completamente o, por lo menos, así se suponía.

Resultados y conclusiones

Como es de esperar, el empleo encubierto era mucho mayor en las empresas privatizadas que en las empresas privadas. Representaba el 24,4 por ciento del empleo de 1970 en las empresas privatizadas y menos del 6 por ciento en las empresas privadas (Hachette y Lüders, 1988, Apéndice III-2, Cuadro III-1). Sin embargo, esta última cifra se puede haber subestimado, ya que el cálculo principal del “Efecto Allende” relevante se basaba en parte en las cifras de empleo para 1972 —en vez de las de 1970— debido a la falta de información; es posible que en ese tiempo, algunas empresas privadas ya hayan estado sometidas a la presión de contratar más trabajadores que los necesarios. Sin embargo, el error es poco importante ya que antes de 1972 la presión no era particularmente fuerte.

No obstante, el sesgo de los resultados probablemente se invertirá cuando se observe que esta muestra de empresas privatizadas no incluye a ninguna de las empresas enajenadas después de 1974. Obviamente, una de las razones por las cuales fallaron las demás, era que tenían una gran sobrecarga de mano de obra al ser traspasadas al Sector Privado.

²⁸ Luego, se supone implícitamente, que el empleo encubierto no existía antes de que Allende subiera al poder. Esta es claramente una exposición atenuada de la situación.

Inesperadamente, el "Efecto Allende" fue más débil para las empresas públicas (17,1 por ciento) que para las empresas privatizadas (24,4 por ciento) controladas por el Sector Privado sólo durante parte del período 1971-1973. Este resultado coincide con la hipótesis de que la administración relativamente más firme de las empresas públicas era más efectiva para evitar la presión de las autoridades; por el contrario, la administración de las empresas privatizadas era confusa cuando se efectuó el traspaso al Sector Público y, por consiguiente, podría haberse visto fácilmente obligada a contratar mano de obra no-esencial.

Cuando se eliminó el "Efecto Allende" entre 1974 y 1976, las empresas privatizadas se comportaron, aunque en un menor grado (Cuadro VI-4) como empresas públicas en cuanto a la reducción de empleo. Después de 1976, se observaron diferencias significativas en los niveles de empleo: las empresas privatizadas aumentaron el empleo entre 1976 y 1979 mientras que en las empresas públicas sucedió lo contrario. Pese a que ambas redujeron su fuerza laboral entre 1979 y 1983, pero las empresas privatizadas lo hicieron en menor grado. A simple vista, todos los resultados se oponen a la primera hipótesis que postuló que las empresas privatizadas al operar según las normas del mercado contratarían menos mano de obra, *ceteris paribus*, ya que su precio relevante para contratar sería el precio de mercado y no el precio sombra que finalmente podrían haber usado las empresas públicas.

CUADRO VI-4: COMPARACION DE LOS CAMBIOS EN EL EMPLEO POR TIPO DE EMPRESA
(Eliminado el "Efecto Allende")

Tipo de Empresa	(%porcentaje)			
	1970-1974	1974-1976	1976-1979	1979-1983
Todos los Sectores				
Público	1,6	-9,7	-6,1	-23,2
Privatizado	3,1	-4,0	21,2	-6,4
Privado	2,0	-8,7	1,5	-19,4
Manufectura				
Públicas	2,2	-6,7	-7,1	-34,7
Privatizadas	2,1	-14,3	55,4	-9,8
Privadas	2,2	-10,6	-2,2	-20,2

Fuente: Hachette y Lüders, 1988, Apéndice III-2.

Para que los resultados sean consistentes con esta hipótesis, deberían mostrar una mayor reducción del empleo en las empresas privatizadas que en las empresas públicas y privadas hasta 1976. Desde 1976 hasta 1983, cuando también se aplicaron las normas de mercado a las empresas públicas, las empresas públicas y privatizadas deberían haber presentado una mayor reducción (menor aumento) del empleo, con respecto a las empresas privadas. Sin embargo, los resultados no respaldan la hipótesis. Cuando el empleo se reduce en las empresas privatizadas (1974-1976 y 1979-1983), decrece mucho más en las empresas públicas, lo que es el resultado esperado. Cuando el empleo aumenta en las empresas privatizadas (1976-1979) continúa disminuyendo en las empresas públicas, lo que no sería el resultado esperado. Además, la tasa de empleo de las empresas privadas, más que aumentar en menor proporción que la tasa de los otros dos grupos, o permanecer más alta al caer la tasa, está, de hecho, entre las tasas de los otros dos grupos.

La primera contradicción, la gran diferencia en el comportamiento entre empresas privatizadas y públicas, puede ser más aparente que real. La reducción del empleo, mayor en las empresas públicas que en las privatizadas, refleja el ajuste estructural de las empresas públicas a las normas de mercado impuestas. Esto significó una reducción de la mano de obra más allá que lo requerido por el Efecto Allende. Luego, el resultado logrado coincide con la primera hipótesis, a pesar de que el ajuste parece ser inesperadamente alto. No obstante, esta puede ser la consecuencia razonable de la eliminación de una parte significativa del exceso de mano de obra, contratada durante varias décadas, con el fin de comenzar un juego completamente nuevo en el cual las normas del mercado requieren que las empresas adopten nuevas tecnologías para mantenerse al día cuando se modifican las condiciones del mercado. La diferencia en la composición de las muestras también ayuda a explicar la segunda contradicción que se aprecia en los resultados.

La muestra de las empresas se vio afectada por la representación desigual de los subsectores de dos dígitos del SIIC. Por consiguiente, los resultados observados en las variaciones del empleo están fuertemente influenciados por los cambios independientes de la privatización, tales como la recesión y liberalización comercial y financiera, cada una de las cuales afecta a los subsectores en forma diferente²⁹.

²⁹ En Hachette y Lüders, 1988, Anexo III-2 se presenta un análisis adicional de la composición de las muestras, junto a algunas conclusiones, aunque éstas son tentativas.

Una pregunta interesante es si las empresas privatizadas habrían actuado en forma diferente de haber permanecido en el Sector Público. Esto se puede analizar comparando empresas similares en los Sectores Públicos y privatizados en el nivel de dos dígitos. Anteriormente se demostró que primero las empresas públicas de la muestra generaron menor empleo y más desempleo que las empresas privatizadas una vez eliminado el "Efecto Allende". Esta conclusión, condicionada por ciertas diferencias en la composición de la muestra, aún sugiere que las empresas privatizadas no podrían haber producido menos empleo (o más desempleo) permaneciendo en el Sector Público. Segundo, las razones principales de las desigualdades en el comportamiento de empresas públicas y privatizadas, similares en el nivel de dos dígitos, eran las diferencias en la composición de la muestra, más el probable empleo no-óptimo de mano de obra de las empresas públicas antes de que se hiciera sentir el impacto del "Efecto Allende", como se explica anteriormente.

Las conclusiones de este análisis son: primero, que el mayor impacto de la privatización sobre el empleo no se relacionaba con ese proceso, *per se*. Lo que sí afectaba al empleo era el hecho de que todas las empresas estaban expuestas a la reglamentación del mercado. En otras palabras, si las empresas privatizadas hubiesen permanecido en el Sector Público y hubiesen estado sujetas a las normas del mercado, el resultado del empleo no habría sido muy diferente. Una interrogante ideológica y filosófica totalmente distinta es si las empresas públicas debieran regirse por las mismas normas que las empresas privadas. Segundo, las diferencias en las muestras dificultan las comparaciones; por lo tanto, las conclusiones presentadas anteriormente, aunque parecen razonables, sólo son tentativas.

La Segunda Ronda de privatizaciones

La escasa evidencia disponible sugiere que, si la privatización tuvo un impacto sobre el empleo durante la Segunda Ronda, éste fue positivo, a pesar de que no muy significativo (Cuadro VI-5). El empleo total de las diez empresas estatales privatizadas, aumentó sistemáticamente desde 1985. Parte de esta tendencia se explica por la recuperación de la recesión de 1982-1983, el crecimiento mantenido de la demanda después de la recuperación, las condiciones favorables de los mercados internacionales

CUADRO VI-5: EMPLEO EN DIEZ EMPRESAS PRIVATIZADAS DESPUES DE 1984

EMPRESA	1970	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
CHILGENER	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	748	779	819	852(*)	869	845
CHILQUINTA	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	948	968	983(*)	956	770	746
CHILMETRO	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2283	2421	2631(8)	2746	2828	2962
ENDESA(1)	n.d.	8504	8460	5776	5629	5530	4763	4270	4018	2828	2728	2705	2813	2950	2905	2928	2925(*)	2980
C.T.C.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	6635	6850	7185	7374	7518(*)	7366
C.A.P.	7045	12493	11637	11363	11065	10822	9886	9321	9049	7944	6961	n.d.	4062	6656	6767(*)	6923	9329	9785
IANSA	2214	2825	2881	3143	3423	3524	2386	1598	852	642	673	1079	1434	1702	2029	2102	2022(*)	2144
SOQUIMICH	10604(2)	10900	10684	10246	9247	8264	8024	7109	6534	5005	4421	4053	4402	4442	4704(*)	5024	6001	5453
ENTEL	1151	1312	1421	1475	1459	1173	1192	1236	1261	1311	1336	1336	1366	1386	1402	1456	1460(*)	1546
LAB. CHILE	567	987	844	810	687	735	778	660	669	545	517	527	559	586	592	618(*)	681	749
TOTAL	21581	37021	35927	32813	31510	30048	27029	24194	22383	18275	16636	9700	25250	28740	30017	30979	34403	34576

(*) Año durante el cual la participación del Sector Privado alcanzó el 51%.

(1) Corresponde a la Oficina Principal de ENDESA.

(2) Corresponde a 1971.

(SOQUIMICH) y las políticas complementarias (IANSAs). Sin embargo, la privatización de CAP, descrita en forma más completa en el Capítulo VIII, al permitir inversiones nuevas y rápidas, directamente relacionadas con la producción de acero y otros, que de lo contrario no se habrían llevado a cabo, ciertamente estimularon una parte del 50 por ciento de aumento del empleo desde su privatización.

Estos resultados coinciden con los obtenidos para la Primera Ronda en el sentido que la privatización *per se* —según se define en esta investigación— no parece haber sido un factor significativo subyacente a las tendencias de empleo y desempleo. Además, la información presentada en el Cuadro VI-5 para el período anterior a las privatizaciones destaca la importancia del “Efecto Allende” (comparando 1973 con 1970) y su eliminación gradual, hasta 1981; coincide con la hipótesis de que incluso las empresas públicas, al estar expuestas a las normas del mercado pueden reducir el exceso de mano de obra como cualquier empresa privada. Por supuesto, puede parecer que el resultado observado está relacionado con la privatización, si este proceso incluye la aplicación de las normas de mercado a las empresas públicas. Sin embargo, éste no es el concepto usado aquí ni aquel al que se refieren los críticos (sindicatos, en particular) cuando expresan su desacuerdo con la privatización y su impacto probablemente negativo sobre el empleo.

¿Son diferentes las empresas privadas y públicas?

¿Existe alguna relación entre la propiedad de activos y la eficiencia? ¿Cómo se relacionan? ¿En qué medida? ¿Sugiere la experiencia de privatización chilena alguna conclusión interesante y significativa? ¿Se observa algún cambio en el comportamiento de las empresas una vez que han sido privatizadas? Además de la eficiencia y el empleo, ¿Qué otras facetas pueden verse afectadas por su traspaso al Sector Privado? Estas preguntas constituyen, sin duda, el centro del debate sobre la privatización. Sin embargo, se debe reconocer lo intrincado de estas interrogantes, cuya base teórica está actualmente en elaboración, mientras su contraparte empírica, excepto por indicadores esporádicos de poca significancia estadística, está ausente casi en su totalidad. En consecuencia, el objetivo de este capítulo será necesariamente modesto.

La primera parte presenta los principales problemas relacionados con las privatizaciones y la eficiencia, en términos de requerimientos de competitividad y reglamentación, vinculándolos con casos específicos de enajenaciones de empresas tradicionalmente públicas. El enfoque seguido es esencialmente teórico. Los detalles de la organización de la competencia en los sectores productivos, donde la privatización era significativa y la reglamentación concomitante, se dejan para el Apéndice VII-I de Hachette

y Lüders (1991). La segunda parte presenta las conclusiones principales obtenidas de un análisis comparativo de varios grupos de empresas, realizado con el fin de encontrar diferencias entre el comportamiento de las empresas públicas y privadas y los impactos probables de la privatización. A pesar de que se persigue la eficiencia, ésta es sólo un subproducto, dadas las limitaciones de medición. El enfoque es esencialmente descriptivo.

PRIVATIZACION, FUERZAS COMPETITIVAS Y REGLAMENTACION

La eficiencia y la privatización son dos conceptos diferentes. En Chile, como en otros países, se pensaba generalmente que la propiedad pública solucionaba los problemas relativos a la eficiencia de asignación, derivados de fracasos del mercado tales como las externalidades o la imposibilidad de competencia. Sin embargo, aún cuando se hubiese alcanzado la eficiencia óptima de asignación con la creación de empresas públicas, que no fue el caso, no se consideró debidamente su efecto sobre la eficiencia interna. El control eficaz de las empresas públicas, que podría haber sido un sustituto parcial de la competencia, se hizo más difícil como consecuencia de varios factores, entre ellos los avances tecnológicos (por ejemplo, en las telecomunicaciones). Se hizo entonces, evidente durante los años 1970, que bajo condiciones de competencia imperfecta, era imperativo mejorar la regulación para mejorar la eficiencia, tanto asignativa como interna de empresas ya fueran éstas públicas o privatizadas. Por lo tanto, la interrogante, en el marco del proceso de privatización en Chile fue, si las condiciones competitivas potenciales en el momento de la enajenación serían suficientes para asegurar un grado razonable de eficiencia. Si no fuese así, cabía preguntarse cómo se regularían las diferentes empresas en proceso de privatización. Para las empresas privatizadas durante la Segunda Ronda la respuesta sólo fue clara en el caso de CAP, compañía que tenía asegurada la competencia mucho antes de su enajenación, después de 1985, a consecuencia del arancel relativamente bajo, a las importaciones extranjeras y a la ausencia de cuotas de importación. Para las demás empresas privatizadas la respuesta no fue tan evidente.

El efecto disciplinario de las amenazas competitivas y las oportunidades de innovación, se consideraron condiciones fundamentales para lograr un grado adecuado de eficiencia estática

y dinámica. Sin embargo, ambas consideraciones hicieron surgir problemas en el contexto chileno. Por ejemplo, si la empresa enajenada poseía una participación preponderante en el mercado (ese fue el caso de la mayoría de las empresas públicas tradicionales que participaban en los sectores de electricidad, telecomunicaciones, transporte aéreo, acero, producción de azúcar y azufre), sólo la entrada y el desarrollo de nuevos rivales o la mera amenaza de su aparición podía producir disciplina competitiva. En su ausencia, se requeriría de reglamentación para hacer que las amenazas de entrada fueran eficaces. De modo que una de las interrogantes fue sí las fuerzas naturales de competencia potencial serían eficaces para eliminar o reducir la necesidad de reglamentación.

En el contexto chileno, la teoría de la competencia puede no ser relevante para describir las condiciones competitivas o amenazas probables en los sectores privatizados. En la medida que los costos no recuperables (no fijos) fueran importantes y dada la posición dominante de las empresas enajenadas, es probable que las amenazas de entrada, por sí solas, no fuesen suficientes para asegurar "condiciones competitivas" en la industria. Por lo tanto, se debían contemplar políticas de competencia eficaces para evitar un comportamiento esperado anticompetitivo en contra de las potenciales compañías (telecomunicaciones, transporte aéreo y otras) que desearan ingresar a los diferentes mercados y submercados.

El impedimento estratégico a la entrada, o el comportamiento predatorio, puede restringir la competencia efectiva, haciendo que la amenaza de responder a la entrada sea creíble. En ese sentido, los monopolios pueden tomar varias medidas para evitar o retardar la entrada. Por el lado de los costos destacan la generación de: sobrecapacidad o, en determinadas circunstancias, subcapacidad; la reducción de los gastos de investigación y desarrollo para bajar costos; el pago de salarios altos para elevar los costos del rival; la adquisición de patentes por derecho de prioridad con las consiguientes "sleeping patents"¹; por el lado de la demanda cabe mencionar: la publicidad; la proliferación de marcas o la diferenciación de productos; los precios bajos como signo de alto grado de eficiencia o de baja demanda y finalmente una estra-

¹ Patentes que no son usadas efectivamente por sus dueños sólo para impedir que otras produzcan algo parecido.

tegia agresiva de fijación de precios. Las circunstancias particulares de cada empresa privatizada afectan la elección de medios de disuasión o de adaptación a la entrada y, por lo tanto, dificultan una presentación simple en este capítulo. Este constituye un tema importante y fascinante de investigación en relación a las privatizaciones en general.

Otro punto que surgió como consecuencia de las políticas de liberalización en la época de la privatización, fue cómo promover y mantener una competencia eficaz en actividades en las cuales esto era factible, pero que estaban enfrentando un monopolio en actividades relacionadas. La Compañía de Teléfonos de Chile (CTC) fue uno de esos casos, dada la existencia de un monopolio natural en sus conexiones locales y condiciones competitivas en sus llamadas de larga distancia; o la electricidad, como subsector, donde la transmisión y distribución tienen las características de un monopolio natural, mientras que la actividad de generación es competitiva; o la Empresa de Telecomunicaciones (ENTEL) en que su conexión a un satélite se relaciona a un monopolio natural, mientras que sus demás actividades son competitivas. En realidad, existe un amplio abanico de circunstancias en las cuales al monopolista le puede resultar rentable negarse a proporcionar, a sus competidores en actividades relacionadas, insumos a precios razonables. Dos medidas podrían proteger la competencia: la separación y la integración vertical. Ambas medidas se adoptaron en el caso del sector electricidad y luego en el de telecomunicaciones (CTC y ENTEL).

La separación vertical en el caso de la electricidad, (generación, transmisión y distribución) permite la competencia, pero puede tener algunas desventajas en términos de bienestar social, bajo supuestos específicos como las proporciones fijas (problema de dos caras, Vickers y Yarrow, 1988, p.72). La interconexión o la regulación del precio al que el potencial subsector competidor puede obtener el insumo del monopolio natural fue otra medida usada para combatir la tendencia natural del monopolio de excluir potenciales competidores del subsector. La interconexión también se hizo necesaria para asegurar condiciones competitivas cuando existía una red de externalidades (por ejemplo en telecomunicaciones). Ambos procesos se explican en el Apéndice VIII-I de Hachette y Lüders (1991), según se realizaron en el contexto chileno.

Una forma de regular el monopolio potencial es la concesión de una licencia o la licitación pública del monopolio. Si es eficaz, combina la competencia y la eficiencia y destruye los indeseables

monopolios de información. Sin embargo, en el contexto chileno este enfoque puede enfrentar dificultades como, por ejemplo, la licitación no competitiva, como consecuencia de la colusión entre los licitantes, o la explotación de ventajas estratégicas por parte del tenedor de la licencia que se debe renovar o, la existencia de asimetrías de información, que impiden la competencia con la empresa que tiene el conocimiento, aunque no hay evidencia de tal comportamiento. Otro problema potencial en este contexto es el traspaso de activos, un típico problema de monopolio bilateral² y las dificultades de especificación y administración de la licencia, debido a incertidumbre tecnológica y del mercado. En este último caso, los contratos incompletos serían más frecuentes que los completos, (más caros), pero los primeros requieren control permanente. Si existen incertidumbres significativas, las ventajas de la concesión de una licencia son limitadas, aún así esta opción se tomó en varios casos (ENTEL, CTC y LAN).

Para incentivar la competencia en el sector electricidad, un virtual monopolio público antes de su privatización, las autoridades aplicaron el principio que Vickers y Yarrow (1988) denominaron la "competencia de criterio". Esta opción ilustra la proposición de que bajo condiciones de información asimétrica, cuando un principal tiene muchos agentes bajo su control, el esquema óptimo de incentivos involucra la creación de circunstancias en las cuales las recompensas de cada agente dependan del desempeño de otros agentes, además del propio (CHILMETRO, CHILQUINTA). Así, el precio que un agente puede cobrar depende del costo incurrido por el otro. Existen entonces incentivos para la asignación de eficiencia interna siempre que los agentes enfrenten circunstancias similares (en ausencia de colusión). La eficiencia interna se produce en la medida que todos retengan los beneficios de sus medidas para la reducción de costos y la eficiencia en asignación se obtiene porque los precios de la industria se mantienen de acuerdo a los costos de la industria. Pero las características ambientales pueden diferir entre las empresas. En estos casos se podría usar alguna forma reducida de regulación

² El precio más bajo que el nuevo participante tendría que pagar por los activos que están en manos del antiguo dueño de la licencia es el valor de desecho de los activos, mientras que el precio más alto que tendría que pagar por estos activos es su valor de reemplazo. La diferencia depende de la importancia de los costos no recuperables y del gasto de negociación o arbitraje.

en base a las diferentes características observables entre las empresas (ENDESA, CHILGENER, Pilmaiquén, Pehuenche).

En general, además de la regulación que provee libertad de entrada a los diversos negocios, se considera normalmente deseable una reglamentación adicional para mantener una competencia eficaz. Así en Chile, aparte de las providencias específicas consideradas por la legislación respectiva que acompaña la privatización, existe el cuerpo de leyes antimonopólicas e instituciones relacionadas que sirvieron como marco básico en la época de la privatización. ¿Es eficaz? ¿Se podrá aplicar a servicios privatizados? ¿Quién lo aplica y quién lo debiera hacer (información)? ¿Tiene algún sentido legislar en su contra antes de la privatización (incertidumbre)? Estas son preguntas importantes que se deberían considerar en futuras investigaciones.

Otro tema importante es la relevancia de la reglamentación frente a la información asimétrica. La empresa obtiene utilidades monopólicas gracias a su monopolio de información, lo que permite que el precio generalmente exceda el costo marginal y, por lo tanto, que genere ineficiencia en la asignación. ¿Cómo obtiene el regulador información sobre las condiciones de costo para fijar los precios de la electricidad? Fijar el precio al equivalente del costo unitario no estimula la eficiencia interna mediante esfuerzos de reducción de costos, a pesar de que reduce la ineficiencia de la asignación. Establecer un precio máximo puede estimular los esfuerzos de reducción de costos y la eficiencia interna, pero no la eficiencia de la asignación. Un compromiso implica una menor producción y un precio más alto que el deseable (o alcanzable con información simétrica), además de ineficiencia y rentas del monopolio de información. Este es otro problema importante íntimamente relacionado con la privatización de algunas empresas públicas que deberían incentivar la investigación, tanto en sus aspectos teóricos como empíricos. En todo caso, la fijación de precios a costo marginal ajustado, si es posible lograrla, es la asignación óptima.

ANÁLISIS COMPARATIVO

Una de las hipótesis que sustentó el proceso de privatización entre 1974 y 1989 fue la percepción de que las empresas privadas son mejor administradas que las empresas públicas. Si esto fuese

efectivo, la eficiencia de las empresas enajenadas debiera parecerse más a la de una empresa privada que a la de una pública, *ceteris paribus*. Por otra parte, se debería esperar que el comportamiento de las empresas fuese diferente, según el conjunto de normas y reglamentaciones aplicadas a ellas, que afectarían otras dimensiones, además de la eficiencia-interna y la eficiencia en la asignación. El grado de inversión y endeudamiento son dos ejemplos. Esta sección intenta, por consiguiente, extraer conclusiones básicas sobre el comportamiento de varios grupos de empresas en proceso de privatización, con respecto a eficiencia y otros objetivos.

La disponibilidad de información de los diferentes grupos de empresas, en particular de las empresas tradicionalmente del Sector Público, restringirá, sin embargo, las ambiciones de nuestro plan. Más aún, todos los criterios de comparación elegidos se basarán en un vector de relaciones obtenidas de los balances y estados de resultados disponibles. Estas relaciones se usarán, por lo tanto, como proxies de diferentes factores: inversión, endeudamiento, interrelación con otras firmas y eficiencia. Si bien este enfoque puede contribuir a comparar el comportamiento de grupos de empresas, puede ser insuficiente para cubrir en forma exacta una faceta tan complicada como la de la eficiencia. Mediante el uso de relaciones tomadas de los balances, el análisis de las eficiencias técnicas y de asignación se dejan implícitamente de lado, aunque no están totalmente ausentes. También debería quedar claro que una diferencia significativa de las relaciones vinculadas a la eficiencia, por ejemplo, entre las empresas privadas y públicas, puede reflejar sólo la persecución de otros objetivos fuera de la maximización de los beneficios, y no diferencias en la eficiencia "económica". De modo que las conclusiones extraídas de este análisis comparativo, debiera ser interpretado cuidadosamente. No obstante, las respuestas a preguntas tales como: ¿Hubo diferencia entre el comportamiento de inversión de las empresas privatizadas e intervenidas y las que permanecieron en el Sector Privado? ¿Se endeudaron en mayor o menor grado? ¿Cómo fueron sus resultados en comparación con los de otras empresas públicas o privadas? ¿Cuáles son las razones para las diferencias? Todas estas preguntas pueden indicar discrepancias o similitudes en sus comportamientos que, si se agregan a juicios *a priori* basados en la experiencia o en el análisis teórico, tienen un peso considerable.

Metodología

Los efectos mencionados de las privatizaciones en Chile se analizarán mediante dos enfoques diferentes, basados en comparaciones de relaciones de balances y cuentas de resultados específicos, entre diferentes grupos de empresas. El primer enfoque intenta descubrir la existencia de diferencias estructurales entre las empresas privadas, privatizadas y públicas con la información reunida entre 1980 y 1987, esto es, sobrelapando ambas Rondas, aunque con inclinación hacia la segunda. El segundo enfoque realiza una comparación simple de la evolución histórica de las relaciones elegidas entre grupos de empresas y cubre un período que contiene la Primera Ronda, pues considera los años 1965 hasta 1985. Este último enfoque, aunque insuficiente, arroja una interesante luz sobre diferencias de ajustes a cambios particulares institucionales y de las políticas, ocurridos durante ese período. La principal diferencia entre ambos enfoques, además del período cubierto y el conjunto de empresas seleccionadas, es el uso, en el primer enfoque, de criterios econométricos para descubrir la significancia estadística de las diferencias obtenidas. Tanto los detalles metodológicos del primer enfoque (Apéndice VI-1), como la justificación empírica completa de las conclusiones básicas presentadas a continuación aparecen en Hachette y Lüders (1991).

Algunas conclusiones básicas

En primer lugar, se puede afirmar, que las empresas seleccionadas en cualquiera de los seis grupos elegidos están en general correctamente clasificadas cuando un vector de relaciones financieras ponderadas (nueve o diez) permite discriminar entre esos grupos. Esto significa que cuando estas relaciones se usan para diferenciar una empresa de otra, ellas pueden ser clasificadas en diferentes grupos: privado, público, etc. En el Cuadro VII-1 se presenta un ejemplo en que se comparan los casos extremos de empresas privadas tradicionales que nunca han sido enajenadas (grupo 1) y las empresas públicas tradicionales que nunca han sido privatizadas (grupo 6).

En segundo lugar, no se han observado diferencias significativas en el comportamiento entre empresas públicas, privadas y privatizadas bajo una serie de normas y reglamentaciones si-

CUADRO VII-1: ANALISIS DISCRIMINANTE DE GRUPOS 1 Y 6

Clasificación A Priori	Clasificación basada en R1-R9		
	Grupo 1	Grupo 6	Total
Grupo 1			
Número de empresas	499	132	631
Porcentaje	79,1	20,9	100,0
Grupo 6			
Número de empresas	25	39	64
Porcentaje	39,1	60,9	100,0
Total			
Número de empresas	524	171	695
Porcentaje	75,4	24,7	100,0

Clasificación A Priori	Clasificación basada en R1-R9		
	Grupo 1	Grupo 6	Total
Grupo 1			
Número de empresas	334	61	395
Porcentaje	84,6	15,4	100,0
Grupo 6			
Número de empresas	20	20	40
Porcentaje	50,0	50,0	100,0
Total			
Número de empresas	354	81	435
Porcentaje	81,4	18,6	100,0

Fuente: Estimaciones de los autores.

milares. Ese resultado se ha dado incluso, cuando se reunían criterios tan diversos como los relacionados con la eficiencia, la inversión, el nivel de endeudamiento y la interrelación con otras empresas. Si bien se obtuvieron diferencias entre los grupos, y cada grupo se pudo distinguir de los demás, las diferencias observadas fueron estadísticamente tan pequeñas en valores

absolutos que, para todos los efectos prácticos, los resultados obtenidos no demuestran ninguna diferencia significativa entre empresas públicas y privadas, operando bajo reglas del juego similares, como sucedió en Chile en el período bajo análisis (1980-1987).

En tercer lugar, las empresas públicas se adaptaron rápidamente a los cambios de la reglamentación que las afectó durante el Regimen Militar, asemejándose más a las empresas privadas. Uno de los resultados que más llama la atención del análisis realizado entre 1965 y 1985 es la diferencia, después de 1973, entre el comportamiento de las empresas estatales y de otros grupos de empresas. Las primeras mostraron una leve reducción de su ya bajo nivel de endeudamiento, fueron más conservadoras en cuanto a nuevas inversiones y lograron mejorar sus resultados con respecto a las empresas del Sector Privado (los Gráficos VII-1, VII-2 y VII-3 ilustran algunas de estas características). La información obtenida de la Bolsa de Valores refuerza la impresión de un marcado mejoramiento del comportamiento de las empresas públicas, esta vez reflejado en las ganancias significativas de su valor de mercado en comparación con las empresas del sector privado. La información disponible también sugiere un comportamiento levemente mejor entre los años 1976-1982 para las empresas privadas en comparación con el de las privatizadas e intervenidas. Esto probablemente refleja el excesivo nivel de endeudamiento de estas dos últimas categorías.

Estos resultados excepcionalmente buenos para empresas estatales se pueden atribuir a muchos factores. El más importante fue la política del Gobierno de evaluar la administración de las mismas en base a la maximización de utilidades, el mismo criterio usado por sus dueños para las empresas del Sector Privado. Asimismo, las empresas estatales debieron autofinanciarse, limitando así sus posibilidades de inversión. Más aún, las empresas públicas no recibieron garantía estatal alguna para adquirir nuevas deudas durante la mayor parte del período 1984-1987. Como contraparte lógica al conjunto anterior de políticas, el Gobierno fijó tarifas rentables (para permitir a las empresas estatales, si eran administradas en forma eficiente, obtener un retorno de 10 por ciento sobre los activos) para la mayoría de los servicios públicos, y en general se abstuvo de intervenir en la administración profesional de las compañías. A la vez, el control estatal sobre los resultados eventuales fue aumentado a través de la creación de un sistema centralizado de información, y la exigencia de que las empresas estatales entregaran información mensual similar a la

GRAFICO VII-1: RAZON DEUDA / ACTIVOS, 1965-1985

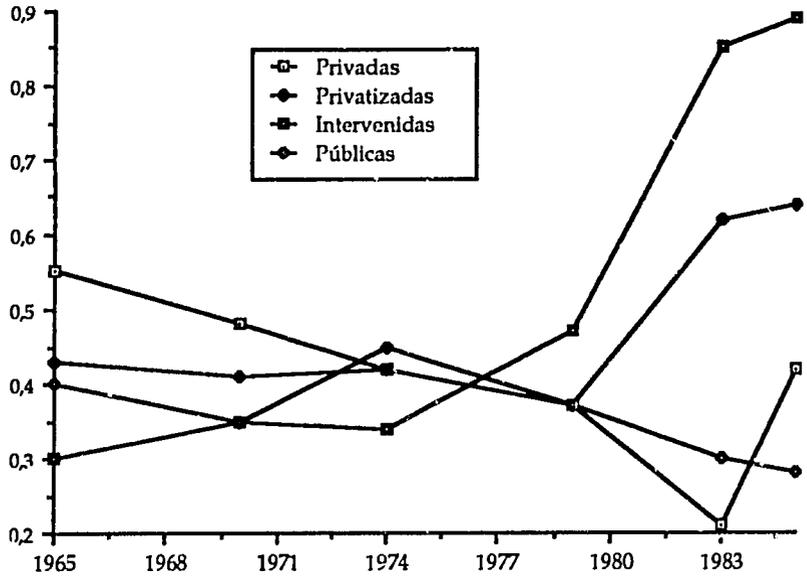
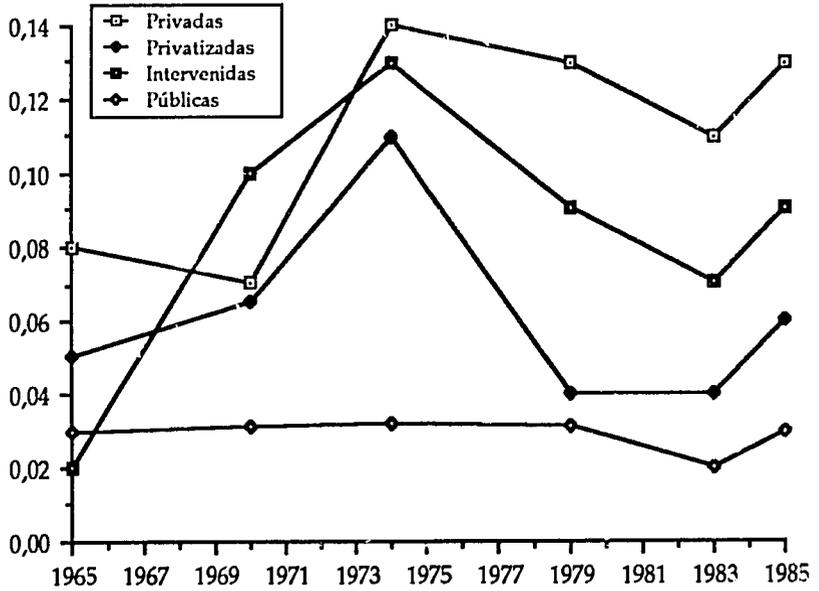
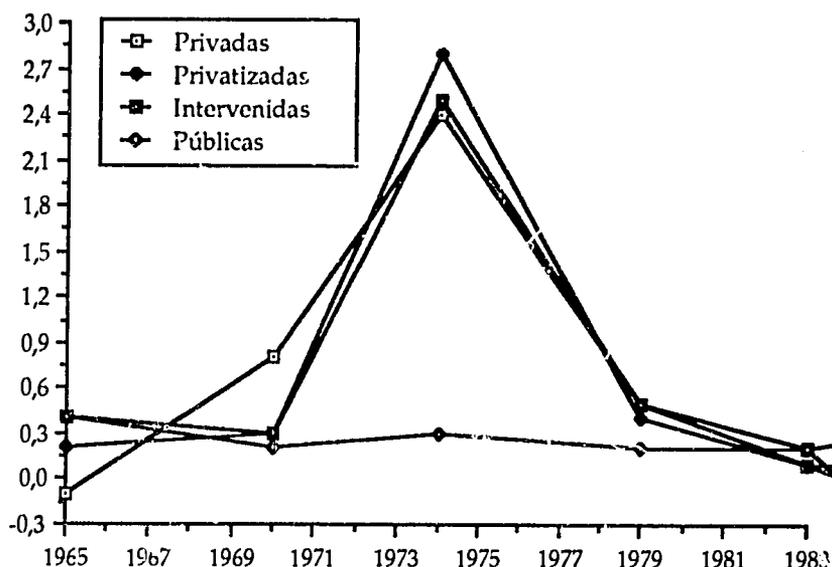


GRAFICO VII-2: INGRESO OPERACIONAL / ACTIVOS TOTALES, 1965-1985



Fuente: Estimaciones de los autores

GRAFICO VII-3: RAZON INVERSION TOTAL / ACTIVOS
 TOTALES, 1965-1985



exigida a las Sociedades Anónimas Abiertas. Finalmente, en un esfuerzo por permitir la expansión del Sector Privado y de tratar de reducir las actividades empresariales del Sector Público, el Gobierno prohibió a algunas empresas estatales participar en proyectos de inversión rentables, si consideraba que el Sector Privado también lo podía conducir bien. Esta política evitó tal vez nuevos niveles de endeudamiento y mayores pérdidas, una vez que las tasas de interés se elevaron nuevamente durante 1981.

Evidentemente, el hecho de que las empresas estatales hubiesen sido más parecidas a las empresas privadas no implica que ambas alcanzaran eficiencia interna; ello sólo significa que las primeras empresas redujeron efectivamente su nivel de ineficiencia, a pesar de que se esfumaron otros objetivos que se perseguían, principalmente redistributivos. Se podría argumentar que todo el esfuerzo realizado por mejorar el desempeño económico de las empresas estatales tradicionales en los años '70 fue en preparación para una nueva ronda de privatizaciones. Sin embargo, esto no es consistente con la posición tomada por las autoridades del Gobierno a fines de los años '70, con respecto a la importancia "estratégica" de las empresas públicas que permanecieron como

tales, después de la Primera Ronda de Privatizaciones. No hay duda, sin embargo, que los resultados satisfactorios logrados en general por las empresas estatales durante fines de la década del '70 y principios de los años 80 ciertamente facilitaron la última ronda de privatizaciones, especialmente la venta a los fondos de pensiones y a los trabajadores.

En cuarto lugar, es interesante destacar que las razones que mejor discriminan entre los diferentes grupos de empresas pertenecen primero a criterios de endeudamiento (R7, pasivos corrientes/pasivos totales; R6, pasivos de largo plazo/pasivos totales y R9, deuda/activos totales) y segundo, a razones con otras empresas (R2, inversión en compañías relacionadas); en muy pocos casos, las razones ligadas a la eficiencia explican las diferencias de comportamiento (R3, resultado operacional/activos totales; R5, beneficios totales/activos totales; R6, dividendos/activos totales) (Cuadro VII-2). Este resultado es coherente con el hecho de que a pesar, de que las reglas estimularan la competencia en las empresas públicas, aún existían diferencias entre éstas y las privadas en facetas específicas de su administración como el endeudamiento y la inversión. Por otro lado, al comienzo del período utilizado para hacer comparaciones pertinentes, los niveles y relaciones de endeudamiento fueron significativamente menores, para las empresas públicas, que para las demás.

Finalmente, se debería destacar que las conclusiones empíricas se refieren a un período excepcional de la historia de Chile en que las normas aplicadas a las empresas públicas fueron muy

CUADRO VII-2: VARIABLES MAS DISCRIMINATORIAS

Grupos	R1 - R9		R1 - R10	
	Can 1	Can 2	Can 1	Can 2
1,6	R7	-	R10	-
(1-4, (5-6)	R2	-	R2	-
(1-4), 5,6	R2	R6	R2	R1
1, (2-5), 6	R8	R2	R8	R2
(1,3,4), 2, (5-6)	R8	R6	R8,R9	R10
2,3,4,5	R2	R5	R2	R8
1,2,3,4,5,6	R8	R3	R8	R3

Nota: Can 1 y Can 2 se refieren a los ejes canónicos 1 y 2.

Fuentes: Hachette y Lüders (1991), Cuadros VII-II-7 a VII-II-9 en el Apéndice VII-II de Hachette y Lüders (1991).

similares a las que regían al Sector Privado. Sin embargo, la teoría de las Decisiones Públicas, sugiere que esta situación puede ser inestable, y que es posible que en el mediano o largo plazo, de no haberse producido la privatización, las presiones políticas hubiesen provocado tarde o temprano un cambio de dichas normas, lo que hubiere permitido a las empresas estatales ser usadas para favorecer la protección y para proporcionar bienes de interés social a precios "bajos", es decir, volverse ineficientes.

Dos casos polémicos: CAP Y ENDESA

No todas las empresas públicas se privatizaron a través de los métodos directos descritos en los capítulos anteriores, tales como el capitalismo popular, el capitalismo de los trabajadores, el capitalismo institucional, la venta directa o licitación abierta. Por ejemplo, el traspaso de CAP al Sector Privado fue parcialmente indirecto, mediante la operación de recompra de acciones que redujo su patrimonio neto. En otros casos, la preparación para el traspaso involucró una operación más laboriosa. Antes de la privatización de LAN y ENDESA, un monto importante de su pasivo fue transferido a CORFO. Estas operaciones fueron duramente criticadas en diferentes medios y, al momento de la publicación de este documento, aún persisten numerosas objeciones. Por consiguiente, es importante abordar estos asuntos en profundidad. Además, vale la pena presentar una visión detallada de algunas operaciones específicas del traspaso para mejorar la comprensión del proceso real de privatización. Este capítulo presenta un análisis relativamente detallado de dos casos polémicos: CAP y ENDESA, con la esperanza de colocar estos temas en una perspectiva adecuada.

REPRIVATIZACION DE CAP S.A. DE INVERSIONES: ¿UN REGALO DE CORFO PARA LOS EX-ACCIONISTAS?

La reprivatización de la Compañía de Acero del Pacífico S.A. de Inversiones (CAP) originó más críticas que otros casos de privatizaciones. Un autor describe de la siguiente forma la operación de recompra que produjo una parte sustancial de la privatización de CAP: "...privatización de empresas, mediante operaciones de capital, sin transacción de acciones con el sector privado. El caso más conocido es el de la privatización de CAP basada en una operación a través de la cual la compañía compró una parte considerable de sus acciones a CORFO y luego las anuló. Gracias a esta operación, los accionistas privados aumentaron su participación en la compañía desde un 16 por ciento al 49 por ciento, sin un desembolso significativo¹. Esta ha sido una de las operaciones más criticadas del programa de privatización, no sólo con respecto al procedimiento empleado, sino también por los precios a los cuales se valoraban las acciones CAP, tanto en la venta previa al Sector Privado, como en la venta de las acciones a CORFO." (Marcel, 1989).

• El objetivo principal de esta sección es analizar las causas y consecuencias de esta operación de recompra de acciones, y analizar otros aspectos interesantes de la privatización de la empresa, incluyendo los preparativos de la operación, los cambios de política y de administración que se generó en la compañía y el papel del capitalismo laboral.

ANTECEDENTES DE CAP

Breve descripción histórica

La evolución histórica de la propiedad de CAP se relaciona directamente con las tendencias político-económicas imperantes en cada momento.

La Compañía de Acero del Pacífico se constituyó como empresa privada en abril de 1946, organizada como una sociedad anónima, con aportes de capital de CORFO (33 por ciento), la Caja de Amortización de la Deuda Pública (14 por ciento) y accionistas

¹ Perdieron activos (caja) en proporción al porcentaje del capital de CAP que poseían.

privados (53 por ciento). En julio de 1968, se inició la absorción de la empresa por el Estado. CORFO firmó un acuerdo para aumentar la participación del Estado en la compañía a un 41 por ciento, y luego a un 54 por ciento. En noviembre de 1970, CORFO adquirió un paquete de acciones que transformó al Estado en dueño de un 98,8 por ciento, del cual el 82,2 por ciento pertenecía a CORFO. A fines de 1972, la participación del Sector Privado en la propiedad de las acciones había disminuido a un 0,98 por ciento, y al año siguiente, a un 0,4 por ciento. Con posterioridad a 1973 se realizaron inversiones significativas, financiadas principalmente a través de deuda². En 1974, se produjo un cambio radical de las reglas del juego para las empresas públicas, incluyendo, por supuesto, a CAP, las que se vieron posteriormente obligadas a autofinanciarse: fue necesario recurrir a la reducción de personal y a programas de inversión. Esto, junto con una caída mundial de la demanda de acero —después de 1975— requirió de extensas transformaciones en la estructura operacional y administrativa de la compañía, como se explica en el análisis de la etapa preparatoria de la privatización.

A fines de 1989, CAP se constituyó como un holding cuyo negocio principal era el acero, con ventas anuales consolidadas de aproximadamente US\$ 600 millones, de los cuales el 87 por ciento provenía del mercado interno y el 13 por ciento de las ventas al extranjero.

El Proceso de reprivatización de CAP

La privatización de CAP fue una de las más lentas dentro de todo el proceso de restructuración, no tanto como consecuencia de la indiferencia de las autoridades con respecto a su traspaso, sino debido a la falta de interés del inversionista privado en adquirir acciones CAP a los precios de la Bolsa d.: Valores.

Primera etapa: "Preparación para la privatización"

Como se mencionó anteriormente, cuando el Gobierno Militar asumió el poder en 1973, se produjo un cambio radical en el manejo de las empresas públicas (ver en particular el Capítulo II y el Anexo

² A mediados de 1970, los activos de la Compañía eran financiados en un 33 por ciento por capital y en un 67 por ciento por préstamos de terceros.

VIII-I de Hachette y Lüders (1991)). Esencialmente, se impuso un autofinanciamiento de las empresas estatales y un control estricto de sus inversiones, mientras que se permitió a las fuerzas del mercado fijar sus precios y aranceles (por servicios). Uno de los objetivos básicos de la nueva orientación de la política, fue frenar las fuertes presiones inflacionarias heredadas del Gobierno anterior, mediante la reducción del respaldo fiscal a las empresas estatales. A pesar de que el cambio de política no se realizó con el objetivo explícito de privatizar las empresas públicas, contribuyó de hecho a su traspaso posterior, al mejorar su comportamiento financiero.

Además, entre el pronunciamiento militar, en 1973, y comienzos de la Segunda Ronda de Privatizaciones en 1985, se agregaron nuevas políticas con respecto a las empresas estatales, y se modificaron otras. Entre éstas, se encuentran las que conducen a la privatización de muchas empresas públicas, incluyendo CAP. Por ejemplo, los Programas Ministeriales³ de 1975 establecieron que las empresas públicas y el Sector Privado, en general, no podían contratar mano de obra adicional, y fijaron un número máximo de personal para cada empresa y servicio público, que debía hacerse efectivo dentro de un corto período. Con el fin de financiarse, estaban obligadas a vender el activo innecesario y reunir recursos en el mercado de capitales externo e interno. En 1979, los Programas Ministeriales respectivos establecieron que las empresas públicas ya no tendrían derecho a beneficios especiales, pero que recibirían a cambio una mayor flexibilidad administrativa, aunque no en cuanto a decisiones de inversión. Además, se estableció que no deberían ampliar su campo de acción, sino más bien concentrarse en las actividades específicas para las cuales habían sido creadas. Por lo tanto, las empresas públicas se orientaron hacia el traspaso de todas las actividades que no estaban directamente relacionadas con su línea principal de negocios en el Sector Privado. Esto las llevó a someterse a las mismas restricciones que las empresas privadas, perdiendo al mismo tiempo los beneficios principales de éstas últimas: libre distribución de los fondos de inversión y la posibilidad de diversificación. Ese mismo año, el Gobierno dio instrucciones a CAP de no contratar deuda adicional⁴.

Estas reformas de las políticas estatales se reflejaron en la

³ La orientación general de las actividades anuales de cada ministerio se detalló en los así llamados "Programas Ministeriales".

⁴ En 1979, la relación deuda/capital era 0,89.

implementación en CAP de un proceso administrativo y financiero de racionalización que continuó hasta 1985, el que mejoró sustancialmente su desarrollo y que se tradujo en una reducción de personal basada principalmente en no reemplazar los cargos vacantes (Cuadro VIII-1).

En los Programas Ministeriales durante 1980 se instruyó a CAP que traspasara sus concesiones mineras sin explotar. Además, se solicitó a la compañía que presentara un programa de emisión de acciones para reducir el endeudamiento y aumentar la participación del Sector Privado en la propiedad. En abril de ese año, la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de CAP acordó aumentar el capital en aproximadamente US\$ 65 millones, distribuidos en alrededor de 260 millones de acciones con un valor nominal de US\$ 0,25 por unidad, equivalente al 40,4 por ciento del total de acciones emitidas. No obstante, durante 1980 nadie estaba interesado en comprar las acciones a ese precio.

En 1981 se modificó la estructura administrativa de CAP, como consecuencia de los Programas Ministeriales que establecieron su operación como empresa inversionista. La reforma procuraba conseguir la división real de las actividades mediante la creación de empresas subsidiarias, haciendo posible la administración por objetivos, con "centros de utilidades" independientes. Como consecuencia de ello, se modificó el nombre y el objetivo de la compañía: su nombre pasó a ser Compañía de Acero del Pacífico S.A. de Inversiones, y su objetivo fue la inversión de capital con cualquier fin, para mantener una máxima rentabilidad⁵. Ese año se crearon las siguientes subsidiarias para implementar la nueva organización: Compañía Siderúrgica Huachipato S.A., Compañía Minera del Pacífico, Acero Comercial S.A., Manganesos Atacama S.A., Compañía de Acero de Rengo S.A., Pacific Ores & Trading N.V. y Abastecimientos CAP S.A.

En julio de 1981, apareció el primer posible comprador, William A. Wilson, que retiró su oferta en febrero de 1982, al perder interés en esa inversión al precio exigido por CORFO (US\$ 0,25). En mayo de 1983, el plazo legal para el aumento de capital acordado en 1980 se alcanzó con la suscripción y pago de sólo el 0,4 por ciento de las acciones emitidas. Por lo tanto, los intentos iniciales por reprivatizar CAP no habían tenido éxito.

⁵ A estas alturas, la intención del Gobierno de privatizar la compañía parece haber estado claramente establecida, de lo contrario, este cambio del objetivo social habría sido contradictorio a las políticas del Gobierno que no permitían a las empresas estatales llevar a cabo actividades que no estuviesen relacionadas directamente con su línea principal de trabajo.

CUADRO VIII-1: EVOLUCION DEL DESEMPEÑO DE CAP, 1979-1989

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Inversión/Capital (porcentaje)	3,7	2,2	1,9	1,1	0,6	1,8	1,4	1,4	1,4	18,6	29,6
Deuda/Inversión	11,9	3,8	17,8	6,7	6,1	9,3	18,3	0,0	0,0	0,3	0,9
Total Deuda/Capital	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,7	0,5	0,7
Deuda a Largo Plazo/Capital	0,7	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,2	0,4
Pasivo Circ./Activo Circ.	0,8	0,6	0,6	0,8	0,9	0,6	0,3	0,5	0,6	1,0	0,9
Utilidades/Capital (porcentaje)	0,2	3,8	-6,5	-9,6	0,7	0,9	1,3	2,3	4,6	8,8	10,6
Utilidades Op./Capital (porcentaje)	4,2	5,4	0,0	-1,8	6,1	7,5	7,4	8,5	8,5	17,0	17,0
Impuestos pagados/Utilidades Brutas (porcentaje)	0,0	3,7	0,0	0,0	0,0	14,3	44,1	21,9	9,3	13,2	5,2
Personal	9321	9049	7944	6961	n.d.	6630	6656	6767	6923	9403	n.d.

Fuente: Anuario de CAP

Segunda etapa: "Reprivatización de CAP S.A. de Inversiones"

En 1984 se revalidó el acuerdo previo que autorizaba la emisión de aproximadamente US\$ 82 millones en acciones, que, una vez suscritos y pagados, transformarían a CORFO en dueña del 51 por ciento de las acciones de CAP y a los empresarios privados, en dueños de un 49 por ciento. El plazo para la venta de acciones de esta emisión "preferencial" fue el 16 de noviembre de 1987. Con el fin de lograr este objetivo, CAP distribuyó diez mil copias de un prospecto que contenía información sobre la historia y proyecciones de la compañía para el período 1985-1990. En base a estas proyecciones, se mantuvo un precio de US\$ 0,25 por acción, idéntico al precio de oferta para la emisión de 1980. En ese momento, el precio relevante en la Bolsa de Valores era US\$ 0,12.

En septiembre de 1985 sólo se había vendido el 10 por ciento de la emisión total, de la cual los trabajadores y ejecutivos de CAP habían adquirido un 90 por ciento, a través de préstamos especiales para ese fin. La evidente falta de interés en la compra de acciones por parte del Sector Privado, dentro y fuera del país se debió a:

- (i) el alto nivel de riesgo de una inversión en acciones CAP. Históricamente CAP había tenido una baja rentabilidad y, en 1981 y 1982, la compañía incluso presentó resultados netos negativos (pérdidas de US\$ 46 y US\$ 65 millones)⁶. Estas pérdidas se pueden explicar por la caída de los márgenes operacionales brutos y el alza del gasto financiero durante esos dos años, el que afectó el precio de las acciones CAP, a pesar de que, en teoría, el precio debería de haber estado determinado exclusivamente por las utilidades esperadas. Sin embargo, por razones institucionales, éste no fue el caso. En la práctica, los resultados mencionados son considerados por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones y la mayoría de los demás inversionistas, para la clasificación de riesgo de los instrumentos de inversión. Dadas sus pérdidas, las posibilidades de CAP de vender un paquete significativo de acciones a los Fondos de Pensiones, principales inversionistas institucionales del país, se circunscribieron claramente. Entonces, es evidente que las acciones de CAP fueron consideradas como una inversión de alto

⁶ Con un capital de US\$ 708 y US\$ 676 millones, respectivamente.

riesgo en ese momento, debido al gran endeudamiento de la compañía.

(ii) la situación macroeconómica y las alternativas de inversión. En 1985, la economía aún se estaba recuperando de la dramática recesión de 1982-1983. El ahorro nacional alcanzó un nivel sumamente bajo (5,4 por ciento del PGB), y también la inversión interna (13,7 por ciento del PGB). No es sorprendente que prevalecieran las estrechas condiciones de mercado. Además, la reprivatización de varias instituciones financieras ofrecía alternativas de inversión más ventajosas y de menor riesgo, a través del capitalismo popular.

(iii) la situación de la industria de hierro y acero. En ese momento, existía un excedente mundial en la producción de hierro, debido a las grandes inversiones de ese sector producidas por la fuerte demanda de acero hasta 1973. Como consecuencia de ello la CAP debió enfrentar una fuerte competencia externa —incluso “dumping”— que se tradujo en un aumento de las importaciones de acero. Se debe recordar que las normas comerciales ya eran muy liberales en ese tiempo, en base a un arancel no-discriminatorio razonablemente bajo.

Por consiguiente, el precio de la nueva emisión de acciones evidentemente se consideró muy alto para estimular compras importantes de paquetes de acciones. Sin embargo, las acciones no se podían ofrecer a un precio inferior a US\$ 0,25 ya que la Asamblea de Accionistas del 15 de noviembre de 1984 estableció que las acciones no se podrían vender a un precio inferior al ya establecido, hasta 30 días después de la fecha límite de la oferta “preferencial” (16 de noviembre, 1987). Sin embargo, desde 1986, la meta de CORFO había sido privatizar varias empresas públicas por dos razones fundamentales: (i) por un lado, permitiría al Estado adquirir fondos para financiar su programa macroeconómico, y (ii) por otro lado, el Gobierno se había planteado la meta política de reducir la intervención estatal sólo en las áreas en las cuales el Sector Privado no era socialmente eficiente.

En este contexto, dado que no se tomaría la oferta de nuevas acciones al precio fijado, había que encontrar algún otro método de privatización. Entonces surgió la idea de reducir el patrimonio neto de la empresa.

Brevemente, la operación consistió en una compra por parte de CAP de acciones de propiedad de CORFO, a US\$ 0,25 por acción, el mismo precio de la oferta “preferencial” descrita anteriormente, aumentando así el monto de acciones en manos de los

accionistas privados —los accionistas existentes— a un 49 por ciento y reduciendo la participación de CORFO a un 51 por ciento. CORFO reunió US\$ 72 millones en esta operación, aprobada y anunciada en marzo de 1986, y ejecutada el 20 de junio de 1986⁷. Como consecuencia de esto, la propiedad del capital, a partir del 30 de junio de 1986, se distribuyó de la siguiente forma: CORFO poseía el 51 por ciento; los trabajadores, el 22 por ciento y, el público en general, el 27 por ciento restante.

Posteriormente, en octubre de 1986, se autorizó reducir la participación de CORFO en el capital de CAP a un 35 por ciento, esta vez, sin embargo, mediante el traspaso de las acciones en poder de CORFO. En noviembre, la meta se cambió al 20 por ciento. En diciembre del mismo año, se vendieron 4.500.235 acciones (3 por ciento del capital) a 1.842 trabajadores (27 por ciento de los trabajadores de CAP) a un precio de US\$ 0,408 por acción.

En enero de 1987, CORFO comenzó a vender acciones CAP en la Bolsa de Valores de Santiago. El precio por acción de la primera venta fue de US\$ 0,489. En junio de 1987, se decidió privatizar completamente la compañía, lo que significaba vender el 20 por ciento que permanecía en manos de CORFO, meta que se alcanzó en julio de ese año. Por lo tanto, la privatización de alrededor del 49 por ciento de CAP demoró tres años, mientras que la privatización del 51 por ciento restante, sólo demoró un año. El Cuadro VIII-2 resume los cambios en la composición de los accionistas.

Capitalismo laboral en CAP

En diciembre de 1988, los trabajadores de CAP eran dueños del 36 por ciento del capital de la compañía y estaban representados en el Directorio por tres directores de un total de siete. Como ya se ha indicado, la reprivatización de CAP había comenzado con la venta de acciones a los trabajadores y ejecutivos, que finalmente, como grupo, constituyeron la mayoría de los accionistas⁸.

⁷ Antes de la operación de recompra, el Sector Privado (trabajadores y público en general) era dueño del 11 por ciento de las acciones CAP.

⁸ Hasta la fecha, los accionistas trabajadores son dueños de acciones de CAP individualmente, en vez de formar, como en muchos otros casos tales como SOQUIMICH, IANSA, LAN, CHILMETRO, etc. una empresa inversionista que a su vez controla las acciones. En esos casos, los holdings se formaron para obtener crédito para la compra de acciones

Inicialmente, éste había sido un proceso lento, dado los bajos retornos de las acciones adquiridas entre 1960 y 1965 y su posterior pérdida de valor en 1970. Además, los sindicatos, se oponían fuertemente al esquema de privatización nacional del Gobierno Militar. No obstante, las ganancias personales que obtendrían de las inversiones indujeron a los trabajadores a suscribir acciones CAP, que, a su vez, atrajeron a un gran número de trabajadores de CAP hacia esta alternativa (Cuadro VIII-3).

CUADRO VIII-2: VENTA DE ACCIONES CAP

	1985	1986	1987	1988	1989 (Junio)
Nº. de accionistas	5.654	7.030	8.896	9.961	9.909
Porcentaje controlado por los 10 accionistas más importantes	92	62	33	46	47
Porcentaje de acciones en poder del sector privado	11	52	100	100	100

Fuente: CAP

CUADRO VIII-3: NUMERO DE ACCIONISTAS
TRABAJADORES DE CAP

Meses	1985	1986	1987	1988	1989
Febrero		2516	2845	4039	
Abril		2419	3238	4737	
Junio		2419	3238	4920	
Agosto	1462	2295	3459	4880	
Octubre	2121	2295	3055	4700	
Diciembre	2336	2395	3061	5121	4926

adicionales, así como para maximizar el valor de su posición negociadora en el Directorio. En el caso de CAP, la primera razón para formar un conglomerado financiero no tuvo valor, ya que CAP otorgó crédito a los trabajadores para comprar acciones.

Los trabajadores accionistas se han beneficiado enormemente desde 1986 con las ganancias de capital y los dividendos de las acciones CAP, que se encuentran entre los más altos de todas las empresas privatizadas (Cuadro VIII-4). También comenzaron a actuar como cualquier accionista promedio, siendo sensibles al comportamiento de los precios de las acciones⁹. De hecho, entre agosto y octubre de 1987, el número de accionistas trabajadores disminuyó en alrededor de 200, o sea, 6 por ciento de los accionistas trabajadores de junio de ese mismo año, estimulados, probablemente, por la caída significativa del precio en ese momento.

CONSECUENCIAS DE LA PRIVATIZACION DE CAP S.A. DE INVERSIONES

La evolución de los precios de las acciones CAP (Cuadro VIII-4) y el aumento de los retornos de capital desde 1986 (Cuadro VIII-1) parecen sugerir que la privatización ha tenido un impacto positivo en CAP. Sin embargo, antes de llegar a esta conclusión, es necesario analizar las razones de estos resultados y determinar si habrían sido similares si CAP hubiese permanecido como una empresa estatal.

Situación Macroeconómica

Después de la recuperación de la recesión de 1982-1983, el mercado de capitales de Chile se recuperó y presentó un auge. El precio de las acciones CAP subió rápidamente de acuerdo con la tendencia general de los precios de las acciones hasta mediados de 1987, en que tuvo lugar la reducción de capital (Cuadro VIII-4). Luego, por lo menos hasta entonces, y a pesar de los esfuerzos previos de privatización, el proceso no parece explicar en gran medida el comportamiento del precio de las acciones. Aparentemente, la situación macroeconómica sería responsable de la tendencia. Sin embargo, después de mediados de 1987, el precio de las acciones CAP aumentó rápidamente, en relación al Índice Ge-

⁹ Sin embargo, sólo aquéllos que habían financiado la compra de acciones con sus propios fondos podían disponer libremente de ellos; los otros —la mayoría— sólo podían hacerlo después de pre-pagar el crédito correspondiente.

CUADRO VIII-4: INDICES DE PRECIOS DE LAS ACCIONES (MARZO 1985=100)

Mes	1985			1986			1987			1988			1989		
	IGPA (a)	CAP (b)	b/a												
Enero				162,4	149,3	0,9	408,7	380,6	0,9	515,7	768,7	1,5	673,0	2026,1	3,0
Febrero				174,8	153,0	0,9	401,0	359,3	0,9	518,4	895,5	1,7	725,7	2238,8	3,1
Marzo	100,0	100,0	1,0	204,0	179,1	0,9	403,5	348,9	0,9	541,5	858,2	1,6	766,6	2238,8	2,9
Abril	114,2	110,1	1,0	213,2	178,4	0,8	388,7	324,6	0,8	495,6	742,5	1,5	808,8	2500,0	3,1
Mayo	117,6	108,2	0,9	222,5	238,8	1,1	373,7	306,0	0,8	472,4	772,4	1,6	860,7	2574,6	3,0
Junio	125,4	123,1	1,0	235,7	289,2	1,2	381,2	358,2	0,9	514,5	1037,3	2,0	823,0	2276,1	2,8
Julio	134,0	145,5	1,1	260,6	298,5	1,1	428,1	552,2	1,3	551,8	1082,1	2,0	796,4	2119,4	2,7
Agosto	130,0	164,2	1,3	264,0	261,2	1,0	489,3	653,0	1,3	569,0	1399,3	2,5	819,6	2014,9	2,5
Septiembre	130,7	162,3	1,2	271,8	328,4	1,2	562,6	783,6	1,4	588,6	1455,2	2,5	744,9	1981,3	2,7
Octubre	144,3	130,6	0,9	274,0	303,4	1,1	529,2	570,9	1,1	561,9	1343,3	2,4	857,3	2283,6	2,7
Noviembre	146,7	149,3	1,0	287,6	309,7	1,1	455,7	488,8	1,1	569,4	1492,5	2,6			
Diciembre	151,0	156,7	1,0	336,1	376,9	1,1	454,9	641,8	1,4	612,6	1634,3	2,7			

El índice IGPA corresponde a los promedios mensuales del Índice General de Precios de Acciones, y el índice CAP, a los precios a fin del mes.
Fuente: Mercado de Valores, Santiago.

206

neral de Precios de las Acciones —IGPA— alcanzando un índice de 3. Debe haber otras explicaciones fuera de las macroeconómicas para explicar un comportamiento tan extraordinario.

Cambio en las decisiones de financiamiento

Cuando se llevó a cabo el segundo intento por privatizar CAP, en 1985, se estableció un precio de US\$ 0,25 por acción. Este precio reflejaba el valor actual de CAP basado en una proyección de sus resultados, a una tasa de descuento del 16 por ciento. Los resultados desfavorables de este intento parecen indicar que estas proyecciones eran muy optimistas o que la tasa de descuento era muy baja. Por un lado, cuando en 1985, CAP intentó incentivar a sus acreedores a comprar acciones, la Corporación Internacional de Finanzas del Banco Mundial determinó que la tasa de rentabilidad mínima requerida de una inversión riesgosa como la de CAP era de 18 por ciento. Esto sugiere que la tasa de descuento era tal vez algo baja, pero no explica la diferencia entre los precios de oferta de las acciones y los del mercado. Por otro lado, la comparación de la información actual con el comportamiento proyectado indica que las proyecciones operacionales eran bastante precisas mientras que los gastos financieros eran notoriamente inferiores a los proyectados. ¿Porqué no se anticiparon, en general, estos menores gastos financieros?

Para responder esta interrogante es necesario tener en mente que en diciembre de 1985, la deuda a largo plazo de CAP era de US\$ 519,6 millones, mientras que poseía, al mismo tiempo, mucho dinero en efectivo. En 1983, la deuda de CAP había sido reprogramada, junto con la deuda del país, aprovechando el hecho que era una empresa estatal. Sin embargo, en el período 1984-1985, la reprogramación de la deuda nacional no fue necesaria para CAP, debido al flujo de caja general generado por la compañía, a pesar de que el Gobierno aún incluía su deuda en las reprogramaciones de la deuda nacional que se realizaron en ese momento¹⁰. En 1986, el Banco Central creó, en forma paralela a la recompra de las acciones CAP, mecanismos para permitir a las compañías reducir su deuda a través de conversiones de deuda por capital y, en particular, el denominado mecanismo del Capí-

¹⁰ El objetivo de estas reprogramaciones era mejorar la balanza de pagos.

tulo XVIII, que permitía a las compañías chilenas recomprar sus documentos de deuda con descuentos significativos en los mercados de capital internacionales. Haciendo uso de este mecanismo y de otros similares creados posteriormente, durante los dos años siguientes CAP redujo su deuda a US\$ 117,6 millones, obteniendo, en promedio, un descuento de 25 por ciento sobre su recompra de deuda externa.

No obstante al realizarse la recompra de la deuda, a principios de 1986, los mecanismos para esta operación recién estaban siendo implementados. Pese a que la intención inicial fue impedir su uso por parte de las empresas estatales, el gobierno cambió de opinión en el caso de algunas de ellas que estaban en proceso de privatización y que tenían deudas garantizadas por el gobierno. Una de ellas era CAP. En esos casos, el gobierno estaba interesado en otorgar el privilegio de recompra de deuda con el fin de reducir la garantía al máximo y lo más rápidamente posible. En la medida que estas operaciones en general, no fueron anticipadas, por los inversionistas durante 1986, deben haber producido ganancias de capital importantes para los accionistas de CAP, como sugiere la información.

Cambios en los objetivos de la compañía

De hecho, CAP diversificó sus actividades después de la privatización, adquiriendo una Administradora de Fondos de Pensiones en septiembre de 1986¹¹, formando una compañía de bienes raíces y construcción en 1987, y participando en el negocio de silvicultura desde 1988 (esencialmente una empresa de exportación).

Sin embargo, en oposición a la norma general aplicada a las empresas públicas obligadas a dedicarse exclusivamente a aquello para lo cual habían sido creadas, se permitió a CAP, que en ese momento aún era una empresa estatal, que se diversificara. En 1981, su objetivo social, "producir lingotes de hierro y láminas de acero a partir de minas nacionales" fue cambiado por "invertir capital en acciones, bonos, «debentures», planes de ahorro y capitalización, cuotas o derechos en fondos mutuos y cualquier tipo de instrumentos o valores no registrados, y administrar estas inversiones".

¹¹ El acuerdo de compra existía desde abril de 1986.

Una estrategia de diversificación puede ser rentable debido a que casi siempre existen diferenciales de retorno entre los sectores, como también existen deficiencias en el mercado interno de capitales. En la medida que estos diferenciales y deficiencias se puedan explotar, se pueden obtener utilidades. Esta estrategia, en la cual se basa la mayoría de los grandes holdings, es, por supuesto, especialmente rentable en países que, como Chile, tienen mercados de capital relativamente poco desarrollados.

De cualquier modo, la estrategia de diversificación de CAP aplicada el segundo semestre de 1987, fue rentable, ya que la mayor parte de las nuevas actividades emprendidas por el holding prosperaron durante el período 1986-1989. Por lo tanto, la diversificación aparentemente tuvo cierto impacto sobre los resultados corporativos y el precio de las acciones que se elevó rápidamente.

Cambio en las decisiones de inversión

Como se mencionó anteriormente, durante los años 1980 fue necesario realizar en Chile una selección de todos los nuevos proyectos de inversión pública antes de ponerlos en práctica; se analizó su conveniencia económica y sólo se llevaron a cabo los que tenían una tasa de rentabilidad por sobre el mínimo establecido por ODEPLAN, sujetos a la disponibilidad de los recursos de inversión. Como consecuencia de esto se produjo una asignación relativamente adecuada de los recursos, sin embargo, hubo ciertas rigideces y una presión política que pueden haber afectado las tasas de rentabilidad de CAP y de las demás empresas estatales, a pesar de las mejores intenciones de las autoridades pertinentes.

Además, el financiamiento de la inversión de las empresas públicas —como el de CAP— planteó dos problemas en los años '80: por un lado, el Gobierno limitó el endeudamiento de las empresas públicas y CORFO, el principal accionista de dichas compañías, casi nunca efectuó aportes de capital a sus subsidiarias. Por consiguiente, las empresas públicas tales como CAP, operaron bajo serias restricciones de financiamiento para los proyectos de inversión. Por otro lado, a pesar de que no se les prohibió emitir acciones preferenciales, dichas acciones no pudieron ser emitidas a un precio conveniente debido a la crisis que afectó al mercado de capitales nacional a principios de los años '80.

La privatización de CAP comenzó en el mismo momento en que finalizaba la crisis de principios de los años '80, cuando, ade-

más, se otorgaron facilidades de prepago de la deuda. El prepago de la deuda "abrió espacio" para el nuevo endeudamiento en un mercado de capitales que se expandía rápidamente, permitiendo a CAP embarcarse en una amplia política de diversificación. En este sentido, la mayor disponibilidad de fondos de inversión para CAP se debió no sólo a la privatización y a las recompras de deuda, sino que también se puede atribuir a la recuperación del mercado de capitales¹². Los fondos disponibles y la flexibilidad de la inversión permitieron que CAP, una vez privatizada, hiciera uso de nuevas áreas de inversión altamente rentables, además de aumentar significativamente sus niveles de inversión.

Cambio en la eficiencia

La privatización afectó la eficiencia operacional de CAP a través de las recién mencionadas inversiones en nuevas empresas, ya sea dentro del negocio del acero, donde producían un 20 por ciento de aumento en las ventas, o en sectores no relacionados, tales como la silvicultura, los bienes raíces y las finanzas. Sin embargo, el aumento espectacular de las utilidades operacionales como proporción del capital durante 1988 y 1989 (Cuadro VIII-1), también fue afectado por los aumentos de precios. La reducción de empleo, que probablemente aumentó en forma significativa la eficiencia técnica, se produjo especialmente a principios de la década del 80, básicamente como consecuencia del impacto, sobre CAP, de las políticas económicas del Gobierno Militar, que obligaron a las empresas estatales a ser más eficientes.

OPERACION DE REDUCCION DE CAPITAL

Como se ha mencionado, la principal crítica de la reprivatización de CAP se refiere a la reducción de capital realizada en 1986. En esta sección se analizará la operación con el fin de descubrir los problemas del proceso y, si los hay, estudiar sus causas y determinar quién se benefició y quién se perjudicó con ellos.

¹² Por supuesto, la privatización en sí también contribuyó a la recuperación y crecimiento del mercado de capitales, junto con la posibilidad otorgada a las AFP de invertir fondos de pensiones en acciones y bonos de compañías clasificadas previamente. Ver Capítulo VI.

Descripción de la operación

La ley prohíbe que las sociedades anónimas adquieran o posean sus propias acciones, con una excepción: cuando la adquisición se efectúa según el estatuto de reducción de capital (ley No. 18.046 Art. 27 No. 3).

El 20 de marzo de 1986, CORFO informó a CAP de su resolución de reducir el capital accionario de la compañía, permitiéndole comprar parte de sus acciones. CORFO vendería entonces sus acciones CAP a un precio de US\$ 0,25 cada una, de manera que su participación en el capital de CAP se reduciría a un 51 por ciento. El 21 de marzo se notificó esta decisión a la Superintendencia de Valores y Seguros y a la Bolsa de Valores.

Entre el 21 de marzo y el 30 de abril, el objetivo de reducir el patrimonio neto de CAP fue ampliamente publicitado de manera que un máximo de inversionistas participara en el proceso comprando paquetes accionarios de emisiones aprobadas previamente. Las ventas aumentaron, pero sólo se vendieron veinte millones de acciones adicionales (aproximadamente 6 por ciento de la nueva emisión). El 30 de abril, se acordó reducir el capital en US\$ 80 millones, mediante la compra por la misma compañía de 320 millones de acciones a un precio de US\$ 0,25 cada una. La opción se ofrecería a todos los accionistas. El 22 de mayo, CORFO hizo uso de su opción, vendiendo 266 millones de acciones. No hubo participación de ningún otro accionista (al 22 de mayo, el precio en la Bolsa de Valores fue de US\$ 0,32 por acción).

El 16 de junio, CORFO expresó su determinación de vender 22 millones de acciones adicionales a US\$ 0,25 cada una. Esta venta elevaría la participación de CORFO en CAP a un 51 por ciento.

Análisis de la operación

Esta operación ha sido criticada con respecto al procedimiento empleado y al precio de transacción de las acciones (Marcel, 1989).

Sin embargo, el procedimiento fue legal, según lo confirmó el Contralor de la República¹³, y se respetaron las formalidades

¹³ Ver informe presentado sobre este tema por el Ministro de Economía, Ominami, en el Congreso en enero de 1991. De acuerdo a los estatutos de CAP, si el precio de mercado de las acciones estuviera por debajo del precio nominal, la empresa estaba autorizada para recomprar sus propias acciones.

requeridas, tales como proporcionar información a la Superintendencia de Valores y Seguros y al Mercado de Valores. Además, la medida se publicitó para que los inversionistas privados pudieran comprar acciones, conscientes de que, cuando CORFO, hiciese uso de su opción, ellos mantendrían el 49 por ciento del capital de CAP, y, tal vez, esperando que en base a los objetivos conocidos del Gobierno, posteriormente se tomaran medidas adicionales para privatizar la compañía. Se podría argumentar que el período de dos meses, desde que CORFO decidió efectuar la operación y el momento de la transacción real de recompra, fue muy corto, o tal vez, que la operación no fue suficientemente publicitada. A pesar de que un período de tiempo mayor y una publicidad más amplia podrían haber proporcionado más antecedentes acerca de la operación, el tamaño reducido del mercado de capitales de Chile y el contacto prácticamente diario entre quienes operan en él, sugiere que todos los participantes pertinentes tuvieron la oportunidad de comprar acciones a tiempo si así lo deseaban.

Dada la información disponible en el momento de la operación de recompra, el precio al cual CORFO vendió sus acciones fue muy alto. Esta opinión se basa en las condiciones de mercado en el momento en que los accionistas de CAP tomaron la decisión de recomprar una parte de sus propias acciones. Estas acciones habían sido ofrecidas al público durante mucho tiempo a US\$ 0,25 justo hasta el momento en que decidió ejecutar la operación de recompra. La determinación se tomó precisamente porque, a ese precio, las acciones CAP se estaban vendiendo muy lentamente, tanto es así, que a ese ritmo, la reducción del capital de CORFO en CAP a un 51 por ciento habría demorado varios años, más de lo que el Gobierno estaba dispuesto a esperar. Por lo tanto, se podría argumentar que CORFO recibió un premio por la venta de un gran paquete de acciones CAP a US\$ 0,25.

Pero considerando que al momento de la transacción real el precio de las acciones en la Bolsa de Valores había subido a US\$ 0,38, es decir, más del 50 por ciento por encima del precio fijado para la operación de recompra, muchos afirman, *ex post*, que CORFO recibió por sus acciones un precio inferior al de mercado. Pese a que es injusto opinar sobre una decisión en base a su resultado, es interesante intentar explicar algunos de los factores que pueden haber influido en el comportamiento de los precios de las acciones CAP durante este período. En este caso, habría que destacar dos factores:

- (a) la transacción ocurrió durante un período de aumento general del precio de las acciones, que explica más de la mitad de los aumentos de precios de las acciones CAP durante el período analizado (Cuadro VIII-4). Como se indica en el Cuadro VIII-4 el aumento relativo del precio de las acciones CAP fue, en ese momento, de corto plazo, ya que la evolución paralela del Índice de Precios Generales de la Bolsa de Valores de Santiago y los precios de las acciones CAP se restablecieron muy pronto, y sólo variaron nuevamente a partir del segundo semestre de 1987.
- (b) como resultado de la operación de recompra en sí, se produjo un nivel anormalmente alto de demanda de acciones CAP durante el período marzo-mayo 1986, que explicaría el alza relativa del precio de las acciones CAP.

La demanda podría haber aumentado si los inversionistas hubieran esperado retornos significativamente más altos, ya sea en las operaciones existentes de las empresas estatales privatizadas o como resultado de inversiones en áreas nuevas. Gran parte del análisis empírico general del primer factor, presentado en diferentes capítulos de este libro, no respalda esta explicación. De hecho, dentro del contexto chileno, considerando la competencia y el "presupuesto rígido", las operaciones de las empresas estatales no fue significativamente menos eficiente que sus contrapartes del Sector Privado durante los años '80 (Capítulo VII). Esto se refleja probablemente, en dos grupos de fenómenos relacionados que también se analizan como parte de la investigación de este documento. Por un lado, los precios de las acciones no fueron afectados por los cambios (o el anuncio de cambios) en el porcentaje del capital de las empresas estatales en proceso de privatización, que poseía el Sector Privado. Por otro lado, el alza del índice de precios de las acciones de empresas estatales fue menor entre 1985 y fines de 1989, o en los años que transcurrieron entre ellos, que el índice general de precios de las acciones de la Bolsa de Valores de Santiago, período durante el cual estaban en proceso de privatización. Si el mercado hubiese estado anticipando un aumento de eficiencia, fruto de la privatización, los precios de las acciones lo habrían reflejado, y obviamente éste no fue el caso.

La demanda de acciones de CAP también podría haber subido, en relación a otras acciones, por causas independientes a las ganancias de eficiencia esperadas como consecuencia de la privatización. Por ejemplo, en ese momento, CAP era una empre-

sa relativamente líquida, incluso después de haber considerado la recompra de acciones, y, la perspectiva de invertir ese dinero en la compra de su propia deuda internacional a precios de mercado (alrededor del 60 por ciento del valor nominal), posibilidad que surgió muy luego, prometió tasas de rentabilidad muy altas.

Ex post, es evidente que la reducción de la deuda generó ganancias de capital significativas para los accionista de CAP¹⁴. Sin embargo, en el momento de la operación de recompra de acciones ni las empresas de propiedad del Estado ni las compañías del Sector Privado podían recomprar sus propios documentos de deuda. Es decir, suponiendo que este factor explicara la creciente demanda de acciones de CAP, los compradores de estas acciones deben haber especulado sobre dicho desarrollo, o tal vez, poseían información que no estaba a disposición del público en general ni de todos los inversionistas. En todo caso, durante marzo y abril de 1986, la venta de acciones de CAP se aceleró significativamente, y un número relativamente pequeño de inversionistas compró alrededor de 20 millones de acciones, prácticamente el 6 por ciento de la nueva emisión. No es sorprendente, dada la gran oferta de acciones a precio fijo en dólares, que el precio relativo de mercado de las acciones CAP haya experimentado una baja. Después de la Asamblea General, y una vez fijado definitivamente la cantidad de acciones a recomprar, y que CAP ya no ofrecía acciones nuevas a US\$ 0,25 y CORFO decidió tomar oficialmente su opción, los precios de las acciones de CAP se elevaron rápidamente hasta julio 1987, tanto en forma absoluta como también en relación al índice general de precios de la Bolsa de Valores de Santiago.

Antes de que CORFO decidiera oficialmente traspasar el control mayoritario de CAP al Sector Privado, durante el mes de agosto de 1986, el Banco Central autorizó nuevamente a CAP (en la cual CORFO ahora sólo tenía un interés minoritario) para que comprara su propia deuda internacional a precios de mercado, haciendo uso del Capítulo XVIII de los estatutos del Banco Central. Esta vez, la operación fue de US\$ 235 millones, y se llevó a cabo utilizando la cláusula 5.12 del Acuerdo de Reestructuración de la Deuda Chilena firmado recientemente¹⁵. Con un descuento

¹⁴ El Cuadro VIII-4 presenta esta importante ganancia de capital. En un mercado rápidamente creciente, las acciones de CAP se elevaron casi cuatro veces más rápido que los precios promedio del Índice General de Precios del Mercado Bursátil de Santiago entre 1986 y 1989.

de alrededor del 40 por ciento, estas recompras de deuda resultaron sumamente rentables y fueron autorizadas principalmente porque la deuda de CAP tenía garantía estatal, y el Gobierno deseaba reducir esa deuda tanto como fuera posible¹⁶. La decisión del Gobierno para permitir las recompras de 1988, pudo también estar influenciada por el hecho de que un número relativamente grande de compañías del Sector Privado estaba comprando su propia deuda en el exterior, en una operación informal que el Gobierno permitió como forma práctica para reducir el alto nivel de endeudamiento de las empresas chilenas. Desde este punto de vista, la recompra de la deuda de CAP fue equitativa, beneficiando al mismo tiempo al Estado.

La duda que surge es si durante marzo-abril de 1986 hubo información arbitraria a los inversionistas, en cuanto a la autorización del Banco Central para que CAP recomprara su propia deuda a precios de mercado muy rebajados, o fueron estas compras de acciones CAP operaciones básicamente especulativas, no relacionadas con cierta información "desde adentro". La respuesta a estas preguntas requiere de una investigación más allá del alcance de este libro. Durante ese período, las compras se concentraron en cuatro grupos: compañías y/o personas relacionadas a la Compañía de Seguros de Vida La Chilena Consoolidada (casi 8,9 millones de acciones y 44 por ciento del total); Inversiones Citicorp (más de 6,2 millones de acciones y alrededor del 31 por ciento del total); cinco corredores de bolsa (más de 2,6 millones de acciones y aproximadamente el 13 por ciento del total); y ocho inversionistas privados (más de 1,6 millones de acciones y alrededor del 8 por ciento del total). Estas personas no eran ejecutivos de CAP ni funcionarios públicos¹⁷, a

¹⁵ Otras empresas estatales autorizadas para recomprar su deuda externa en pesos, fueron ENDESA, (US\$ 210 millones), ENTEL (17 millones), ENAEX (13 millones) y ENAP (40 millones), todas ellas controladas mayoritariamente por el Estado en ese momento.

¹⁶ Durante 1987, la relación deuda/capital de CAP se redujo desde 0,9 a 0,7 y durante 1988 se redujo aún más, a 0,5. Como resultado de esto, con la contribución decisiva de las operaciones de recompra de deuda a precios de mercado, CAP logró, en aproximadamente dos años, reducir su relación deuda/capital desde 0,9 a 0,5.

¹⁷ Ver Apéndice VIII-2 de Hachette y Lüders (1991) para un listado completo de las compañías y personas mencionadas en este párrafo.

pesar de que, por supuesto, es imposible saber con certeza quién solicitó la compra de las acciones adquiridas por los corredores de bolsa. Es importante destacar que, de hecho, las transferencias al primero de los grupos mencionados, se hizo a cambio de las acciones de la AFP El Libertador S.A., y aquellas a CINTAC, se efectuó para cancelar una deuda.

En todo caso, después de julio de 1986, los precios de las acciones cayeron rápidamente con respecto al índice general de precios de la Bolsa de Valores de Santiago, restableciendo su relación "normal". Sólo durante 1988, alrededor de un año y medio después de la operación de recompra de las acciones y más o menos *pari-passu* con la segunda recompra por parte de CAP de la deuda externa, comenzó el alza espectacular del precio relativo de las acciones de CAP.

LA PRIVATIZACION DE ENDESA: OTRO CASO POLEMICO

Introducción

Una de las privatizaciones más interesantes, llevada a cabo a fines de los años '80 fue la de la Empresa Nacional de Electricidad S.A. (ENDESA), fundamentalmente porque es una de las empresas más grandes y el mayor productor de electricidad del país: en 1988, generó aproximadamente el 57 por ciento del total de electricidad producido en Chile. Además, desde su creación (diciembre 1943), esta compañía había sido estatal. Era aceptado que las compañías de electricidad estuvieran en manos del Estado, ya que se las consideraba como monopolios naturales. Hoy día, el cambio tecnológico permite, en parte, la competencia en ese negocio, y la reglamentación permite la propiedad privada, socialmente eficiente, dentro del contexto de un movimiento mundial a favor de la propiedad privada, incluso para los sectores considerados tradicionalmente de propiedad exclusiva del Estado. Chile no ha escapado a esta tendencia. En octubre de 1989, CHILMETRO, CHILGENER, CHILQUINTA, PILMAIQUEN y PULLINQUE, todas compañías relacionadas con la generación, transmisión o distribución de energía eléctrica, se privatizaron completamente y ENDESA pasó a pertenecer en un 90 por ciento al Sector Privado (ver Capítulo IV).

El objetivo de esta sección es analizar la privatización de ENDESA, incluyendo temas tales como el cambio en las reglas del juego con respecto al sector de energía eléctrica, la evolución de la política de la compañía —tanto antes como después de la privatización— la distribución actual del capital de ENDESA, y otros aspectos de interés.

EL PROCESO DE PRIVATIZACIÓN DE ENDESA

Para comenzar, será importante describir, al menos brevemente, las principales características del sector de energía eléctrica y de ENDESA específicamente.

Características del sector de energía eléctrica¹⁸

En el proceso de entrega de energía eléctrica a los usuarios se pueden distinguir tres etapas: generación de energía eléctrica, que absorbe alrededor del 51 por ciento de los costos totales del proceso; transmisión de energía eléctrica, que absorbe alrededor del 11 por ciento del costo; y distribución de energía eléctrica, que absorbe alrededor del 38 por ciento restante.

En Chile, las primeras dos etapas se producen juntas y no existen restricciones legales para la integración vertical de las tres etapas. Esto podría ser ventajoso desde el punto de vista administrativo y posiblemente favorece costos mínimos de generación¹⁹.

Al momento de emitirse este documento, hay once compañías dedicadas a la generación y transmisión de energía eléctrica, entre las cuales ENDESA, CHILGENER, COLBUN y PEHUENCHE son las más importantes²⁰; existen veintitrés compañías distribuidoras, incluyendo las actuales y ex subsidiarias de ENDESA y de CHILECTRA²¹; dos compañías, EDELAYSEN y EDELMAG, que cubren estas tres etapas; varios auto-productores y catorce cooperativas de electricidad.

¹⁸ En el Anexo VIII-I de Hachette y Lüdeis (1991) se pueden encontrar más detalles sobre este sector.

¹⁹ Obviamente, existe un límite económico a esta integración determinado por el tamaño de las compañías involucradas.

²⁰ ENDESA controla PEHUENCHE, mientras que COLBUN continúa como empresa estatal.

²¹ Una de éstas, CHILMETRO, es controlada por EMERSIS, que también es dueño del 11,3 por ciento de las acciones de ENDESA y tiene una influencia determinante en ese Directorio.

Características de ENDESA

ENDESA fue creada por el Gobierno en 1943, como subsidiaria de CORFO, para desarrollar la producción, transmisión y distribución de electricidad y, en particular, para cumplir con el Plan Nacional de Electrificación del país. El rol de ENDESA no cambió hasta 1980, en que se reformaron sus estatutos para establecer un nuevo objetivo: "explotar la producción, transmisión, distribución y oferta de energía eléctrica, para cuyo fin puede obtener, adquirir y disfrutar de las concesiones y beneficios respectivos". En 1985, los estatutos fueron reformados nuevamente, ampliando los objetivos de la compañía para incluir el desarrollo de actividades de consultoría en el campo de la ingeniería, relacionados con sus objetivos sociales, tanto en el país como en el extranjero. Posteriormente, en 1988, se modificó este último punto, agregando "ofrecer consultorías en el campo de la ingeniería y de la administración de compañías, en todas sus especialidades, tanto a nivel nacional como internacional". El objetivo de esta modificación de los estatutos era explotar las ventajas comparativas de la compañía en el campo de la ingeniería eléctrica, dada la alta calificación de su personal.

El país cambió significativamente a fines de los años '70 y '80 y lo mismo sucedió con ENDESA. Se transformó en una compañía administrada para la maximización de utilidades, sin aportes ni privilegios del Estado²².

La principal ventaja de ENDESA consiste en ofrecer energía eléctrica, por la cual la demanda ha aumentado constantemente a una tasa algo mayor que el PGB. No obstante, a pesar de que el riesgo de demanda es bajo, el riesgo de oferta es alto. En el caso de sequía, los costos de operación se elevarán substancialmente, pero no necesariamente así las tarifas. Obviamente, este efecto surge con mayor posibilidad a consecuencia de la legislación inadecuada de las tarifas para estos casos extremos. En todo caso, los resultados de la compañía son sumamente sensibles a la regulación de las tarifas.

Otra de las características de ENDESA radica en la alta in-

²² Si, embargo, aún se argumenta que los costos operacionales y de inversión de ENDESA se podrían reducir significativamente mediante una racionalización más efectiva que la llevada a cabo durante el período que se considera en este trabajo. Esta opinión ha sido confirmada por las tasas de retorno relativamente bajas sobre sus inversiones.

versión requerida para poner en marcha una planta de energía en relación al tamaño del mercado de capitales de Chile. Por eso la actual legislación permite a las generadoras de electricidad exigir Contribuciones Financieras Reembolsables de aquellos clientes interesados en obtener una mayor capacidad instalada. Alternativamente deben obtener préstamos en el extranjero, que pueden generar pérdidas contables en el caso de devaluaciones de la moneda local. La devaluación de 1982 se tradujo en un retorno negativo de capital de alrededor del 10 por ciento, mientras que ENDESA obtuvo utilidades operacionales. Nuevamente, en 1985, se incurrió en grandes pérdidas, como consecuencia de dos devaluaciones consecutivas y el término del dólar "preferencial"²³. Estas pérdidas fueron absorbidas mediante una reducción del capital accionario de la compañía²⁴. El Cuadro VIII-5 presenta indicadores relevantes del comportamiento de ENDESA.

Evolución del proceso de privatización

Primera etapa: "preparación para la privatización"

Durante los años '80, el sector chileno de electricidad experimentó los cambios más radicales de su historia. En un lapso de 15 años, de ser un conglomerado casi totalmente estatal formado por unas pocas compañías grandes, este sector se transformó en un sector prácticamente privado, con un gran número de compañías jurídicamente independientes, administradas según el criterio de eficiencia del sector privado, con el objetivo de maximizar las utilidades²⁵. A continuación se resume brevemente la transformación del sector desde 1974.

Las reformas del sector de electricidad de Chile comenzaron, como en el resto de la economía, en 1974, dentro del contexto de los cambios radicales de las orientaciones económicas y políticas generales analizadas en profundidad en los capítulos anteriores. En 1979, se estableció que las empresas estatales no recibirían

²³ Se creó un dólar "preferencial" para el pre-pago de la deuda externa existente a mayo de 1982.

²⁴ Como consecuencia de esto, el año financiero se cerró anticipadamente el 31 de julio.

²⁵ No obstante, se han realizado esfuerzos a través de la legislación correspondiente para asegurarse de que las tarifas de la electricidad reflejen los costos económico-sociales.

CUADRO VIII-5: EVOLUCION DEL COMPORTAMIENTO DE ENDESA, 1979-1989

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985 (*)	1986 (*)	1987	1988	1989
Inversión/Capital (porcentaje)	8,9	13,3	13,2	16,5	16,3	22,3	18,7		15,8	4,6	15,6
Endeudamiento/Inversión	0,3	0,6	0,4	0,9	0,5	0,9	0,9		0,3	2,1	1,6
Total Deuda/Capital	0,3	0,4	0,5	0,9	0,9	1,2	2,5		0,7	0,6	0,7
Deuda a Largo Plazo/Capital	0,3	0,3	0,3	0,8	0,8	1,0	2,3		0,6	0,5	0,6
Pasivo Corriente/Activo Corr.	0,9	1,3	1,9	1,1	1,0	1,2	0,5		0,4	0,4	0,4
Utilidades/Capital (porcentaje)	2,4	4,5	3,0	-10,4	6,4	2,4	-19,4		4,9	12,3	7,3
Utilidades Oper/Capital (porc.)	1,8	3,3	3,9	6,7	7,7	8,5	14,6		8,7	10,7	7,9
Impuestos pagados/Utilidades Brutas (porcentaje)	19,8	44,2	46,3	(**)	5,0	41,2	(**)		0,0	0,1	0,2
Dividendos/Utilidades (porc.)	n.d.	78,5	72,4	0,0	0,0	9,0	-13,5		92,5	18,0	25,2
Personal	4270	4018	2828	2728	2705	2813	2950	2905	2928	2925	2980
Aumento real de Tarifas Anuales	14,6	4,3	-2,8	19,2	n.d.	n.d.	-2,8	-7,7	11,7	19,1	11,7

Fuente: Anuario de ENDESA

(*) Cifras promedio para 1985 y 1986

(**) A pesar de que no hubo una pérdida neta, se pago el impuesto a la renta.

más beneficios especiales. A cambio, se les otorgó mayor flexibilidad en las operaciones actuales, pero no en las decisiones de inversión. Más aún, se estableció que no deberían ampliar su campo de acción, sino que se deberían concentrar en las actividades específicas para las cuales habían sido creadas. Por consiguiente, debían transferir al Sector Privado todas las actividades que no estaban relacionadas directamente con su principal línea de acción²⁶.

A fines de 1980, se estableció una fijación de precios a costo marginal en el sector de generación de electricidad, dejando de lado los criterios previos que habían fijado los precios para asegurar un 10% de retorno sobre el capital contable, también se liberaron los precios para el suministro de electricidad a los clientes industriales (usuarios que requerían de una capacidad instalada de más de 2000 Kw/hr).

Ese mismo año, comenzó el proceso de descentralización a través del cual las unidades de distribución de electricidad por parte de ENDESA se transformaron en compañías de responsabilidad limitada, de propiedad de CORFO y ENDESA. Posteriormente, se convirtieron en sociedades anónimas abiertas. Este proceso es en sí bastante interesante, y merece, por lo tanto, ser comentado.

El objetivo de esta división fue mejorar la eficiencia económica general a través de la creación de centros de costos independientes, administrados separadamente, que permitieran la identificación de las etapas o zonas geográficas que estaban generando pérdidas. Previamente, estas unidades tuvieron una administración central, con autonomía limitada y debido a su tamaño y dispersión geográfica, eran muy difíciles de controlar²⁷. Conviene mencionar que, una vez iniciado el proceso de privatización, algunas de estas compañías se fusionaron pues eran muy pequeñas para ser vendidas independientemente (para

²⁶ Es importante establecer claramente que, desde el comienzo del gobierno militar, la idea era establecer que el Estado transfiriera al Sector Privado los activos disponibles y las actividades que podrían haber estado mejor administradas en manos privadas. Lo que parece haber cambiado en el tiempo es el criterio para juzgar qué actividades deberían de haber sido administradas por el Estado.

²⁷ Este proceso de división administrativa tuvo lugar en diversas empresas públicas, incluyendo a ENDESA, y fue controlado directamente por el Estado.

una mejor comprensión de la evolución de las subsidiarias de ENDESA, ver Cuadro VIII-6).

En 1982, ENDESA se registró como sociedad anónima abierta, controlada por la Superintendencia de Valores y Seguros, y el precio de sus acciones se determinó en el mercado de valores local. Esta transformación otorgó una ventaja importante a la compañía, ya que, de acuerdo a las políticas gubernamentales, las empresas estatales sólo podían adquirir pagarés de Tesorería o bonos del Banco Central con autorización previa del Ministro de Hacienda, mientras que las sociedades anónimas podían participar libremente en el mercado de capitales. Ese mismo año, se decidió que, como política gubernamental, ENDESA debería dar prioridad a nuevas fuentes de financiamiento, tales como la emisión de bonos y acciones preferenciales. También se estableció que: (i) las operaciones de la compañía y de sus subsidiarias deberían estar reguladas por el mercado; (ii) las nuevas plantas de electricidad se deberían constituir como subsidiarias o compañías mixtas, con una porción mayoritaria en manos del Sector Privado; (iii) y, se deberían vender las subsidiarias de generación de energía eléctrica PULLINQUE y PILMAIQUEN²⁸.

El Decreto Ley de 1982 estableció un sistema de Contribuciones Financieras Reembolsables, que consistía en traspasar las acciones de la compañía a agentes privados a cambio del financiamiento de inversiones específicas, básicamente, de la capacidad requerida para ventas de energía eléctrica a clientes nuevos. Esta medida, como las mencionadas anteriormente, implicó un proceso gradual de privatización, es decir, se privatizó el flujo del capital nuevo en vez de las acciones en sí²⁹.

En 1986, CORFO separó a Colbún-Machicura de ENDESA. Además, se capitalizaron alrededor de US\$500 millones de la deuda de ENDESA con el objeto de prepararla para una privatización posterior, operación criticada severamente y que se analizará en detalle más adelante. Ese mismo año, se fusionaron varias empresas de ENDESA (Cuadro VIII-6) y fueron vendidas al Sector Privado, a los trabajadores de ENDESA y a otras subsidiarias de la compañía.

²⁸ Pilmaiquén fue vendida en 1986 y Pullinquén en 1987.

²⁹ Este proceso ha sido poco importante como medida de las privatizaciones, a pesar de ser una forma de permitir que las plantas de generación de energía eléctrica obtengan el capital requerido para la expansión de sus operaciones.

CUADRO VIII-6: ENDESA: EVOLUCION DE LAS SUBSIDIARIAS

COMPAÑIA	(porcentaje)									
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
EMEC	99,7	99,7	99,7	99,7	99,7	99,7	(4)			
EMELIG	99,7	99,7	99,7	99,7	99,7	99,7	(4)			
EMEL	99,5	99,5	99,5	99,5	99,5	99,5	(5)			
EMELAT	(1)	99,7	99,7	99,7	99,7	99,7	93,8		(8)	
EMECO	(1)	99,6	99,6	99,6	99,6	99,6	(5)			
EMELMA	(1)	99,5	99,5	99,5	99,5	99,5	(5)			
EDELNOR	(1)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	98,3	97,4	91,0	(11)
EDELMAG	(1)	99,9	99,9	99,9	99,9	99,9	96,8	7,9	(10)	
EDELAYSEN	(1)	99,9	99,9	99,9	99,9	99,9	99,8	8,0	(10)	10,4
PULLINQUE			100,0	100,0	100,0	100,0	100,0		(9)	0,0
PILMAIQUEN			99,7	99,7	99,7	99,7	(6)			0,0
COLBUN			97,1	100 (3)			(7)			0,0
IPSEN LTDA.			90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	0,1
INESA								97,0	97,0	0,01
PEHUENCHE								29,5	30,0	27,1
EMELARI										91,0
ELECSA										91,0
ELECDA										91,0

Fuente: ENDESA

- (1) Aún no eran subsidiarias.
- (2) Las nueve subsidiarias se transformaron en una Sociedad Anónima.
- (3) COLBUN-MACHICURA es disuelta por ley.
- (4) EMELIG y EMEC se fusionaron; la última compró el 100% de las acciones de la primera. Posteriormente, EMEC se vendió a "Ingeniería y Maquinarias Ltda."
- (5) EMECO, EMELMA y EMEL se fusionaron; esta última compró el 100% de las acciones de las dos primeras. Posteriormente,

- EMEL fue vendida a los trabajadores de ENDESA y a sus subsidiarias, EMEC y COLBUN (al 47 por ciento de su valor contable).
- (6) PILMAIQUEN se vendió a "Inversiones IMSA".
- (7) COLBUN-MACHICURA se separa.
- (8) EMELAT se vende a la compañía formada por EMEL, los trabajadores de ENDESA y sus subsidiarias, y COLBUN.
- (9) PULLINQUE se vende a GOLAN S.A.
- (10) Compañías vendidas a CORFO a valor contable.
- (11) EDELNOR se vende a CORFO.

El 31 de diciembre de 1987, ENDESA había traspasado sus subsidiarias EMEC, EMEL, EMELIG, EMECO, EMELMA FRONTEL, PILMAIQJEN, PULLINQUE y SAESA y había vendido a CORFO sus subsidiarias EDELAYSSEN y EDELMAG. Todas estas operaciones implicaron la privatización de parte de lo que había sido ENDESA anteriormente. Todas estas operaciones se realizaron en base a licitaciones, salvo EMEC, que fue vendida a los trabajadores.

Segunda etapa: "Venta de ENDESA S.A."

Desde un comienzo la privatización de ENDESA fue criticada fuertemente por el personal de la compañía. Se argumentó que la energía eléctrica era un bien "indispensable" y que, en su distribución, se debían considerar criterios de redistribución, lo que probablemente el sector privado no consideraría. El error de esta perspectiva era que confundía la propiedad con quién establecía los aranceles y cómo lo hacía.

El 27 de julio de 1987, se ofrecieron acciones preferenciales a los trabajadores de ENDESA y a sus subsidiarias, a un precio de \$13 por acción, poniendo como fecha límite el 17 de diciembre del mismo año. Dada la oposición mencionada anteriormente, la iniciación del proceso de privatización con la venta de acciones a un precio "bajo" y mediante crédito, era políticamente una decisión sólida, ya que el capitalismo laboral era el método de privatización menos criticado y los trabajadores podían ganar al comprar dichas acciones.

Como resultado de esta oferta (en 1987), el 93 por ciento de los trabajadores compró el 6,1 por ciento de la compañía. Estas compras se financiaron mediante el pago anticipado de la indemnización por años de servicio, 3,2 por ciento del capital a 3.564 trabajadores; créditos CORFO, 1,9 por ciento del capital a 1.530 trabajadores; y fondos propios, 0,9 por ciento del capital a 623 trabajadores.

Después de estas ventas a los trabajadores, el proceso de privatización continuó; sus resultados se resumen en los Cuadros VIII-7 y VIII-8. El Cuadro VIII-7 presenta la secuencia de traspasos de las principales empresas del sector de energía eléctrica, de los cuales ENDESA es la compañía principal. Como se indica, en 1989 prácticamente se había completado la privatización del sector de energía eléctrica chileno.

CUADRO VIII-7: PRIVATIZACION DEL SECTOR DE ENERGIA ELECTRICA

Compañía	Dic. 1986	Dic. 1987	Dic. 1988	Oct. 1989
	(porcentaje traspasado)			
CHILMETRO	63	100	100	100
CHILGENER	35	100	100	100
CHILQUINTA	63	100	100	100
ENDESA	0	9	54	93 (dic.)
PILMAIQUEN	100	100	100	100
PULLINQUE	0	100	100	100
COLBUN	0	0	0	0
PEHUENCHE	0	0	0	32

CORFO perdió prácticamente todo el control sobre ENDESA (Cuadro VIII-8) a través de la creación de subsidiarias, todas las cuales, salvo una, fueron enajenadas, y a través de ventas adicionales de las acciones CORFO, ampliando la base de accionistas de ENDESA de manera que la gran mayoría de sus trabajadores pasaran a ser accionistas, mientras que los Fondos de Pensiones, forma indirecta de capitalismo popular, controlaban hasta el 21,9 por ciento del capital de la empresa a fines de 1989.

CUADRO VIII-8: ENDESA: EVOLUCION DE LA DISTRIBUCION DE CAPITAL

	1986	1987	1988	1989
Número de accionistas	306	23.000	80.000	63.629
% controlado por los diez accionistas principales	100	96	68	39
Participación de CORFO en el capital de ENDESA	99	90,7	46,2	7,1

Fuente: ENDESA

En septiembre de 1987, CORFO firmó un acuerdo de "distribución de acciones", permitiendo la venta de acciones a las AFP³⁰. Por ejemplo, el 28 y 29 de septiembre, se vendieron 476.470 acciones a las AFP (0,006 por ciento del capital) a \$16 por acción.

A partir de octubre de 1987, las acciones se ofrecieron masivamente en el país a un precio de \$15 por acción, y se fijó como fecha límite para la compra el 15 de noviembre. Las AFP adquirieron en ese momento el 3,7 por ciento del capital de ENDESA. Aproximadamente el 8,5 por ciento de la propiedad de la compañía fue enajenada y se crearon 15.000 capitalistas populares. El 16 de noviembre, se reiniciaron las ventas al público, atrayendo a 2.740 nuevos accionistas del capitalismo popular que adquirieron el 0,96 por ciento de la compañía.

En febrero de 1988, las AFP adquirieron un 10,6 por ciento adicional de ENDESA en la Bolsa de Valores de Santiago, a un precio de \$15,7 por acción. Con esta venta, CORFO cumplió con los términos del Acuerdo de Distribución de las Acciones, que le había obligado a vender el 30 por ciento de su capital. Entre marzo de 1988 y enero de 1989, CORFO vendió el 53,9 por ciento del capital de ENDESA a los empleados públicos y miembros de las Fuerzas Armadas a \$16,5 por acción, dentro del marco de las leyes 18.681 y 18.747 que autorizan el uso de adelantos del pago de indemnización por años de servicio³¹.

La historia, finalmente exitosa, de la privatización de ENDESA, tan criticada en un comienzo, se puede haber basado en al menos dos factores. En primer lugar, la secuencia apropiada, que tal vez fue de enorme importancia para asegurar la privatización completa, y la irreversibilidad del proceso. En segundo lugar, el iniciar la venta de acciones entre los trabajadores de las empresas tuvo la ventaja doble de respaldar el esfuerzo de privatización del gobierno y de estimular simultáneamente al resto del Sector Privado a invertir debido a que se reducía el riesgo percibido de una reversión del proceso de privatización.

³⁰ Según la legislación, las AFP no podían comprar acciones de una compañía que tuviera más del 50% de su capital concentrado en un accionista y que no tuviera por lo menos el 10% en manos de los accionistas minoritarios. Sin embargo, las AFP podían vender acciones a las AFP incluso si no cumplían con dichos requerimientos, siempre que se comprometieran a cumplir con ellos dentro de un período de tiempo determinado.

³¹ Finalmente, el 10 por ciento de dichas ventas no se completó por una serie de razones.

CONSECUENCIAS DE LA PRIVATIZACION

En el caso de ENDESA, los objetivos principales perseguidos por la privatización fueron aumentar la eficiencia, distribuir la propiedad y reunir fondos para el Estado. En esta sección, se analiza el grado en el cual éstos y otros objetivos se han cumplido, junto a cualquiera otra consecuencia no deseada de la privatización.

Cambios en la eficiencia

Como ya se afirmó, después de 1974 las empresas públicas se vieron forzadas a mejorar la eficiencia. El retorno de operaciones de ENDESA (ingreso operacional/capital) aumentó desde el 2 por ciento en 1979 a un 9 por ciento en 1987 (Cuadro VIII-5). En 1988, el primer año con mayoría del Sector Privado, los retornos de operación se elevaron a un 11%. No obstante, este aumento básicamente no correspondía a la privatización. Para lograr un relativo aumento real de la eficiencia después de la privatización los ejecutivos de ENDESA habrían tenido que procurar reducciones de costos, dadas las tarifas establecidas por ley más allá de las que trataba de obtener habitualmente su personal. Sin embargo, no se produjo un ahorro significativo de costos hasta después del cambio de Directorio en 1990, que permitió que la representación de ENERSIS jugara un papel significativo en la administración de la compañía. Hasta entonces, los cambios en cuanto a personal y administración habían sido insignificantes desde la privatización. Los retornos totales también habían aumentado considerablemente en 1988 (desde un 5 por ciento a un 12 por ciento), pero la reducción de la deuda contribuye significativamente a explicar estos resultados.

ENDESA no diversificó sus actividades después de la privatización, al menos hasta el cambio de su Directorio durante 1990, con la única excepción de la creación de servicios de consultoría en ingeniería, que podría haber ofrecido igualmente mientras era de propiedad del Estado³². Como es sabido, otras compañías privatizadas aumentaron considerablemente sus re-

³² En los Programas Ministeriales de 1984, se afirma expresamente que ENDESA podía proveer servicios de ingeniería dentro del país y en el exterior. Se debería observar que los Programas Ministeriales no necesariamente eran legalmente aplicables.

tornos sobre el capital invirtiendo en otras áreas, estrategia que no podían seguir mientras estaban en el Sector Público³³.

Durante el período de análisis, el eficiente financiamiento de ENDESA se vió afectado en forma negativa, ya que tenía que mantener una relación relativamente alta de activo corriente/pasivo corriente, con el fin de ser clasificada como una compañía cuyas acciones podían ser compradas por las AFPs. Esta relación, normal para la mayoría de las empresas comerciales e industriales, está determinada en gran parte por el nivel del inventario mantenido. Sin embargo, es muy difícil para una compañía de electricidad mantener esta relación, ya que la energía eléctrica no se puede almacenar como inventario (Cuadro VIII-5).

Cambio en las decisiones de inversión

La libertad para decidir sobre el uso de los fondos, una de las consecuencias de la privatización, ha creado un conflicto entre la eficiencia económica y social, como se ilustra en los siguientes ejemplos. Las tarifas de electricidad se establecen en base al nivel del Lago Laja: mientras más alto el nivel del lago, más bajos los costos marginales de electricidad, y, por lo tanto, más bajos los aranceles de ella. Recientemente se ha demostrado que este lago tiene filtraciones, y la inversión necesaria para detener dicha filtración puede ser rentable desde un punto de vista social. Sin embargo, ENDESA no desea invertir en su impermeabilización pues podría aumentar el nivel del lago, y, por lo tanto, disminuir las tarifas de la electricidad, tornando a dicho proyecto aparentemente en no rentable desde el punto de vista del Sector Privado. Además, en 1988 la tasa de inversión se redujo significativamente (Cuadro VIII-5), debido a que se postergó una gran inversión planificada para PEHUENCHE, posiblemente por la incertidumbre política. Estas reacciones, es decir, no invertir en la reparación de la filtración del lago y postergar la construcción de PEHUENCHE, fueron coherentes con el comportamiento de las empresas estatales y del Sector Privado bajo las normas existentes en Chile en ese momento, que inducían a las empresas estatales a operar como si fuesen privadas.

³³ Como ya se afirmó, el Gobierno no permitía que las empresas estatales participaran en negocios no relacionados con su principal línea de negocios u objetivo social.

Cambios en la concentración de la propiedad:

Debido a la estrategia seguida por CORFO en el caso de ENDESA, la privatización contribuyó, en efecto, a distribuir la propiedad del capital accionario de la compañía³⁴. La venta de acciones de capital de ENDESA a los trabajadores y a otros inversionistas privados estimuló la distribución del capital. La decisión de estimular el capitalismo institucional fue muy importante en esta tarea. Este método establecía que las únicas acciones que se podían vender a las AFP eran las de las compañías cuyo capital no era de propiedad individual y en paquetes mayores que el 20 por ciento del total de las acciones.

Actualmente, el accionista más importante de ENDESA es ENERSIS³⁵, conglomerado financiero que controla CHILMETRO, la principal compañía de distribución de energía eléctrica en Chile. Esta situación implica un grado importante de integración vertical, entre las dos mayores compañías del sector, que eventualmente podría afectar la reglamentación como consecuencia de las presiones ejercidas por este poderoso grupo de intereses. Sin embargo, también puede tener aspectos positivos ya que las operaciones de ambas instituciones son principalmente complementarias, y los mejoramientos en la racionalización pueden justificar esta movida. De hecho, hasta el cambio de su Directorio en 1990, prevalecía en ENDESA el espíritu de "empresa de servicio público". La conocida agresividad de ENERSIS debería ser capaz, eventualmente, de inducir algunos cambios de mentalidad que, por supuesto, no pueden ser motivados sólo por el grado de privatización. En la medida que se ha descrito en este documento, las presiones sobre la administración para mejorar la racionalización deberían ser positivas para la economía. Otras presiones, para inclinar la reglamentación a favor de la empresa, no son convenientes, y sugieren la necesidad de una legislación antimonopolio eficaz.

³⁴ Es necesario resaltar que el mero hecho de la privatización no está directamente relacionado con la distribución de la propiedad; obviamente, el modo de privatización elegido es un factor clave.

³⁵ Al 31 de diciembre de 1989, ENERSIS era dueña oficialmente del 11,3 por ciento de las acciones de ENDESA, pero este porcentaje ha aumentado desde entonces. Los Fondos de Pensiones, como grupo, son los accionistas más importantes, pero cada Fondo individual controla menos del 5 por ciento.

Cambio en las políticas laborales

Los cambios de personal más significativos se produjeron durante el período 1973-1981, como consecuencia de las nuevas normas aplicadas a las empresas públicas y a la creación de subsidiarias de ENDESA. Desde fines de 1989 no se han producido cambios importantes, lo que constituye otra ilustración de lo que concluimos en el Capítulo VI, que no existe una relación necesaria entre privatización —como se define en este documento— y desempleo.

OPERACION DE NOVACION DE LA DEUDA DE ENDESA

La privatización de ENDESA ha sido criticada fuertemente, no sólo porque es una empresa estatal tradicional que produce un servicio público básico, sino también por la operación tendiente a reducir la deuda entre CORFO y ENDESA, efectuada en diciembre de 1986 para preparar a la compañía para la privatización.

Marcel (1989), describe esa medida en los siguientes términos: "Menos conocida aunque no menos importante, es la operación que, en la práctica, hizo posible la privatización de ENDESA. Esta operación consistió en la novación de las deudas de ENDESA en moneda extranjera, a favor de CORFO, a cambio de un paquete de acciones emitidas recientemente. Esta operación habría implicado una transferencia sustancial de capital desde CORFO a ENDESA, a través de la sobrevaluación del precio de sus acciones. Con esto, y con la repentina caída de la relación deuda/capital de ENDESA, sus acciones obviamente fueron más atractivas para los posibles compradores del Sector Privado". Es obvio que el bajo endeudamiento hizo más atractivas las acciones de ENDESA, pero no está claro si CORFO salía perjudicado con esta operación.

La restructuración de ENDESA tenía dos objetivos principales: (i) separar el complejo hidroeléctrico Colbún-Machicura de ENDESA, procedimiento probablemente diseñado para preparar la próxima privatización de ambas empresas; y (ii) restructurar ambas compañías de manera que tuviesen estructuras económicas y financieras sólidas³⁶.

³⁶ ENDESA había asumido con los acreedores un compromiso de mantener una determinada relación deuda/capital, más baja que la del balance de 1985.

La razón deuda/capital a largo plazo de ENDESA se había elevado desde 1,02 en 1984 a 2,18 en 1985. Este aumento de más del 100 por ciento fue consecuencia de las nuevas deudas contraídas en 1985 y del efecto tanto de la devaluación de la moneda local, como del término del dólar preferencial. Los últimos dos factores implicaron una gran caída en el patrimonio neto de la compañía. El efecto de una devaluación sobre la deuda denominada externa es obvio. Dada la proporción relativamente alta de dicha deuda en la economía, después de la devaluación de 1982, el Gobierno ofreció divisas a un tipo de cambio preferencial (menor que el oficial) para el pago de la deuda externa. Sin embargo, como las deudas tenían que contabilizarse al tipo de cambio oficial (en vez de la tasa preferencial a la cual se estaban pagando dichas deudas), el Gobierno permitió a las empresas contrarrestar la pérdida contable implícita en dicho procedimiento, estableciendo una cuenta de activo, equivalente al monto de la deuda valorizado a la diferencia entre el tipo de cambio oficial y preferencial. Cuando repentinamente, durante 1985, el Gobierno discontinuó la tasa preferencial, ENDESA y, por supuesto, todas las demás empresas chilenas afectadas, se vieron obligadas a eliminar esa cuenta de activo, reduciendo su patrimonio neto de acuerdo a ello. El efecto sobre ENDESA fue devastador.

Más aún, la separación de COLBUN perjudicó la estructura financiera de ENDESA. El activo de COLBUN-MACHICURA se transfirió a valor contable, y su pasivo se distribuyó de tal modo que la relación deuda de largo plazo/capital de COLBUN no excediera el 1,5 (Cuadro VIII-9). Es decir, la deuda fue transferida menos que proporcionalmente de ENDESA a COLBUN.

Entonces se llevó a cabo la operación de capitalización tan fuertemente criticada, para mejorar la condición financiera de ENDESA. Consistió en emitir acciones por US\$ 500 millones, que fueron compradas por CORFO. Para pagar la emisión, CORFO adquirió la deuda de ENDESA por una suma equivalente. Como consecuencia de esto, la relación deuda de largo plazo/capital cayó a 0,77. Las críticas se relacionan al hecho de que, a pesar de que la reducción de la deuda llegó a US\$ 500 millones, el valor de mercado de las acciones compradas por CORFO era menor en ese momento y, por lo tanto, CORFO presentaba una pérdida de capital. De hecho, las acciones suscritas por CORFO para efectuar la operación mencionada, se valorizaron a \$28,92, que evidentemente estaba sobre cualquier precio pagado realmente, antes o después de la emisión (Cuadro VIII-10).

**CUADRO VIII-9: OPERACION DE SEPARACION DE COLBUN Y
APORTE DE CAPITAL A ENDESA**

	(Millones de dólares)				
	ENDESA 1984	ENDESA 1985	COLBUN 1986	ENDESA 1986 (post separación)	ENDESA 1986 (post capital)
ACTIVO					
Activo Circulante	157	230	28	202	202
Activo Fijo	2.302	2.113	649	1.464	1.464
Otros Activos	496	174	1	173	173
				0	0
Total Activos	2.955	2.517	678	1.839	1.839
				0	0
PASIVO Y CAPITAL					
Pasivo Circulante	201	125	12	113	110
Pasivo de Largo Plazo	1.393	1.639	391	1.248	754
Capital	1.361	753	275	478	975
				0	0
Total Pasivos y Capital	12.955	2.517	678	1.839	1.839

Fuente: ENDESA

¿Quién se benefició y quién perdió en esta operación? A primera vista parecería que perdió CORFO, mientras que en el caso de los accionistas de ENDESA habría ocurrido lo contrario. Sin embargo, es importante analizar la situación inicial y final de los accionistas en ambas instituciones. En el momento de la operación, ENDESA pertenecía a CORFO prácticamente en un 100 por ciento, la que, a su vez, era de propiedad del Gobierno de Chile. Por lo tanto, si CORFO hubiese perdido, el Estado habría perdido, y si ENDESA se hubiese beneficiado, el Estado también se habría beneficiado. En este sentido, la operación sería neutral desde el punto de vista del capital y sólo habría consistido en una transferencia entre "compañías" pertenecientes al mismo dueño.

CUADRO VIII-10: PRECIO DE LAS ACCIONES DE ENDESA EN LA BOLSA DE VALORES*

	1985	1986	1987	1988	1989
Enero		11,8	28,0	15,5	16,2
Febrero		11,8	29,3	15,9	19,0
Marzo		11,8	25,0	15,9	20,3
Abril		11,8	23,0	14,9	21,2
Mayo		6,4	20,0	13,1	22,6
Junio		9,6	19,3	14,1	18,6
Julio		20,0	14,5	13,8	19,1
Agosto		20,0	18,3	14,1	18,0
Septiembre	11,8	18,0	15,7	13,6	20,2
Octubre	11,8	9,5	14,5	13,9	20,1
Noviembre	11,8	16,0	14,5	14,5	18,8
Diciembre	11,8	19,0	15,2	13,9	21,0

* Precios de cierre para cada mes, ajustados según los dividendos y las nuevas emisiones de acciones.

No obstante, el análisis debe ir más lejos, ya que ENDESA fue privatizada posteriormente. Por lo tanto, es necesario analizar el impacto de esta operación sobre la posterior privatización. Bajo el supuesto de que el mercado de capitales chileno es razonablemente eficaz, el impacto sobre el capital del Estado nuevamente habría sido nulo. Si la operación de la capitalización de la deuda no se hubiese llevado a cabo, y ENDESA se hubiese privatizado de todos modos, los ingresos de la venta de las acciones de ENDESA habrían sido menores, ya que la compañía habría estado más endeudada y con un mayor riesgo financiero tanto así que la reducción del ingreso habría sido, en el caso más favorable, exactamente igual, o lo más probable, mayor a la incurrida por CORFO como resultado de la operación.

Además, la operación de reducción de la deuda habría sufrido pérdidas significativas, como por ejemplo, entre otras cosas, la ventaja de reducir la probabilidad de una reversión de la privatización, que podría haber sucedido fácilmente dado el alto endeudamiento de ENDESA. La experiencia de las privatizaciones con compra "a plazo" durante la década de los 70 es suficientemente elocuente.

Lecciones de la privatización en Chile

La evidencia recopilada durante la investigación efectuada para este trabajo, gran parte de la cual ha sido presentada en los Capítulos II al VIII, se resume a continuación en forma de respuestas a interrogantes acerca de las condiciones y efectos de la privatización. La mayoría de estas preguntas son de naturaleza técnica, y las respuestas se basan esencialmente en pruebas estadísticas y econométricas. En su totalidad, las respuestas sintetizan las principales lecciones derivadas del proceso de privatización chileno.

¿ES POSIBLE LA PRIVATIZACIÓN EXITOSA EN UN PAÍS MENOS DESARROLLADO?

La experiencia chilena definitivamente proporciona una respuesta positiva a esa pregunta, al menos en lo que se refiere a los países de ingreso per cápita de nivel medio. Entre 1974 y 1989, es decir, durante el Gobierno Militar, se privatizaron más de 550 de las empresas estatales más grandes. Además, se traspasó al Sector Privado más del 50 por ciento de la tierra cultivable, la administración del sistema de Seguro Social, un alto porcentaje de los sistemas de educación y salud y varias otras actividades

significativas. Al término de ese período, una economía, otrora, mixta altamente centralizada, se había transformado en una moderna economía de mercado, y un nuevo Gobierno de oposición, desde el punto de vista político, había declarado repetidamente que el Sector Privado era el motor de crecimiento de la economía chilena; aunque en una escala diferente y con otros medios, incluso continuó el proceso.

Mercados Imperfectos.

Aunque el funcionamiento de los mercados es obviamente más imperfecto en los países en desarrollo, que en los países desarrollados, la experiencia chilena confirma que estos mercados, entre otros aspectos, pueden operar tan bien como para generar precios de traspaso justos (Capítulo V) y, más importante aún, inducen al funcionamiento relativamente eficiente de las empresas privatizadas (Capítulo VII). Sin embargo, este último factor depende principalmente de la estructura económica y política dentro de la cual operan. Los mercados internos libres, la competencia —que se facilita en gran medida al abrir la economía al mercado internacional— y la reglamentación eficaz de los monopolios naturales, parecen haber sido suficientes para generar un Sector Privado socialmente productivo en Chile (Capítulo II).

Los Recursos Necesarios

Siempre existen recursos necesarios para la privatización, incluso en los países menos desarrollados. La experiencia de Chile al respecto no puede ser más elocuente. Para empezar, la privatización no es más que el traspaso de los recursos existentes del Sector Público al Sector Privado y, como tal, no requiere de recursos adicionales, desde el punto de vista nacional.

Regalo de acciones

Las empresas estatales pueden ser privatizadas regalando acciones a los particulares, lo que, por supuesto, implica una redistribución de los recursos entre los sectores. El regalo se puede llevar a cabo de varias maneras, y en Chile tomó la forma de

“capitalismo popular” (Capítulo IV), en virtud de lo cual los contribuyentes del tramo alto y mediano adquirirían gratuitamente, para todos los fines prácticos, acciones de algunos de los grandes bancos comerciales, de las Administradoras de Fondos de Pensiones y de algunas de las compañías generadoras y distribuidoras de electricidad. En la medida en que las empresas estatales generan un flujo de fondos negativo debido a operaciones ineficientes, que es a menudo y desafortunadamente el caso de los países menos desarrollados, la privatización no sólo no requiere de recursos adicionales, sino que los ahorra. Si las empresas estatales se administran en forma relativamente eficiente y se regalan las acciones, la privatización podría costarle el flujo de ingreso neto al Sector Público, forzándolo a reducir el gasto, a aumentar los impuestos o a vender acciones de empresas estatales. En un país pobre, una venta a extranjeros podría permitir que el Sector Público mantuviera sus programas de gasto, sin afectar las inversiones del Sector Privado.

Traspaso a extranjeros

Durante la década de los '80, Chile invitó a los extranjeros a participar en el proceso de privatización. Al comienzo de ese proceso, Chile era el país con la deuda externa per cápita más alta de América Latina, gran parte de la cual correspondía a un Sector Privado excesivamente endeudado. Parte de la solución al problema de endeudamiento se encontró en la conversión de deuda por capital, que hizo posible la privatización después de que el Estado había asumido gran parte de la deuda del Sector Privado. Esto pudo haber puesto en manos extranjeras el control absoluto de un gran número de empresas, lo que, a su vez, podría haber generado una reacción política negativa. Sin embargo, gracias a la prudencia, éste no fue el caso, sino más bien se crearon compañías cuyo control es compartido tanto por empresarios locales como extranjeros, y de otras en que la intención de los accionistas extranjeros (por lo general compañías pertenecientes a bancos comerciales extranjeros con fuertes compromisos con Chile) es la enajenación gradual de sus intereses. El marco competitivo, o el conjunto de normas requeridas, también ha contribuido a que la propiedad extranjera de las empresas sea más aceptada, eliminando el temor de la explotación por parte de las corporaciones multinacionales, que existió en el pasado.

El peligro de las privatizaciones con compra "a plazo"

En la mayoría de los países pobres con escasez de activos líquidos, existe la tendencia a privatizar otorgando crédito a los compradores de acciones de las empresas estatales. La experiencia chilena en este sentido fue desastrosa. Durante la década del '70, es decir, durante la Primera Ronda de privatizaciones, el Gobierno traspasó, a través de un proceso de licitación, la participación mayoritaria de una alta proporción de sus empresas estatales mediante crédito, por lo general con un pequeño pago al contado y hasta doce cuotas. En la mayoría de los casos, estos créditos eran garantizados únicamente por las acciones de las empresas estatales que estaban siendo enajenadas. Esto llevó al surgimiento de negocios con un alto nivel de deuda y dominados por conglomerados financieros, sujetos a riesgo moral, que a menudo se arriesgaron en forma excesiva con el fin de pagar sus deudas. A comienzos de la década de los '80, y como consecuencia de la crisis económica, estas empresas y conglomerados cayeron en la insolvencia, produciendo una crisis financiera y agravando a su vez la crisis económica general. Como resultado de esta crisis, el Gobierno intervino numerosas instituciones financieras y, a través de ellas, reasumió el control de muchas de las empresas estatales previamente privatizadas. Por consiguiente, se revirtió en gran medida la Primera Ronda de privatizaciones la que resultó ser un fracaso en varios aspectos (Capítulos II y IV). Otorgando crédito, se había permitido al Gobierno recibir precios más altos por las acciones de las empresas estatales que los que habría obtenido de otro modo, pero con el costo de correr un alto riesgo de reversión de todo el proceso. Durante la Segunda Ronda, y habiendo aprendido la lección, el Gobierno vendió paquetes accionarios controladores de las empresas estatales, al contado, a personas o instituciones muy solventes, para eliminar así el riesgo moral implícito de las privatizaciones mediante compras "a plazo". Sin embargo, al mismo tiempo, vendió intereses minoritarios, ampliamente distribuidos, a crédito. Ejemplos de este tipo de operación fueron las privatizaciones de las Administradoras de Fondos de Pensiones, Provida y Santa María, donde Bankers Trust y Aetna Insurance Co., respectivamente, retuvieron el paquete controlador, vendiendo el excedente a través del "capitalismo popular", y de ENDESA, donde las acciones se vendieron a crédito a todos los empleados del Sector Público, incluyendo las

Fuerzas Armadas (Capítulo IV). Este tipo de venta a crédito a accionistas minoritarios, garantizada solamente por las acciones transadas, se tradujo en una tasa normal de incumplimiento del pago de las cuotas, pero no afectó a las empresas privatizadas, ni a la economía. Sin embargo, podría haber tenido un efecto positivo en el ahorro (Capítulo VI), ya que muchos de estos pequeños inversionistas probablemente invirtieron por primera vez en activos financieros y, por lo tanto, posiblemente los sustituyeron por consumo.

¿Privatizar todo?

La mayoría de los expertos en el tema del desarrollo estaría de acuerdo que, dentro del contexto de una economía de mercado, en los países menos desarrollados, es conveniente privatizar empresas de naturaleza comercial (industria, agricultura, minería, etc.), con la posible excepción de aquellas que son "estratégicas" (por ejemplo, las que proveen un alto porcentaje de exportación). La experiencia chilena sugiere que el rango de empresas y actividades que pueden ser privatizadas con éxito es mucho más amplio. En Chile se privatizó la mayoría de las empresas del servicio público (transporte público, generación y distribución de energía eléctrica, teléfono y otros servicios de comunicaciones, algunos puertos y la mayoría de los servicios de puerto, distribución de gas y algunas operaciones productoras de gas, ciertos servicios de distribución de agua, recolectoras de basura, etc.), así como también una proporción importante de los servicios sociales (educación, salud, pensiones, vivienda, etc.) (Capítulo IV). En el caso de algunas empresas de servicios públicos (monopolios naturales) y servicios sociales, la experiencia chilena sugiere que la regulación y control adecuados, junto a las políticas económicas correctas, son esenciales para lograr los resultados deseados. Esto se cumple hasta el punto que la experiencia chilena se puede generalizar concluyendo que la ejecución de prácticamente cualquier actividad, de naturaleza comercial o social, puede ser privatizada convenientemente, siempre y cuando se utilice la reglamentación apropiada. Esta última debe generar el ambiente competitivo necesario entre las agencias ejecutantes para asegurar la eficiencia y definir los precios correctos, con el fin de producir el efecto de asignación deseado.

¿EXISTEN CIERTAS CONDICIONES NECESARIAS PARA EL EXITO DE UNA PRIVATIZACION?

La experiencia de Chile sugiere varias condiciones que se deben cumplir, además de aquellas implícitas en los comentarios anteriores, para la aplicación exitosa de la política de privatización. Estas son, principalmente, de naturaleza política e institucional. La privatización es, después de todo, un proceso político con consecuencias económicas, entre otras.

Liderazgo

Las políticas más exitosas de privatización han sido guiadas por una persona o un grupo pequeño de personas determinados a ejecutar tales políticas a cualquier precio, como en el caso de Margaret Thatcher en Gran Bretaña. Chile no es la excepción. En este caso, el mismo Presidente Pinochet respaldó ampliamente el plan, probablemente por razones políticas (Capítulo III). Tanto así, que después de las reversiones de 1983, no sólo estuvo dispuesto a reprivatizar las empresas que habían caído nuevamente bajo el control del Gobierno (el "área rara"), sino que a ampliar decididamente el proceso, privatizando las empresas de servicio público y otras empresas estatales tradicionales, que no se incluyeron en la Primera Ronda. Dentro de la esfera económica, el liderazgo era igualmente fuerte, provisto por el jefe del equipo económico, y respaldado incondicionalmente por los "Chicago Boys".

Respaldo Político Inicial

Aún bajo un régimen autoritario, el deseo de sus líderes de privatizar, no importa cuán fuerte éste sea, probablemente no es suficiente como para lograr un proceso tan amplio y profundo como el que prevaleció en Chile. El respaldo del público es esencial, al menos en cuanto a líderes de opinión y grupos de interés. De hecho, la privatización en Chile fue inicialmente respaldada por la opinión pública, la que, después del golpe militar de 1973, favorecía claramente la devolución al Sector Privado de cientos de empresas nacionalizadas o intervenidas durante el Gobierno de Allende (Capítulo III). Sin este apoyo, el proceso seguramente nunca habría tenido éxito. Sin embargo, ese respaldo existió, no tanto por razones ideológicas, sino por una reacción fundamental

a las condiciones que habían llevado a la crisis socio-política y económica a comienzos de la década del '70 y que amenazó la libertad individual y generó el caos económico.

Obtención de Respaldo Adicional

Sin embargo, el fuerte liderazgo y el respaldo inicial no son suficientes para explicar la magnitud y buen funcionamiento del proceso de privatización en Chile, que, después de todo, se extendió por un período de más de 17 años. Durante ese tiempo el Gobierno tomó algunas medidas de privatización que no contaron siempre con el respaldo del público, pero que, haciendo un balance, resultaron ser lo suficientemente positivas como para lograr la gran mayoría de los objetivos de la privatización.

Transparencia y secuencia

En el aspecto negativo, sobresalen la poca transparencia de la mayoría de las privatizaciones y, un ritmo equivocado, especialmente durante la Primera Ronda. Aunque la falta de transparencia tal vez no afectó en forma significativa el precio y la distribución de las acciones de la gran mayoría de las privatizaciones, ya que los inversionistas pertinentes estaban adecuadamente informados, fue motivo de crítica. El ritmo de la Primera Ronda tuvo una secuencia errónea, ya que la mayoría de las enajenaciones se realizaron antes de que las "reglas del juego" se definieran claramente y en el marco de una economía todavía bastante inestable, ello, probablemente contribuyó, en forma significativa a la reversión del proceso a comienzos de la década de los '80', y a los "bajos" precios obtenidos². Estos precios "bajos" y su efecto sobre la riqueza e ingreso del Sector Público generaron gran parte de la controversia acerca de la política de privatización del Régimen Militar.

¹ Las ofertas de varios Sectores Privados, probablemente, exceden a las que se hubieran efectuado de haberse tenido conocimiento de la reforma de los aranceles de 1978 y de los niveles de la tasa de interés real de la segunda mitad de 1970.

² A pesar de lo mencionado en la nota anterior, el nivel de interés era tan alto en la época de la Primera Ronda de privatización, que en la mayoría de los casos los valores contables excedían, por un amplio margen a los valores de mercado.

Marco institucional y de políticas

El apoyo continuo a la política de privatización del Gobierno fue una función de la eficacia de las empresas privatizadas. Durante las décadas de los '50 y '60, junto con el cierre de la economía al mercado internacional y la introducción de otras medidas de protección, la imagen pública de la empresa privada se había deteriorado rápidamente, ya que la mayoría de los chilenos vieron a esas empresas como explotadoras de clientes y trabajadores, que no satisfacían las necesidades sociales. Sin embargo, a principios de los años '70, la imagen pública de las empresas estatales también se deterioró, tal vez aún más que su contraparte privada, ya que se percibieron como muy ineficaces y utilizadas por el Gobierno para favorecer a sus aliados políticos. Esto permitió la implantación drástica de una política de privatización a mediados de los años '70, la cual se tenía que traducir en empresas eficientes, que atendieran bien al público en general, pues de lo contrario, podían generar una reacción negativa. Dentro de una economía de mercado, las empresas privadas eficientes y socialmente útiles van mano a mano con un marco competitivo y/o la restricción apropiada de monopolios (naturales o no); por lo tanto, las autoridades económicas dieron gran prioridad a la satisfacción de estas condiciones y lo lograron (Capítulo II), reforzando las posibilidades de completar el programa de privatización, y disminuyendo la probabilidad de una reversión de la política.

En la práctica, la política del Gobierno de disminuir los gastos del Sector Público tanto como fuese posible, que permitió la reducción del pago del impuesto a la renta durante la década de los '80, así como, la disminución de la tasa de interés real, contribuyó a un aumento general de los precios de las acciones en la Bolsa de Valores. Las ganancias de capital que obtuvieron los accionistas privados en las empresas estatales que estaban siendo privatizadas, indujeron a otros a unirse al proceso.

Otras medidas para obtener respaldo

Durante la Segunda Ronda, el Gobierno utilizó diferentes métodos de privatización para lograr los objetivos de distribución de la propiedad, aumentando al mismo tiempo el respaldo para seguir privatizando. Para este fin, hizo uso del capitalismo "popular" y "laboral". Como norma, empezaría a privatizar las

empresas estatales tradicionales, ofreciendo las acciones a los trabajadores (incluyendo a los ejecutivos) de la empresa que se enajenaría, a un precio levemente menor que el del mercado (Capítulo IV y V), que se pagaría con un adelanto de la indemnización por años de servicio, de tal manera que los trabajadores que aceptaran la oferta no perderían, sino que ganarían. Cada vez que se hacía esta oferta, la mayoría de los trabajadores la aceptaba, y de ahí en adelante se convertían en fieles adeptos de la privatización. El "capitalismo popular", le permitió al Gobierno ganar apoyo para su política de privatización entre los miles de profesionales de la clase media, de los cuales la mayor parte hacía por primera vez una inversión significativa en activos financieros y no representaban un "grupo de interés", en el sentido tradicional del término, pero eran importantes formadores de opinión.

Inversionistas Institucionales

El proceso de privatización chileno, especialmente durante la Segunda Ronda, estuvo acompañado de un desarrollo espectacular del Mercado de Capitales (Capítulo VI). Este proceso no fue sólo alimentado por las privatizaciones, sino que también respaldado por ellas. Durante la Segunda Ronda, y con bastante frecuencia, el Gobierno traspasaba primero, paquetes relativamente grandes a los trabajadores, a los Fondos de Pensiones (formalmente a través de la Bolsa de Valores de Santiago) y/u otros inversionistas importantes, con el fin de entregar el control empresarial al Sector Privado. Después, remataba paquetes pequeños en la Bolsa de Valores hasta que las empresas se privatizaban en un 100 por ciento. Este procedimiento requirió de un buen funcionamiento del Mercado de Capitales, contribuyendo a la vez a su crecimiento. El análisis empírico del Capítulo V, sobre los precios de venta de diez empresas estatales tradicionales sugiere que, a través del tiempo, el Gobierno fue capaz de vender sus acciones en términos más favorables que nunca, hecho que se puede relacionar con el crecimiento del Mercado de Capitales en sí.

Sin embargo, el crecimiento de ese mercado también se relaciona con la privatización y transformación del sistema de pensiones en Chile (Capítulo IV). El nuevo sistema de capitalización, adoptado a fines de la última década, implica la administración de grandes fondos (en total, alrededor del 25 por ciento

del PGB a comienzos de 1991, que continúan creciendo rápidamente), parte de los cuales se ha invertido en acciones. Estos fondos adquirieron alrededor del 25 por ciento de las acciones de empresas estatales tradicionales, en las cuales se les permitió invertir, y las que, actualmente, se transan activamente. La lección es que la estructura institucional creada en Chile generó grandes fondos financieros, que contribuyeron decisivamente al desarrollo del Mercado de Capitales y, al hacerlo, hicieron posible la enajenación de paquetes significativos de acciones, de algunas de las empresas chilenas más grandes, a través de la Bolsa de Valores.

¿CUANTO TIEMPO DEMORA UN PROCESO DE PRIVATIZACION MASIVA?

Como se mencionó, el proceso de privatización en Chile demoró 17 años, y todavía hay empresas y actividades que podrían privatizarse, algunas importantes, como CODELCO. La primera enajenación que se completó fue la de Sigdo Koppers, empresa de Ingeniería perteneciente a CAP, que se vendió a sus ejecutivos, mientras que la última privatización fue la de ENDESA, gran compañía generadora de electricidad, cuyas acciones están repartidas entre su fuerza laboral, otros empleados del Sector Público e inversionistas privados. Frecuentemente los países con un sector empresarial significativo también siguen políticas económicas de intervención y protección, de modo que para que la privatización sea un éxito, debe ir mano a mano con reformas institucionales radicales, lo que generalmente toma tiempo. El corolario parece ser que la privatización requiere de tiempo, aunque tal vez no tanto como en el caso de Chile.

En la teoría y la práctica, la preparación de las empresas estatales para su privatización es por lo general una tarea difícil que requiere de mucho tiempo. En Chile, esto se logró para todos los fines prácticos gracias a las políticas generales diseñadas para hacer más eficiente todo el sistema económico. El Gobierno obligó a la mayoría de las empresas estatales, siempre a mediados de la década de los '70 (Capítulo VIII), a operar como empresas privadas con un "presupuesto rígido". Para esto, las empresas estatales estaban obligadas a tomar la forma legal de sociedades anónimas (si es que ya no lo habían hecho), y presentar información financiera en forma regular a los organismos supervisores. También debían autofinanciarse, y, durante la década de los '80,

distribuir el 100 por ciento de sus utilidades como dividendos. Al mismo tiempo, el Gobierno no les permitía diversificar sus líneas de operación y, especialmente, durante la década del '70, sólo aprobó nuevas inversiones en casos excepcionales. Debido a que todo el sistema se planteaba en forma competitiva, estas políticas forzaron virtualmente el funcionamiento eficiente de las empresas estatales chilenas (Capítulo VII). Para este efecto, el Gobierno contribuyó con políticas no-discriminatorias (fijación de precios), incluso en el caso de empresas públicas y con prácticas de administración sin interferencia.

¿AFECTA LA PRIVATIZACION AL EMPLEO?

El análisis empírico del caso chileno descrito en el Capítulo VI, sugiere que el cambio de propiedad asociado a la privatización, no afecta los niveles de empleo *per se*, pero sí lo hace la búsqueda de mayor eficiencia, a través de la privatización. Se llega a esta conclusión porque en Chile, tanto las empresas estatales como las empresas privadas estaban sometidas, después del golpe militar, prácticamente a las mismas reglas del juego. Como consecuencia, las empresas estatales disminuyeron sus niveles de empleo tal vez más rápidamente que las empresas privatizadas, para establecer niveles de productividad normales después de los años anormales de Allende. Más aún, las empresas privatizadas aumentaron el empleo significativamente más rápido que las empresas estatales, una vez comenzado el auge económico de fines de la década del '70, fenómeno que puede ser fácilmente explicado por las restricciones del Gobierno sobre la diversificación y expansión de las empresas estatales. Es decir, la experiencia chilena sugiere que las reducciones de empleo de las empresas estatales con exceso de trabajadores se asocian a ganancias de eficiencia, sin importar cómo se logran las reducciones. La privatización, siendo tal vez el medio más efectivo para obtener un aumento en la eficiencia a mediano y a largo plazo, es sólo uno de los métodos de racionalización del empleo. Aunque la privatización tendiera a reducir los niveles de empleo a sus niveles óptimos por unidad de producción, en vez de mantener niveles de exceso de empleo comunes en las empresas estatales, esto no implica que dicha política aumentará el desempleo total de la economía. Tanto la teoría como la experiencia chilena, durante la Segunda Ronda, sugieren lo contrario (Capítulo II),

siempre y cuando el marco de la política económica del país sea el adecuado.

Más aún, la privatización puede conseguir para los trabajadores un grado importante de participación en la propiedad del capital y el control de las empresas estatales privatizadas (Capítulo IV). A través del "capitalismo laboral", y el "capitalismo popular" en el caso de ENDESA, un número relativamente grande de trabajadores ha pasado a ser accionista de empresas estatales privatizadas. En algunos de estos casos, los trabajadores se han entusiasmado tanto con estas inversiones que, incluso, han estado dispuestos a endeudarse con el fin de comprar paquetes de acciones, aparte de aquéllos a los que tenían derecho por el sistema de privatización en sí. Además, a través de los Fondos de Pensiones, los trabajadores llegaron a participar indirectamente en la propiedad y control de algunas de las grandes empresas estatales tradicionales privatizadas³. Es así como, el Directorio de varias de ellas está controlado en su mayoría por representantes de los trabajadores, mientras que en otras, los trabajadores tienen una representación significativa. Casi sin excepción, estos representantes de los trabajadores son profesionales altamente calificados, empeñados en maximizar los intereses financieros de las empresas que controlan. La lección aquí es que los trabajadores parecen haber aprendido a aceptar fácilmente su doble papel: como trabajadores y como capitalistas⁴. Por supuesto, han jugado un papel importante las significativas ganancias de capital obtenidas desde la privatización y las altas tasas de retorno de sus inversiones iniciales, las que se han producido *pari passu* con la recuperación económica de la segunda mitad de la década

³ El control ejercido en estos casos es interesante, ya que es, de hecho, limitado, para asegurar que las AFPs inviertan los fondos en empresas administradas eficientemente. Si las Administradoras de Fondos de Pensiones lo hacen de otra manera, esos fondos tenderán a alcanzar tasas de rentabilidad más bajas (por riesgos similares) y los accionistas se cambiarán a otros Fondos, que inviertan en empresas administradas con mayor eficiencia. En la práctica, el sistema no responde tan bien como se sugiere aquí, pero los incentivos que estimulan los movimientos en esa dirección y los ajustes al sistema, que ocurren constantemente, lo llevarían finalmente a la situación ideal descrita en este documento.

⁴ Cabría esperar que los trabajadores capitalistas se resistan fuertemente a políticas de precios subsidiados o creadoras de empleo y, ya que ellos están representados en una gran proporción de las principales empresas públicas chilenas, es poco probable que tales políticas sean propuestas..

de los '80. Queda por ver cómo reaccionarán estos trabajadores-capitalistas una vez que cambien las condiciones macroeconómicas.

¿COMO AFECTA LA PRIVATIZACIÓN A LA RIQUEZA Y LOS INGRESOS FISCALES?

Aunque ambos efectos están necesariamente relacionados, las lecciones aprendidas con respecto a cada uno de estos factores se analizarán por separado.

Efectos en la Riqueza Fiscal

La privatización tendrá un impacto positivo en la riqueza nacional sólo si las empresas estatales privatizadas operan con mayor eficiencia en el Sector Privado, por eficiencia X y/o desde el punto de vista de la asignación. Inicialmente, el efecto de la privatización, sobre la riqueza fiscal pudo ser positivo por una ganancia de eficiencia X , y negativo, por una privatización que se realiza a precios de mercado más bajos, porque los gobiernos deciden regalar acciones, o subvencionar el traspaso de ellas, o porque ésta no es lo suficientemente transparente o es claramente fraudulenta. El resultado final dependerá principalmente, por supuesto, del uso de los fondos obtenidos de la privatización. Si estos fondos financian gasto corriente, la privatización se asociará casi por definición a una pérdida de riqueza⁵ fiscal. Si los fondos se reinvierten totalmente, el resultado final coincidirá con el primer efecto mencionado anteriormente y puede, en principio, variar desde una pérdida significativa de riqueza hasta una ganancia equivalente a la ganancia nacional que resulta del aumento de la eficiencia X .

En Chile, ha llamado la atención el tema de las ganancias o pérdidas fiscales como consecuencia de la privatización. Tal parece ser el caso en la mayoría de los países que han aplicado este proceso a sus empresas y, por ello, el Capítulo V está dedicado exclusivamente a este punto. Las estimaciones del impacto a corto plazo (antes del gasto del ingreso de la privatización) sobre la riqueza fiscal se hicieron en base a una muestra de diez

⁵ Las excepciones son los casos en los cuales las empresas estatales tenían un valor negativo.

grandes empresas estatales tradicionales que se enajenaron durante la Segunda Ronda de privatizaciones⁶. Además, se estimó el impacto total de largo plazo, para cada Ronda de Privatizaciones, en base a las políticas efectivas de gasto fiscal real.

La primera lección importante que se debe aprender es que, incluso en un país con escasez de capital circulante, las acciones pueden ser vendidas a valores de mercado justos, siempre y cuando en la economía exista confianza en el Sector Privado, se creen y desarrollen las instituciones precisas (en este caso el nuevo sistema de Fondos de Pensiones), y las inversiones extranjeras sean bienvenidas. El análisis financiero del Capítulo V sugiere que, como grupo, las diez empresas estatales de la muestra fueron probablemente enajenadas a precios de mercado justos⁷, excepto aquellas acciones vendidas a los trabajadores y "capitalistas populares", que se enajenaron con un subsidio intencional para distribuir la propiedad y obtener apoyo durante el proceso. Quienes se quejan de que éste no fue el caso, tienden a comparar los precios de las acciones enajenadas (fijas y pagadas años atrás cuando las condiciones macroeconómicas no eran tan buenas como hoy), ya sea con valores contables o precios recientes de mercado, los que son irrelevantes con respecto a los precios de mercado del pasado.

El caso chileno también demuestra que el efecto final sobre la riqueza depende principalmente de la política de gasto del Gobierno. Durante la Primera Ronda, el Gobierno maximizó el ingreso de la privatización de las empresas estatales, debido a que no existían regalos ni subsidios, y el crédito sólo se otorgaba a los compradores en condiciones favorables para que las acciones fuesen muy atractivas. Sin embargo, se puede inferir, como se hizo en el Capítulo V, que la pérdida de la riqueza del Sector Público, incluso antes de que asumiera parte de la deuda del Sector Privado durante la crisis de los '80, era casi equivalente al valor de las empresas estatales enajenadas, debido a que el

⁶ Estas estimaciones suponen que, en el momento de la privatización, durante la segunda mitad de la década del '80, no había una diferencia significativa en eficiencia X entre las Empresas Privadas y Estatales. Este supuesto se basa en el trabajo económico que se presenta en el Capítulo VII.

⁷ Los precios de las acciones pagados en relación a los precios de mercado estimados, varían significativamente de una compañía a otra de la muestra.

Gobierno utilizó el ingreso de la privatización para aumentar el gasto social (salud, educación, vivienda para el Sector Privado, etc.) Durante la Segunda Ronda, la política de gasto del Gobierno cambió, y también lo hizo el impacto de las privatizaciones sobre la riqueza del Sector Público. Se puede inferir, en este caso, que el ingreso de la privatización, en cierta medida disminuído por el regalo y los subsidios implícitos en algunos de los métodos de privatización utilizados, se reinvirtieron en gran medida en obras públicas. Como resultado, la pérdida de riqueza del Sector Público se redujo a los regalos y subsidios mencionados anteriormente.

Privatización e ingreso fiscal

La privatización afecta al ingreso fiscal de varias maneras. En primer lugar, el proceso altera el ritmo del ingreso, haciéndose más evidente en operaciones en efectivo, en las cuales, suponiendo mercados de capitales que funcionan relativamente bien, los gobiernos anticipan los flujos de fondos futuros que podrían haber recibido de las empresas estatales. Además, el ingreso tiende a aumentar si se espera que las empresas estatales privatizadas sean administradas en forma más eficiente por el Sector Privado, suponiendo que estas empresas se venden a precios justos de mercado. Sin embargo, el ingreso tiende a disminuir si los ingresos de las ventas son consumidos por el Sector Público o invertidos en proyectos que no producen ingreso.

En el caso de Chile, analizando el tema en una perspectiva de corto plazo, las privatizaciones aumentaron los ingresos de caja del Gobierno. En el período de privatización, especialmente durante la Segunda Ronda, las empresas estatales fueron administradas en forma relativamente eficiente y el Gobierno las obligó a distribuir el 100 por ciento de sus utilidades, mientras que su aporte a las nuevas inversiones fue relativamente limitado. Es decir, además de los impuestos, las empresas estatales generaron ingresos netos al Gobierno. En la Primera Ronda, el ingreso de la venta fue consumido por el gasto social y, durante la Segunda Ronda, fue invertido, en parte, en obras públicas que no generaban ingresos. Como consecuencia, una vez que las empresas estatales fueron privatizadas, y el Gobierno hubo gastado los ingresos de la venta, éste sólo continuó recibiendo un poco más que el ingreso proveniente del impuesto de las empre-

sas privatizadas. En una perspectiva histórica, es posible afirmar que desde la década de los '40 y hasta el momento de las privatizaciones el gobierno chileno ha estado realizando continuamente inversiones netas en sus empresas tomadas como grupo y excluyendo la Gran Minería del Cobre. En este sentido, el caso de Chile no es diferente al de la mayoría de los demás países en desarrollo, aunque sus empresas estatales siempre fueron administradas relativamente bien y los precios de sus productos no fueron excesivamente subsidiados, especialmente aquellos de los servicios públicos. Esto es, la privatización ha relevado al Sector Público de la obligación de tener que contribuir con recursos (netos) a su Sector Empresarial. Ello ha hecho posible, una vez concluida la privatización, incrementar el nivel de Gasto Público discrecional por encima de lo que hubiera alcanzado sin privatización.

Otras Actividades del Sector Público

El traspaso al Sector Privado de las Administradoras de Fondos de Pensiones, y parcialmente de las áreas de la vivienda pública y de la administración de la salud al Sector Privado, han contribuido al uso más eficiente de los recursos dedicados a estos servicios sociales por el Sector Público. Este aumento en eficiencia, a veces se refleja en más servicios por la misma cantidad de recursos (vivienda, por ejemplo); en otros casos ha significado un mejor servicio (salud y pensiones), pero en general, ha generado incentivos para una mejor asignación de los recursos, reduciendo la presión de los aumentos ilimitados de gasto estatal en esas áreas.

¿SUGIEREN LAS PRIVATIZACIONES CHILENAS FORMAS PARA EVITAR LA REVERSION DE LAS POLITICAS?

La respuesta es afirmativa. Como se mencionó, Chile sufrió la reversión de un número relativamente grande de las más importantes enajenaciones llevadas a cabo durante las privatizaciones con compra "a plazo" en la década de los '70. La lección es obvia; las privatizaciones con compra "a plazo", junto a los precios de las acciones determinados como resultado de un proceso de licitación, permiten obtener precios relativamente altos por las acciones, pero tienden a inducir un riesgo moral. Los comprado-

res con una frágil y escasa base de capital, corren grandes riesgos para pagar las cuotas del crédito. Si esto sucede como consecuencia de períodos recesivos de la economía, el número de empresas privatizadas que quebrarán, será grande, con los consiguientes problemas sociales, haciendo quizás necesaria una intervención estatal. En Chile, esto sucedió durante la recesión de comienzos de los '80, cuando el Gobierno asumió indirectamente la administración de un número relativamente grande de empresas previamente privatizadas, dando lugar al "área rara". Sin embargo, las condiciones económicas y políticas imperantes, alentaron muy pronto una nueva privatización de estas empresas (aunque éste no necesariamente siempre será el caso).

El proceso de privatización chileno también sugiere que una condición necesaria para la aceptación general del proceso de privatización es un alto grado de utilidad social de las empresas privatizadas. Ellas tenderán a ser útiles, siempre y cuando operen en un ambiente competitivo o sean reguladas adecuadamente.

¿LLEVA LA PRIVATIZACION A EMPRESAS MAS EFICIENTES?

Desafortunadamente, la evidencia econométrica que se presenta en el Capítulo VII no permite una respuesta definitiva en favor de una u otra opción. La información reunida, a partir de la relación financiera de los balances y estados de resultados, sugiere que las empresas del Sector Privado son en cierto modo más rentables que las empresas estatales, pero las diferencias, aunque estadísticamente significativas, son pequeñas. Este resultado no confirma la opinión experta de la mayoría y, hasta cierto punto, se pueden hacer inferencias de la teoría económica.

Estas diferencias con respecto a resultados esperados tienen dos explicaciones posibles. Una, de naturaleza estadística, que se relaciona con el tamaño de la muestra, su composición, y el número de observaciones. Las empresas estatales que se pueden incluir en los análisis estadísticos formales son escasas, y las actividades de estas empresas son muy diferentes a aquellas incluidas en la muestra relativamente grande de las empresas del Sector Privado. Más aún, los datos sólo estaban disponibles para la década del '80, lo que limitó el número de observaciones. Todos estos factores podrían haber contribuido a empañar, desde un punto de vista estadístico, las diferencias subyacentes de eficiencia.

Quizás más importante es el hecho de que el marco general bajo el cual las empresas estatales estaban operando, durante el período de análisis, era casi igual al de las empresas privadas y, por lo tanto, no debería esperarse diferencias significativas de conducta entre estas dos categorías de empresas. Esto no significa que la propiedad sea irrelevante, ni que el marco es independiente de la estructura de propiedad. De hecho, ambas probablemente están altamente interrelacionadas. Teóricamente, es fácil demostrar, y la experiencia de Chile en el pasado y la de otros países lo comprueba, que el Congreso y los funcionarios públicos tenderán, en el largo plazo, a modificar el marco controlador de las empresas estatales como el que existía en Chile durante la década de los '80, con el fin de aprovechar las posibilidades ofrecidas por tales alteraciones y otorgar favores políticos: empleo, bienes y servicios a precios subsidiados, etc.

¿ES LA PRIVATIZACION MASIVA EN UN PAIS MENOS DESARROLLADO COMO CHILE, SOLO POSIBLE BAJO UN REGIMEN POLITICO AUTORITARIO?

La respuesta a esta pregunta yace en el mundo de las opiniones. El programa de Chile probablemente no se podría haber llevado a cabo bajo un régimen de naturaleza diferente. En ese momento, ningún país en desarrollo, con la posible excepción de Bangladesh, tenía experiencia en privatizaciones masivas y, por lo general, aún se aceptaba en América Latina que las empresas de infraestructura básica y de servicios públicos debían ser administradas por el Estado. La reacción reciente contra las economías centralizadas en Europa Central ni siquiera se soñaban. De hecho, la Primera Ronda del programa de privatización de Chile estaba ya terminado cuando Gran Bretaña comenzó su propio proceso altamente influyente. En ese sentido, Chile estaba abriendo nuevos caminos, muy en contra de las ideologías de desarrollo aceptadas. Es típico de los regímenes democráticos ser intrínsecamente conservadores y lentos con respecto a los cambios institucionales. Por lo tanto, bajo las condiciones existentes, las privatizaciones masivas que tuvieron lugar en Chile, probablemente requirieron de un régimen autoritario, aunque bajo las condiciones actuales, la democracia con toda seguridad reduce la posibilidad de una reversión.

Esto no significa que actualmente sea imposible llevar a cabo

una privatización masiva en Europa Central bajo las democracias emergentes, o que este proceso no pueda ser desarrollado en forma significativa bajo regímenes democráticos en América Latina. En Europa Central, la privatización es parte del proceso de democratización en sí, y en América Latina las condiciones ideológicas han cambiado radicalmente. Esta última región, influenciada por la realidad de sus condiciones económicas actuales, por el ejemplo de algunos de sus propios países como Chile, Costa Rica y México, entre otros, y por los avances de Europa Central, está cambiando su estrategia de desarrollo hacia una que favorece economías más abiertas y en las que el Sector Privado juega el papel de motor principal del crecimiento económico. Dentro de este contexto político, la privatización, tal vez no en una escala tan masiva como la de Chile e incluso México, puede llevarse a cabo en una democracia de estilo occidental. Los países como Costa Rica y Gran Bretaña han demostrado que ésto es posible.

Lista de empresas con participación
del Estado: 1970, 1973, 1983 Y 1989

AÑO: 1970

I EMPRESAS RELACIONADAS CON CORFO:

A) Subsidiarias:

1. Empresa Forestal Arauco Ltda.
2. Forestal Pilpilco S.A.
3. Industrias Forestales S.A. (INFORSA)
4. Celulosa Constitución (CELISO)
5. Celulosa Arauco
6. Industria Nac. de Cemento S.A. (INACESA)
7. Empresa Pesquera Arauco S.A.
8. Empresa Pesquera Tarapacá S.A.
9. Pesqueras Unidas S.A.
10. Pesquera Indo S.A.
11. Manufacturas de Neumáticos S.A. (MANESA)
12. Soc. Chilena de Fertilizantes Ltda. (SOCHIF)
13. Fábrica de Acido Sulfúrico S.A. (FASSA)
14. Empresa Electrónica Nacional Ltda. (ELECNA)
15. Empresa Nacional de Computación e Informática Ltda. (ECOM)

Previous Page Blank

16. Sociedad Agrícola CORFO Ltda. (SACOR)
17. Industria Azucarera Nacional S.A. (IANSA)
18. Sociedad de Operaciones Agropecuarias S.A. (SOCOAGRO)
19. Empresa Nacional del Carbón (ENACAR)
20. Empresa Nacional de Energía (ENDESA)
21. Cía. Chilena de Electricidad S.A.
22. Implementos Agrícolas Ransomes Chilena Lda.
23. Maestranza y Fundición Antofagasta
24. Cía Acero del Pacífico S.A.
25. Ind. Conjuntos Mecánicos Aconcagua S.A.
26. Hotelera Nacional S.A. (HONSA)
27. Chile Films S.A.
28. Empresa Nac. de Telecomunicaciones S.A. (ENTEL)
29. Cuero y Curtiembre del Norte
30. Centro de Estudios Metalúrgicos Ltda.
31. Empresa Minera Mantos Blancos S.A.
32. Cía. Sudamericana de Fosfatos S.A. (COSAF)
33. Empresa Nacional de Semillas S.A.
34. Empresa Nacional de Frigoríficos S.A. (ENAFRI)
35. Sociedad Lechera Nacional (SOLECHE)
36. Soc. Auxiliar de Cooperativas SACOOP LTDA.
37. Vinos de Chile S.A. (VINEX)
38. Minera Carolina de Michilla S.A.
39. Minera Chañaral Talta! S.A.
40. Hormigones Industrializados (VIBR JCRET)
41. Petroquímica Chilena S.A.
42. Química Alquil S.A.
43. Astilleros del Norte S.A.
44. Frontel S.A.
45. Sociedad Austral de Electricidad (SAESA S.A.)
46. Sociedad Química y Minera de Chile (SOQUIMICH)

1970

II OTRAS EMPRESAS PUBLICAS

1. Empresa Nacional de Petróleo (ENAP)
2. Empresa Nacional de Minería (ENAMI)
3. Ferrocarriles del Estado (FFCC)

4. Empresa Portuaria de Chile (EMPORCHI)
5. Empresa Marítima del Estado (EMPREMAR)
6. Línea Aérea Nacional (LAN)
7. Empresa de Correos de Chile
8. Empresa de Comercio Agrícola (ECA)
9. Empresa de Obras Sanitarias (EMOS)
10. Empresa de Obras Sanitarias V Región
(EMOS V REGION)
11. Polla Chilena de Beneficencia (POLLA)
12. Instituto de Seguros del Estado (ISE)
13. Televisión Nacional de Chile (TVN)
14. Radio Nacional de Chile (RNCH)
15. Empresa Transporte Colectivo del Estado (ETCE)
16. Astilleros y Maestranza de la Armada (ASMAR)
17. Fábricas y Maestranza del Ejército (FAMA E)
18. Empresa Periodística La Nación
19. Laboratorio Chile
20. Planta Faenadora de Carnes Lo Valledor S.A.

1970 - 1973 - 1983 - 1989

III OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

1. Corporación de Fomento (CORFO)
2. Banco del Estado

AÑO: 1973

I EMPRESAS RELACIONADAS CON CORFO

A) Subsidiarias:

I.1. CORFO Accionista Mayoritario (+50%)

1. Empresa Forestal Arauco Ltda.
2. Forestal Pilpilco S.A.
3. Papelera del Pacífico Ltda. (PADELPA)
4. Industrias Forestales S.A. (INFORSA)
5. Bosques e Industrias Madereras S.A. (BIMA)
6. Industrias de la Madera S.A. (IMPREGMA)

7. RALCO S.A.I. de Maderas
8. Celulosa Constitución S.A. (CELISO)
9. Celulosa Arauco S.A.
10. Complejo Forestal y Maderero Panguipulli Ltda.
11. Maderas y Materiales de Construcción S.A.C. (MCM)
12. Elaboradora de Maderas y Sintéticos Ltda.
13. Sociedad Agrícola y Forestal Lebu Ltda.
14. Sociedad Forestal y Maderera Chiloé (FOMACHIL)
15. Fábrica Nacional de Loza de Penco S.A. (FANALOZA)
16. Compañía de Industrias y Maderas S.A. (CIMSA)
17. Refractarios Lota Green S.A.
18. Cemento Cerro Blanco de Polpaico S.A.
19. Industria Nacional de Cemento S.A. (INACESA)
20. Fábrica de Cemento El Melón S.A.
21. Empresa Pesquera Arauco S.A.
22. Productos Congelados del Mar Ltda. (PROMAR)
23. Conservera CORFO-Quellón Ltda.
24. Empresa Pesquera Tarapacá S.A.
25. Soc. Terminales Pesqueros Ltda. SOTEPES
26. Compañía Pesquera Aysén Ltda.
27. Sociedad Pesquera Guanaye S.A.
28. Pesqueras Unidas S.A.
29. Pesquera Indo S.A.
30. Pesquera Iquique S.A.
31. Manufacturas de Neumáticos S.A. (MANESA)
32. Soc. Chilena de Fertilizantes Ltda. (SOCHIF)
33. Fábrica de Acido Sulfúrico S.A. (FASSA)
34. Empresa Nacional de Explosivos S.A. (ENAEX)
35. Sociedad Química y Minera de Chile (SOQUIMICH)
36. Empresa Electrónica Nacional Ltda. (ELECNA)
37. Rema Rittig S.A.
38. Industrias de Radio y Televisión S. A. IRT
39. Empresa Nacional de Computación e Informática Ltda. (ECOM)
40. PROALIM Ltda.
41. Sociedad Agrícola CORFO Ltda. (SACOR)
42. Cecinas Valdivia S.A. (Ex-Loewer)
43. Empresa Nacional Avícola Ltda. (ENAVI)
44. Cecinas Til Ltda.
45. Empresa de Desarrollo Ganadero Ltda.
46. Industria Azucarera Nacional S.A. (IANSA)
47. Embotelladora Andina S.A.

48. Alimentos Purina S.A.
49. Sociedad de Operaciones Agropecuarias S.A. (SOCOAGRO)
50. Sociedad Productora de Alimentos Ltda. (SOPROA)
51. Aigodones Hirmas S.A.
52. Textiles Iquitex Ltda.
53. Soc. Industrial de Los Andes S.A. (SILA)
54. Empresa de Comercio Exterior Textil Ltda.
55. Empresa Nacional del Carbón (ENACAR)
56. Empresa Nacional de Energía (ENDESA)
57. Cía. Chilena de Electricidad S.A. (CHILECTRA)
58. Empresa de Fabricación y Reparación Maquinaria Agrícola Ltda. (ENFREMA)
59. Industria Manufacturera de Maquinaria Agrícola e Industrial S.A.I.C. (MAGRINSA)
60. Industria Maquinaria Agrícola CORFO Ltda. (IMACOR).
61. Implementos Agrícolas Ramsomes Ltda.
62. Empresa de Tractores y Repuestos ENATIR Ltda.
63. Empresa CORFO-SEAM Ltda.
64. Ind. Farmacéutica de CORFO Ltda. (FARMACORFO)
65. Soc. Exploraciones Mineras Ltda.
66. Empresa Minera Aysén SCM
67. Soc. Explotadora de Minerales de Cal Ltda. (SOMINCA)
68. Sociedad Aurífera Flores CORFO
69. Compañía Minera Tamaya S.A.
70. Compañía Minera Amolana
71. Astilleros CORFO Ltda.
72. Empresa Nacional de Instrumentos de Precisión Ltda.
73. Maestranza y Fundición Antofagasta S.A.
74. Fca. Nacional de Máquinas y Herramientas Ltda. (FANAMHE)
75. Fábrica de Maquinarias Mohrfoll S.A.
76. Niquel y Bronce Sudamericana S. A. (NIBSA)
77. Compañía de Acero del Pacífico S.A. (CAP)
78. Fábrica Electrónica S.A. (FEMSACO)
79. Empresa Asesora Comercial Automotriz Ltda. (EMAC)
80. Ind. Conjuntos Mecánicos Aconcagua S.A. (CORMECANICA)
81. Industria Automotriz Arica Ltda. (CORARICA)
82. Automotriz CORFO Citroen S.A.

83. Empresa Nacional de Tapicería Ltda. (ENATAP)
84. INDUSCAR Ltda.
85. ENARA Ltda.
86. Sociedad Industrial Siam di Tella S.A. (SIAM)
87. Empresa de Inversiones Consumo Corriente
88. Turismo Bío-Bío
89. Empresa Editora Nacional Quimantúa Ltda.
90. Hotelera Nacional S.A. (HONSA)
91. Cía. Chilena de Navegación Interoceánica S.A.
92. Chile Films S.A.
93. Cía. Nac. de Teléfonos S.A. (CONATEVAL)
94. Cía Sudamericana de Vapores S.A.
95. Emp. Nacional de Comercialización y Distribución S.A. (DINAC)
96. Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. (ENTEL)
97. Soc. Turismo Chiloé - CHILOTUR Ltda.
98. Empresa Nacional de Trabajadores Artesanales Ltda.
99. Cuero y Curtiembre del Norte
100. Envases del Pacífico S.A. (Ex-FRUGONE)
101. EMPRESA Vía Sur Ltda.
102. Centro de Estudios Metalúrgicos Ltda.

I.2. Entre 10 y 50%

1. Fundición y Elaboración de Metales S.G.M. S.A.
2. Termo Metalurgia S.A.
3. Maderas y Sintéticos S.A. (MASISA)
4. Tejidos Caupolicán S.A.
5. Fábrica de Paños Oveja Tomé S.A.
6. Empresa Minera Mantos Blancos S.A.
7. Manufacturas de Cobre S.A. (MADECO)
8. Compañía Minera Caleta del Cobre S.A.
9. Compañía Cervecerías Unidas S.A.
10. Compañía Industrial Indus S.A.
11. Compañía Refinería de Azúcar S.A.
12. Fábrica de Fideos Carozzi S.A.
13. Industria Nacional de Neumáticos INSA
14. Cía. Sudamericana de Fosfatos S.A. (COSAF)
15. Cía de Teléfonos de Chile S.A. (CTC)
16. Enoteca de Chile Ltda.

17. Soc. de Ferias y Exposiciones Ltda.
18. Cristalerías de Chile S.A.

I.3. 10% o menos

1. Automotriz Carriel Sur S.A.
2. Fábrica de Envases S.A.(FESA)
3. Comercial Gascon S.A.
4. Cía. Industrial y Comercial del Pacífico Sur S.A.
5. Industrias Varias S.A.
6. Inmobiliaria Portillo S.A.
7. Agencias Graham S.A.
8. Soc. Const. Establecimientos Educacionales S.A.
9. Sociedad El Tattersall S.A.
10. Soc. Const. Establecimientos Hospitalarios S.A.
11. Cía de Muelles Población Vergara S.A.
12. Soc. Comercial Saavedra Benard S.A.
13. Soc. Inmobiliaria San Cristobal S.A.
14. Compañía Comercial CICOMA S.A.
15. Ind. Generales y Complementarias de Gas S.A.
(INDUGAS)
16. Cía. General de Electricidad Industrial S.A.
17. Cía. de Gas de Concepción S.A.
18. Cía de Gas de Valparaíso S.A.
19. Cía de Petróleos de Chile S.A.
20. Sumar S.A.
21. Yarur S.A.
22. Cía. Ind. Hilos Cadena S.A.
23. Soc. Agrícola La Rosa de Sofruco S.A.
24. Consorcio Nieto S.A.
25. COIA S.A.
26. Cía. Chilena de Tabaco S.A.
27. Compañía de Fósforos
28. Chiprodal S.A.
29. Farmoquímica del Pacífico S.A.
30. Cía. Industrias Chilenas CIC S.A.
31. Fábrica de Enlozados S.A. (FENSA)
32. Manufactura de Metales S.A. (MADEMSA)
33. Aceros Andes S.A.
34. Cía. Industrial El Volcán S.A.
35. Vidrios y Cristales Lirquén S.A.
36. Cemento Bío Bío S.A.

37. Pizarreño S.A.
38. Forestal Quiñenco S.A.
39. Forestanac C.S.
40. Papeles y Cartones S.A.
41. Maderas Cholguan S.A.
42. Laminadora de Maderas S.A.
43. Ganaderos Tierra del Fuego S.A.
44. Soc. Ganadera Laguna Blanca S.A.
45. Minera Valparaíso S.A.
46. Cía. Naviera Arauco S.A.
47. Ind. Nacional de Rayón S.A. (RAYONHIL)
48. Elaboradora de Productos Químicos SINTEX S.A.
49. Pesquera Robinson Crusoe S.A.

I.4. CORFO: Accionista Minoritario

1. Sociedad de Fomento y Mejoramiento Urbano Ltda.
2. Empresa Nac. de Semillas S.A.
3. Empresa Nacional de Frigoríficos S.A. (ENAFRI)
4. Sociedad Lechera Nacional (SOLECHE LTDA.)
5. Soc. Auxiliar de Cooperativas Sacoop Ltda.
6. Vinos de Chile S.A. (VINEX)
7. Ind. de Viviendas El Belloto Ltda.
8. Minera Carolina de Michilla S.A.
9. Minera Cerro Negro
10. Minera Chañaral Taltal S.A.
11. Vibrocret S.A.
12. ENADI Ltda.
13. Embotelladora Concepción Ltda.
14. Ind. Nacional de Flotadores Ltda. (FLOTEX)
15. Petroquímica Chilena S.A.
16. Química Alquil S.A.
17. Compañía Consumidores de Gas de Santiago S.A. (GASCO)
18. Cía. de Teléfonos de Coyhaique S.A.
19. Astilleros del Norte S.A.
20. Pesquera Coloso S.A.
21. Marco Chilena S.A.

I.5. Subsidiarias de Subsidiarias Controladas por CORFO

1. Agencias Universales S.A.
2. Agencias Graham S.A,
3. Distribuidora Gibbs S.A.
4. Distribuidora Williamson Belfour S.A.
5. Empresa Nacional de Aceites Ltda.
6. Biriplast Ltda.
7. Ilesco Ltda.
8. Dinacem Ltda.
9. Empresa de Prototipos Ltda.
10. Armco S.A.I.
11. Equiterm S.A.
12. Prodinsa S.A.
13. AZA S.A.
14. Fundación Libertad S.A.
15. Inmar S.A.
16. Indac S.A.
17. Indesa S.A.
18. Mademeq S.A.I.C.
19. Maestranza Cerrillos Ltda.
20. Maestranza Maipú
21. Maestranza Lo Espejo Ltda.
22. Mestranza Santa Mónica Ltda.
23. Manganesos Atacama S.A.
24. ESI Ltda.
25. Socometal S.A.
26. Ingeniería del Pacífico Limitada
27. Extrumetal S.A.
28. Inchalam S.A.
29. Sec. Ingeniería S.A.
30. Sigdo Koppers S.A.
31. Compañía de Productos de Acero (COMPAC S.A.)
32. Frontel S.A.
33. Saesa S.A.
34. Corpesca S.A.
35. Minera Las Chivas SCM

I.6. Subsidiarias de Subsidiarias de CORFO

1. Petroquímica Dow S.A.
2. Sociedad Industrial Pizarreño S.A.

3. Unidades y Complementos de Refrigeración S.A.
(CORESA)

B) Intervenidas:

1. Aceite y Alcoholes Patria S.A.
2. American Screw S.A.
3. Aluminio Las Américas S.A.
4. Acumuladores Helvetia
5. Asociación Fox Warner
6. Conservería Agrícola e Industrial Cisne Ltda.
7. Academia Studium y Liceos de Recuperación
8. Aluminios y Enlozados FANTUZZI S.A.
9. Aguas Minerales Cachantún S.A.
10. Barraca La Frontera
11. Barraca Los Canelos
12. Ind. Elect. Edmundo Benard Ltda.
13. Cía. Chilena de Representaciones AGA S.A.
14. Confecciones Burger S.A.C.I.
15. Cobre Cerrillos S.A. COCESA
16. Cía. Ind. Matalúrgicas S.A. CIMET
17. Cristalerías Toro S.A.
18. Cía. Compradora de Maravilla S.A. Comarsa
19. Conservas Copihue S.A.
20. Cantolla y Cía. Ltda.
21. Cristavid S.A. Vidrios y Cristales
22. Cía. Productora Nacional de Aceites S.A. COPRONA
23. Cummins Distribuidora Diesel S.A.
24. Cía. Ind. de Tubos de Acero S.A. CINTAC
25. Captaciones de Aguas Subterráneas Ltda. CAPTAGUA
26. CALAF S.A.
27. Ind. Textil Confecciones Arica S.A.
28. Conservas Aconcagua S.A.
29. Componentes Eléctricos S.A. COELSA
30. Cía. de Stencil S.A.
31. Columbia Pictures of Chile Inc.
32. Cinema International Co. Ltda.
33. Canteras Lonco Ltda.
34. Calzados Topzy Ltda.
35. Cine Central
36. Cine Huérfanos
37. Cine Florida

38. Cine Cervantes
39. Cine City
40. Cine York
41. Cine El Golf
42. Cine Oriente
43. Cine Huelén
44. Cía. Minera de Exportación S.A. COMINEX
45. Constructora Cerrillos Concepción Ltda.
46. Citroen Bío-Bío Ltda.
47. Contratistas Cormolen Ltda.
48. Constructora Miguel Calvo Ltda.
49. Calzados Florentina Ltda.
50. Cimtram y Quiroga Ltda.
51. Calzados Verona Ltda.
52. Comando Nacional contra la Inflación Ltda. CONCI
53. Carburo y Metalúrgica S.A.
54. Cía. Pesquera Taltal S.A.
55. Cía. Electrometalúrgicas S.A. ELEC METAL
56. Fund. Metalúrgica José Kamet S.A.
57. Cía Pesquera Camanchaca Ltda.
58. Cía Pesquera Pedro de Valdivia S.A.
59. Cía. Pesquera Llanquihue S.A.
60. Cía. Pesquera Kon-fiki S.A.
61. Cía. Chilena de Tejidos S.A. CHITECO
62. Dow Química S.A.
63. Distribuidora de Repuestos Automáticos S.A. DISTRA
64. Ingeniería Industrial Edwards y Cerutti S.A.
65. Electrón Chilena S.A.
66. Empresa Distribuidora Juan Yarur S.A.C.
67. Establecimientos GRATRY Ltda.
68. Editorial Nacimiento Ltda.
69. Estructuras Metálicas Arca de Noé Ltda.
70. Estructuras Ruiz Ltda.
71. Elaboradora de Vinos el Ingenio Ltda.
72. Estación de Servicios Germán Mayo
73. Estación de Servicio Tristán Matta
74. Electromécanica Arica S.A.
75. Electroquímicas Unidas S.A.
76. Estructuras Metálicas Monsevellí Ltda.
77. Astilleros y Maestranza Las Habas S.A.
78. Aceros y Cuchillerías S.A. ACSA
79. Distribuidora de Alimentos King Ltda.

80. Empresa Conservera Perlak S.A.
81. Fábrica de Envases de Papel de Aluminio S.A. ALUSA
82. Fábrica de Confecciones el AS Ltda.
83. Fábrica de Materiales Eléctricos S.A. ELECTROMAT
84. Fábrica de Confecciones RONITEX S.Á.
85. Fábrica de Productos de Loza Blanca FERRILOZA S.A.
86. Fundición de Aceros SIMA Ltda.
87. FEBRATEX S.A.
88. Fábrica de Paños Continental S.A.
89. Fábrica de Resortes SUR Ltda.
90. Fábrica de Muebles Arcadio Beltrán Ltda.
91. Fábrica Nacional de Oxígeno Ltda.
92. Fábrica de Muebles SINDUMET Ltda.
93. Fábrica de Tejidos EVITA e IRUÑA Ltda.
94. Fábrica de Muebles Roma Ltda.
95. Fábrica de Tejidos PLUMATEX Ltda.
96. Fábrica de Envases E. Chamy Ltda.
97. Soc. Agrícola e Ind. FARMIO CHILENA S.A.
98. Ford Motor Company
99. Ferreterías Montero S.A.
100. Fábrica Hormigón Pre-Mezclado Ready Mix S.A.
101. Fábrica de Confites Rosemblyt y Cía. Ltda.
102. Fábrica de Camisas SAMUR e Hijos Ltda.
103. Granja Avícola Cerrillos Ltda.
104. GAS LISUR S.A.
105. Fundación de Viviendas Hogar de Cristo
106. Hilandería Andina S.A.
107. Hilados y Paños de Lana COMANDARI S.A.
108. Industria Cerrajera DEVA Ltda.
109. Ingeniería Electromecánica AIROLITE S.A.
110. Industrias Electrónicas CODENSA S.A.
111. Ingeniería y Construcción Metálica S.A. FERROCRET
112. Industria de Complementación Electrónica S.A.
INCESA
113. Ind. Metalúrgica INCOPA S.A.
114. Procesadora de Acero S.A. IPAC
115. Ind. Metalúrgica Española S.A. INDUMET
116. Ind. del Aluminio S.A. INDALUM
117. Ind. Chilena de Soldadura S.A. INDURA
118. Soc. Ind. Metalúrgica S.A. Inmetal
119. Integradora Electrónica de T.V. S.A. INELSA
120. Ind. Nac. de Pistones Ltda. INAPIS

121. Ind. Electrónica ANDINA S.A.
122. Ind. Maderera San Carlos
123. Ind. Chilena de T.V. S.A. CHILEVISION
124. Ind. KORES Ltda.
125. Instituto Profesional John Kennedy
126. Industria Textil Pollak Hnos. S.A.
127. Industrias Alejandro Riquelme
128. Industrias Electrónicas MAXWELL
129. Industria de Pinturas CERESITA S.A.
130. Industria Textil Jacard y Pérez
131. Industria Cerrajera FERROMET
132. Industria Montero Ltda.
133. Industria de Corcho Velásquez
134. Industria Maderera de la Sociedad Puychue
135. Industria de Corcho Pedro Torrens
136. Laboratorio INTERIFA Ltda.
137. Importadora MELLAFE Y SALAS S.A.
138. Industrias Conserveras PARMA
139. Industrias Conserveras Unidas PERLAK S.A.
140. Soc. Industria Componentes de T.V. S.A. SINTEL
141. Industrias Metalúrgicas SORENA S.A.
142. Laboratorio SANDERSON S.A.
143. Laboratorio GEKA S.A.
144. Laminadora de Maderas S.A. LAMINSA
145. Industria Maderera Leopoldo Miguel e Hijo Ltda.
146. Lanera Austral S.A. (Coquimbo)
147. Muebles EASTON Chile Ltda.
148. Mangueras Schiaffino S.A.
149. Modelería Metalúrgicas Ltda. MODETAL
150. Manufacturas de Repuestos Automotrices Pedreros S.A. MAPESA
151. Molinos y Fideos Luchetti S.A.
152. Mina La Torre
153. Mina La Fortuna
154. Mina El Molle
155. Mina Julia Taltal
156. Mina Palqui
157. Mina El Enchufe
158. Mina La Culebra
159. Mina La Africana
160. Cía Molinera Santa Rosa
161. Molino San Bernardo

162. Molino Talca
163. Molino Ideal
164. Molino San Francisco
165. Molino San José
166. Soc. Molinera y Panadera Ltda. SOMOPAN
167. Molino Maipú
168. Molino San Miguel
169. Molino Puente Alto
170. Molino San Pedro
171. Molino Linderos
172. Molino Rengo
173. Molino Caupolicán
174. Molino San Juan
175. Molino KOKE
176. Molino La Compañía
177. Molino Maipo
178. Ind. Metalúrgica SYLLEROS Ltda.
179. Matadero Industrial San Miguel Ltda.
180. Maestranza Jemo Ltda.
181. Maestranza ALI Ltda.
182. Maestranza STANDARD Ltda.
183. Maestranza Valenzuela Ltda.
184. Maestranza General Velásquez Ltda.
185. Metalúrgica Cerrillos Concepción S.A.
186. Mecánica Concepción Ltda.
187. Muebles Galaz S.A.C.I.
188. Muebles Mortonffy S.A.
189. Metro Goldwin Mayer
190. Manufacturas Chilenas de Caucho S.A.
191. Manufacturas Textiles de Arica S.A. MANUTEXA S.A.
192. Matadero de Aves VILUCO
193. Pinturas Técnicas S.A. PINTESA
194. Planta Elisa de Boldos
195. Planta de Elaboración La Patagua
196. PREFACO Ltda.
197. Pinturas El Adaga S.A.
198. Productos de Goma Vulco S.A.
199. Química Industrial S.A.
200. Recauchados CHARLER Ltda.
201. Radio Taxi 33
202. Rayon Said, Industrias Químicas S.A.
203. Soc. Agrícola y Lechera de LONCOLECHE S.A.

204. Soc. Productora de Leche S.A. SOPROLE
205. Soc. Industrias Eléctricas Nacionales S.A. SINDELEN
206. Electrónica SATEL S.A.
207. Sindelen Electrónica s.A.
208. Soldaduras González
209. Línea Interprovincial Transportes Ltda. LIT
210. Salinas y Fabres S.A.C.I. SALFA
211. Soc. Pesquera STELARIS S.A.
212. Soc. Pesquera San Antonio S.A. SOPESA
213. Soc. Construcciones Navales S.A. SOCUNAVE
214. Soc. Agrícola Hacienda Venecia Ltda.
215. Textil Bamvarte S.A.
216. Textil SABAL S.A.
217. Textil PROGRESO S.A.
218. Textil LABAN S.A.
219. Técnica Industrial S.A. TISOL
220. Textiles ARTELA S.A.
221. Textil Sudamericana Ltda.
222. Tejidos Caupolicán S.A.
223. Tejidos Salvador S.A. COTESA
224. Tapas, Bebidas y Envases Crown Cork de Chile S.A.
225. Textiles Deik Junis S.A.
226. United Artist South American Corp.
227. Viña Concha y Toro S.A.
228. Viña Santa Carolina S.A.
229. Fábrica de Confecciones Beytía
230. Criadero de Aves Las Pataguas
231. Grandes Almacenes Populares
232. Figueroa y Alemparte S.A. FIGALEM
233. Empresa Constructora DESCO S.A.
234. Viviendas Económicas DESCO Ltda.
235. Empresa Constructora Tecsa S.A.
236. Empresa Atevo Bolsi Ltda.
237. Empresa Constructora Autopista de Valparaíso
ECAVAL
238. Empresa Constructora Belfi S.A.
239. Super Rogas
240. Soc. Agrícola y Forestal Alpine
241. Sodima S.A.
242. Fábrica de Chuicos Córdor
243. Ind. Agrícola y Maderera Neltume Ltda.
244. Ind. Metalúrgica Aconcagua

245. Industria Montespino
246. Fábrica de Tejidos de Punto El Abanico
247. Soc. Industrial de Parquet Ltda. SIP
248. Manuplastic
249. Soc. Marítima Guillermo Prochelle
250. City Servi
251. Mina Rebote
252. Empresa Eléctrica de Quintero Ltda.
253. Maestranza M. Mundy Ltda.
254. Fábrica de Confecciones Miriam
255. Astilleros Friend Ltda.
256. Accesorios de Automóviles Zeus S.A.
257. Litografía Nuestro Tiempo Ltda.
258. Maderas Monte Verde
259. Central Maderera Alaska
260. Planta Minera Aconcagua
261. Fac. Casas Prefabricadas Raúl Acosta
262. Planta Relave del Río Salado
263. Mina Delirio
264. Distribuidora Notrogas S.A.
265. René Rosati B.
266. Fundición Mecánica Bodilla
267. Mina San Pedro
268. Mina Los Maquis
269. Cía. Ind. de Tratamientos de Minerales
270. Mina Lo Aguirre
271. Mina Los Maquis Norte
272. Empresa Hidrófila Chilena Ltda.
273. Planta Lixiviadora de Cobre Sta. Hortensia
274. Mina Buena Esperanza
275. Mina Cerrado
276. Bahía Arica
277. Cía Minera Dos Amigos
278. Restorán Nogaró
279. Recauchajes y Gomas Stgo. Ltda.
280. Minas Cerrillos y Tralca
281. Club Hípico S.A.
282. Asociación Dueños de Taxis Segundo Ltda.
283. Canteras Kinguer
284. Terminal Buses Chañaral
285. Empresa Ostrícola Belmard Ltda.
286. Soc. Forestal Siberia S.A.

287. Cía Marítima Técnica Ltda.
288. Mina Tránsito
289. Empresa de Turismo Ltda. Far West
290. Laboratorio Supra
291. Viña San Carlos
292. Mataderos de Aves MAVETA Ltda.
293. Estructuras Martín
294. Construcciones EC. Copreva Ltda.
295. Soc. Prod. y Dist. de Maderas SOPRODIMA
296. Planta Beneficadora de Metales A. Gálvez
297. Soc. Maderera Fénix Ltda.
298. Productos ATV Ltda.
299. COCAVI Ltda.
300. Coop. Campesina de Marchigüe
301. Soc. Cooperativa Agropecuaria de Quillón Ltda.
302. Molinera Punta Arenas
303. Industria de Confites Ro-Ro Ltda.
304. Molinera del Norte S.A.
305. Pesquera Chilena S.A.
306. Soc. del Lino La Unión S.A.
307. Fábrica Chilena de Sederías Viña del Mar S.A.
SEDAMAR
308. Fac. de Confecciones Velarde S.A.
309. Forestación Nacional S.A. FORESNAC
310. Muebles Novart S.A.
311. Ind. Nac. de Prensados y Construcciones Ltda.
INAPRECO
312. Manufactura de Esmeriles y Abrasivos S.A. ISESA
313. Termometalúrgica de Valdivia S.A.
314. Fund. y Maestranza Austral S.A.
315. Soc. Nac. de Oleoductos Ltda. SONACOL
316. Soc. Química Nacional S.A. SOQUINA
317. Metalúrgica VULCO Ltda.
318. Gildemeister S.A.
319. Importación y Comercio S.A. IMCO
320. Guías y Publicidad de Chile S.A.
321. Transportes Miguel Calvo y Cía. Ltda.
322. Financ. Automotrices
323. Ferias de Ganado
324. Distrib. de Cigarrillos de Stgo. y Valpo.
325. Distribuidora de Películas

C) Bancos:

1. Chile
2. Español
3. Talca
4. O'Higgins
5. Israelita
6. Osorno y La Unión
7. Continental
8. Sud Americano
9. Crédito e Inversiones
10. Nacional del Trabajo
11. Austral
12. Concepción
13. Edwards
14. Regional de Linares
15. Constitución
16. Llanquihue
17. Curicó
18. Fomento de Valparaíso

AÑO: 1973

II. OTRAS EMPRESAS PUBLICAS

1. Empresa Nacional de Petróleo (ENAP)
2. Empresa Nacional de Minería (ENAMI)
3. Ferrocarriles del Estado (FFCC)
4. Empresa Portuaria de Chile (EMPORCHI)
5. Empresa Marítima del Estado (EMPREMAR)
6. Línea Aérea Nacional (LAN)
7. Empresa de Correos de Chile
8. Empresa de Comercio Agrícola (ECA)
9. Empresa de Obras Sanitarias (EMOS)
10. Empresa de Obras Sanitarias V Región (EMOS V REGION)
11. Polla Chilena de Beneficencia (POLLA)
12. Instituto de Seguros del Estado (ISE)
13. Televisión Nacional de Chile (TVN)
14. Radio Nacional de Chile (RNCH)

15. Empresa Transporte Colectivo del Estado (ETCE)
16. Astilleros y Maestranza de la Armada (ASMAR)
17. Fábricas y Maestranza del Ejército (FAMAE)
18. Empresa Periodística La Nación
19. Laboratorio Chile
20. Planta Faenadora de Carnes Lo Valledor S.A.
21. Sociedad de Transporte Marítimo Chiloé-Aysen Ltda. (TRANSMARCHILAY)
22. Pesquera Nueva Aurora

AÑO: 1983

I. EMPRESAS RELACIONADAS CON CORFO

A) Subsidiarias:

1. Compañía Chilena de Electricidad
2. Compañía Acero del Pacífico (CAP)
3. Compañía de Teléfonos de Coyhaique S.A.
4. Compañía de Teléfonos de Valdivia S.A.
5. Compañía de Teléfonos de Chile (CTC)
6. Empresa Nacional del Carbón (ENACAR)
7. Empresa Nacional de Energía (ENDESA)
8. Empresa Nacional de Computación (ECOM)
9. Empresa de Telecomunicaciones (ENTEL)
10. Industria Azucarera Nacional (IANSA)
11. Empresa Nacional de Explosivos (ENAEX)
12. Sociedad Química y Minera de Chile (SOQUIMICH)
13. Sociedad Agrícola CORFO (SACOR)
14. Compañía Chilena de Litio
15. Complejo Forestal y Maderero Panguipulli Ltda.
16. Sociedad Factibilidad Celulosa Panguipulli
17. Compañía Chilena de Navegación Interoceánica (CCNI)
18. Fabricación de Viviendas Económicas Prefabricadas Ltda.
19. Empresa Minera Aysen Ltda.
20. Sociedad Constructora de Establecimientos Educativos S.A.
21. Estudios Cinematográficos de Chile S.A.

22. Hotelera Nacional S.A.
23. Telex - Chile

C) Bancos:

1. Continental

II. OTRAS EMPRESAS PUBLICAS

1. Empresa Nacional de Petróleo (ENAP)
2. Empresa Nacional de Minería (ENAMI)
3. Ferrocarriles del Estado (FFCC)
4. Empresa Portuaria de Chile (EMPORCHI)
5. Empresa Marítima del Estado (EMPREMAR)
6. Línea Aérea Nacional (LAN)
7. Empresa de Correos de Chile
8. Empresa de Comercio Agrícola (ECA)
9. Empresa de Obras Sanitarias (EMOS)
10. Empresa de Obras Sanitarias V Región (EMOS V REGION)
11. Polla Chilena de Beneficencia (POLLA)
12. Instituto de Seguros del Estado (ISE)
13. Televisión Nacional de Chile (TVN)
14. Radio Nacional de Chile (RNCH)
15. Empresa Transporte Colectivo del Estado (ETCE)
16. Astilleros y Maestranza de la Armada (ASMAR)
17. Fábricas y Maestranza del Ejército (FAMAE)
18. Empresa Periodística La Nación
19. Laboratorio Chile
20. Sociedad de Transporte Marítimo Chiloé-Aysen Ltda. (TRANSMARCHILAY)
21. Sociedad Agrícola y Servicios Isla de Pascua Ltda. (SASIPA)

AÑO: 1989

I. EMPRESAS RELACIONADAS CON CORFO

A) Subsidiarias:

1. Comercializadora de Trigo S.A. (COTRISA S.A.)
2. Empresa Eléctrica de Aysen S.A. (EDELAYSEN S.A.)

3. Empresa Eléctrica Colbún-Machicura S.A. (COLBUN S.A.)
4. Empresa Eléctrica del Norte Grande S.A. (EDELNOR S.A.)
5. Empresa Marítima del Sur S.A. (EMPREMAR SUR S.A.)
6. Transporte por Containers S.A. (TRANSCONTAINER S.A.)
7. Empresa Minera Aysen Ltda. (EMA)
3. Empresa Nacional del Carbón S.A. (ENACAR)
9. Carbonífera Victoria de Lebu S.A. (CARVILE S.A.)
10. Isapre del Carbón S.A. (ISCAR S.A.)
11. Empresa de Servicios Sanitarios de Tarapacá S.A.
12. Empresa de Servicios Sanitarios de Atacama S.A.
13. Empresa de Servicios Sanitarios de Coquimbo S.A.
14. Empresa de Servicios Sanitarios del Libertador S.A.
15. Empresa de Servicios Sanitarios del Maule S.A.
16. Empresa de Servicios Sanitarios del Bío-Bío S.A.
17. Empresa de Servicios Sanitarios de la Araucanía S.A.
18. Empresa de Servicios Sanitarios de Los Lagos S.A.
19. Empresa de Servicios Sanitarios de Aysen S.A.
20. Empresa de Servicios Sanitarios de Magallanes S.A.
21. Empresa de Transporte Ferroviario S.A. (FERRONOR S.A.)
22. Empresa de Transporte de Pasajeros Metro S.A.
23. Sociedad Agrícola SACOR Ltda. (SACOR LTDA.)
24. Zona Franca de Iquique S.A. (ZOFRI S.A.)

II. OTRAS EMPRESAS PUBLICAS

1. Empresa Marítima S.A. (EMPREMAR)
2. Empresa Metropolitana de Obras Sanitarias (EMOS S.A.)
3. Sociedad Agrícola y Servicios Isla de Pascua Ltda.
4. Sociedad de Transporte Marítimo Chiloé-Aysen Ltda. (TRANSMARCHILAY LTDA.)
5. Polla Chilena de Beneficencia S.A. (Polla S.A.)
6. Empresa Nacional de Petróleo (ENAP)
7. Empresa Nacional de Minería (ENAMI)
8. Empresa de Comercio Agrícola (ECA)
9. Empresa Portuaria de Chile (EMPORCHI)
10. Correos y Telégrafos
11. Ferrocarriles del Estado (FFCC)

12. Empresa Obras Sanitarias V Región (EMOS)
13. Radio Nacional de Chile (RNCH)
14. Empresa Periodística «La Nación»
15. Fábrica y Maestranza del Ejército (FAMAE)
16. Astilleros y Maestranza de la Armada (ASMAR)
17. Televisión Nacional de Chile (TVN)
18. Línea Aérea Nacional (LAN Chile)(*)

(*) Sólo con accionista minoritario.

277

Apéndice II

CUADRO A-V-1: VENTA DE ACCIONES DE ENTEL
(Resumen Anual)

	1986	1987	1988	Total
1. Número de Acciones				
Vendidas (miles)	27.502,0	2.778,8	27.127,1	57.407,9
2. Porcentaje Vendido	29,7	3,0	29,3	62,0
3. Precio Estimado				
(miles de UF)	2.292,7	352,2	4.066,3	6.711,2
4. Precio Efectivo				
(miles de UF)	1.245,6	283,1	2.788,0	4.316,7
5. Subsidio Implícito				
(miles de UF)	1.047,1	69,2	1.278,3	2.394,6
6. Subsidio Implícito (%)	45,7	19,7	31,4	35,7

2. El porcentaje vendido se calculó como el número de acciones vendidas sobre el total de acciones de la empresa. El porcentaje total que aparece en todos los cuadros, puede no corresponder al monto privatizado total, debido a que no se incluyen las ventas de 1985 ni de 1989.

CUADRO A-V-2 : VENTAS DE ACCIONES DE CTC
(Resumen Anual)

	1986	1987	1988	Total
1. Número de Acciones				
Vendidas (miles)	7.130,4	49.661,7	220.038,3	276.830,3
2. Porcentaje Vendido	2,0	12,3	47,6	61,9
3. Precio Estimado				
(miles de UF)	211,5	1821,1	7.932,0	9.964,6
4. Precio Efectivo				
(miles de UF)	156,6	1.983,5	9.463,4	11.603,6
5. Subsidio Implícito				
(miles de UF)	55,0	-162,5	-1.531,5	-1.639,0
6. Subsidio Implícito (%)	26,0	-9,0	-19,3	-16,4

CUADRO A-V-3: VENTA DE ACCIONES DE CAP
(Resumen Anual)

	1986	1987	Total
1. Número de Acciones			
Vendidas (miles)	4.500,2	84.518,9	89.019,0
2. Porcentaje Vendido	3,0	56,6	59,6
3. Precio Estimado			
(miles de UF)	138,4	3.214,3	3.352,7
4. Precio Efectivo			
(miles de UF)	113,4	2.275,0	2.388,3
5. Subsidio Implícito			
(miles de UF)	25,0	939,3	964,3
6. Subsidio Implícito (%)	18,0	29,2	28,8

CUADRO A-V-4: VENTA DE ACCIONES DE ENDESA
(Resumen Anual)

	1987	1988	Total
1. Número de Acciones			
Vendidas (miles)	1.808.612,2	3.015.237,3	4.823.849,5
2. Porcentaje Vendido	22,8	38,1	60,9
3. Precio Estimado			
(miles de UF)	6.150,7	9.630,3	15.781,0
4. Precio Efectivo			
(miles de UF)	6.855,4	11.227,2	18.082,7
5. Subsidio Implícito			
(miles de UF)	-704,8	-159.597,0	-2301,8
6. Subsidio Implícito (%)	-11,5	-16,5	-14,6

CUADRO A-V-5: VENTA DE ACCIONES DE SOQUIMICH
(Resumen Anual)

	1986	1987	1988	Total
1. Número de Acciones				
Vendidas (miles)	61.478,5	31.088,5	22.211,0	114.778,0
2. Porcentaje Vendido	49,8	25,2	18,0	93,0
3. Precio Estimado				
(miles de UF)	4.788,2	2.705,0	2.059,5	9.552,7
4. Precio Efectivo				
(miles de UF)	2.765,2	2.391,4	2.079,9	7.236,5
5. Subsidio Implícito				
(miles de UF)	2.023,0	313,6	-20,4	2.316,2
6. Subsidio Implícito (%)	42,3	11,6	-1,0	24,3

CUADRO A-V-6: VENTA DE ACCIONES DE CHILGENER
(Resumen Anual)

	1986	1987	1988	Total
1. Número de Acciones Vendidas (miles)	4.617,8	7.225,9	2.919,7	14.763,3
2. Porcentaje Vendido	29,8	46,5	18,8	95,1
3. Precio Estimado (miles de UF)	1.265,4	1.953,1	695,8	3.914,3
4. Precio Efectivo (miles de UF)	822,8	1.613,1	627,8	3.063,7
5. Subsidio Implícito (miles de UF)	442,6	340,0	68,1	850,6
6. Subsidio Implícito (%)	35,0	17,4	9,8	21,7

CUADRO A-V-7: VENTA DE ACCIONES DE CHILMETRO
(Resumen Anual)

	1986	1987	Total
1. Número de Acciones Vendidas (miles)	5.027,8	44.948,9	9.522,8
2. Porcentaje Vendido	43,5	38,1	81,7
3. Precio Estimado (miles de UF)	2.862,1	3.090,0	5.952,2
4. Precio Efectivo (miles de UF)	1.702,8	2.356,0	4.058,8
5. Subsidio Implícito (miles de UF)	1.159,3	734,1	1.893,4
6. Subsidio Implícito (%)	40,5	23,8	31,8

CUADRO A-V-8: VENTA DE ACCIONES DE CHILQUINTA
(Resumen Anual)

	1986	1987	Total
1. Número de Acciones Vendidas (miles)	1.543,2	1.290,9	2.834,1
2. Porcentaje Vendido	44,4	40,4	84,9
3. Precio Estimado (miles de UF)	661,0	692,0	1.353,0
4. Precio Efectivo (miles de UF)	369,4	639,2	1008,6
5. Subsidio Implícito (miles de UF)	291,6	52,8	344,3
6. Subsidio Implícito (%)	44,1	7,6	25,5

CUADRO A-V-9: VENTA DE ACCIONES DE IANSA
(Resumen Anual)

	1986	1987	1988	Total
1. Número de Acciones Vendidas (miles)	719.929,3	79.762,6	1.111.488,5	1.911.180,4
2. Porcentaje Vendido	30,2	3,3	46,6	80,1
3. Precio Estimado (miles de UF)	454,1	52,3	1.417,6	1924,0
4. Precio Efectivo (miles de UF)	187,7	33,2	1.462,5	1.683,3
5. Subsidio Implícito (miles de UF)	266,4	19,2	-44,9	240,6
6. Subsidio Implícito (%)	58,7	36,6	-3,2	12,5

CUADRO A-V-10: VENTA DE ACCIONES DE LABORATORIO CHILE
(Resumen Anual)

	1986	1987	1988	Total
1. Número de Acciones				
Vendidas (miles)	58.570,1	69.206,0	114.974,6	242.750,7
2. Porcentaje Vendido	23,4	27,7	46,0	97,1
3. Precio Estimado (miles de UF)	164,9	195,8	591,3	952,0
4. Precio Efectivo (miles de UF)	90,2	180,9	531,6	802,6
5. Subsidio Implícito (miles de UF)	74,7	14,9	59,7	149,4
6. Subsidio Implícito (%)	45,3	7,6	10,1	15,7

CUADRO A-V-11: ENTEL: VENTA A TRABAJADORES
(Resumen Anual)

	4/88
1. Número de Acciones	
Vendidas (miles)	11.578,5
2. Porcentaje Vendido	12,5
3. Precio Estimado (miles de UF)	1.605,0
4. Precio Efectivo (miles de UF)	1.340,3
5. Subsidio Implícito (miles de UF)	264,6
6. Subsidio Implícito (%)	16,5

CUADRO A-V-12: CTC: VENTA A TRABAJADORES
(Resumen Anual)

	4/87	5/87	6/87	9/87	3/88	Total
1. Nº de Acciones						
Vendidas (miles)	24.420,8	417,0	412,3	7.348,9	15600,0	48.199,0
2. Porcentaje Vendido	6,0	0,1	0,1	1,8	3,5	11,5
3. Precio Estimado						
(miles de UF)	843,0	14,3	14,6	276,7	604,5	1.753,1
4. Precio Efectivo						
(miles de UF)	775,6	13,0	18,0	312,0	595,8	1.714,3
5. Subsidio Implícito						
(miles de UF)	67,4	1,4	-3,3	-35,3	8,7	38,8
6. Subsidio Implícito (%)	8,0	9,4	-22,9	-12,7	1,4	2,2

CUADRO A-V-13: CAP: VENTA A TRABAJADORES
(Resumen Anual)

	12/86	2/87	Total
1. Número de Acciones			
Vendidas (miles)	4.500,2	12.000,0	16.500,2
2. Porcentaje Vendido	3,0	8,6	11,6
3. Precio Estimado			
(miles de UF)	138,4	416,7	55,1
4. Precio Efectivo			
(miles de UF)	113,4	394,5	507,9
5. Subsidio Implícito			
(miles de UF)	25,0	22,2	47,2
6. Subsidio Implícito (%)	18,0	5,3	8,5

CUADRO A-V-14: ENDESA: VENTA A TRABAJADORES
(Resumen Anual)

	3/88
	1988
1. Número de Acciones Vendidas (miles)	47.535,0
2. Porcentaje Vendido	6,0
3. Precio Estimado (miles de UF)	1519,1
4. Precio Efectivo (miles de UF)	1.503,4
5. Subsidio Implícito (miles de UF)	18,7
6. Subsidio Implícito (%)	1,2

CUADRO A-V-15: SOQUIMICH: VENTA A TRABAJADORES
(Resumen Anual)

	1/86	12/86	1/87	3/88	Total
1. Nº de Acciones Vendidas (miles)	3.154,6	2.271,5	10.077,6	6.774,5	22.278,2
2. Porcentaje Vendido	2,6	1,8	8,2	5,5	18,0
3. Precio Estimado (miles de UF)	165,3	197,6	751,7	652,1	1.766,7
4. Precio Efectivo (miles de UF)	108,1	100,1	441,5	627,9	1.277,6
5. Subsidio Implícito (miles de UF)	57,2	97,5	310,1	24,2	489,1
6. Subsidio Implícito (%)	34,6	49,4	41,3	3,7	27,7

CUADRO A-V-16: CHILGENER: VENTA A TRABAJADORES
(Resumen Anual)

	7/86
1. Número de Acciones	
Vendas (miles)	363,7
2. Porcentaje Vendido	2,3
3. Precio Estimado (miles de UF)	107,7
4. Precio Efectivo (miles de UF)	58,5
5. Subsidio Implícito (miles de UF)	49,2
6. Subsidio Implícito (%)	45,7

CUADRO A-V-17: CHILMETRO: VENTA A TRABAJADORES
(Resumen Anual)

	11/86	6/87	8/87	Total
1. Número acciones				
vendas (miles)	366,9	347,9	2349,7	3064,5
2. Porcentaje vendido	3,1	2,9	20,0	26,1
3. Precio estimado				
(miles de UF)	226,6	234,6	1.643,4	2.104,7
4. Precio efectivo				
(miles UF)	119,9	155,2	1.110,0	1.385,0
5. Subsidio Implícito				
(miles UF)	106,7	79,4	533,5	719,7
6. Subsidio Implícito (%)	47,1	33,9	32,5	34,2

CUADRO A-V-18: CHILQUINTA: VENTA A TRABAJADORES
(Resumen Anual)

	12/86
1. Número acciones vendidas (miles)	21,9
2. Porcentaje vendido	1,0
3. Precio estimado (miles de UF)	18,7
4. Precio efectivo (miles UF)	9,3
5. Subsidio Implícito (miles UF)	9,4
6. Subsidio Implícito (%)	50,1

CUADRO A-V-19: IANSA: VENTA A TRABAJADORES
(Resumen Anual)

	11/86	1/88	11/88	Total
1. Número acciones vendidas (miles)	376.179,5	122.961,8	196.625,5	695.766,9
2. Porcentaje vendido	15,8	5,2	8,2	29,2
3. Precio estimado (miles de UF)	237,3	.	363,4	600,0
4. Precio efectivo (miles UF)	92,8	79,7	371,2	543,7
5. Subsidio Implícito (miles UF)	144,5	12,6	-7,9	149,2
6. Subsidio Implícito (%)	60,9	13,7	-2,2	21,5

**CUADRO A-V-20: LABORATORIO CHILE: VENTA A
TRABAJADORES
(Resumen Anual)**

	5/86	5/87	11/88	Total
1. Número acciones vendidas (miles)	347,3	31.250,0	31.250,0	62.847,3
2. Porcentaje vendido	0,1	12,5	12,5	25,1
3. Precio estimado (miles de UF)	1,0	88,5	175,2	264,7
4. Precio efectivo (miles UF)	1,1	64,8	127,8	193,6
5. Subsidio Implícito (miles UF)	-0,1	23,7	47,4	71,1
6. Subsidio Implícito (%)	-8,7	26,8	27,1	26,9

Análisis multivariado aplicado a la comparación de eficiencias

con Sebastián de Ramón

El análisis multivariado puede ser utilizado para averiguar la existencia de diferencias en el comportamiento de diferentes grupos de empresas tales como las públicas, privadas, privatizadas o de cualquier subconjunto de ellas. En primer lugar, la "normalidad" de las distribuciones de variables debe ser sometida a prueba para asegurar lo apropiado del uso del método multivariado. En segundo lugar, el análisis discriminante será aplicado para determinar si cada categoría de empresas seleccionadas conforma un grupo compacto con características propias. En tercer lugar, el análisis canónico discriminante permitirá descubrir los atributos que diferencian en mayor grado los diferentes grupos entre sí.

La muestra de variables utilizada en el análisis se compone de nueve razones financieras (R1 a R9) para el período 1980-1987, agregándose una décima en algunos casos, R10; cuando esta última opción es escogida, el período es diferente al no incluir el período 1980-1982 por falta de información para la última razón. Las razones financieras han sido definidas en el Capítulo VII.

El primer grupo de empresas (código 1) incluye 82 empresas privadas que siempre han estado en manos privadas. El segundo grupo (código 2) incluye 16 empresas privadas, intervenidas por el estado en 1982-1983 y privatizadas posteriormente:

esta categoría ha sido conocida como el "área rara". El tercer grupo (código 3) incluye 12 empresas originalmente privadas luego adquiridas legalmente por el Sector Público y privatizadas durante el período 1975-1982. El cuarto grupo (código 4) incluye 14 empresas originalmente privadas que fueron o bien intervenidas o bien expropiadas durante el período 1971-1973 y devueltas gratuitamente al Sector Privado después de 1974. El quinto grupo (código 5) incluye 12 empresas públicas tradicionales privatizadas después de 1984. El sexto grupo (código 6) incluye 8 empresas tradicionalmente públicas que permanecen hasta el día de hoy en el Sector Público.

Test de Distribución de Variables

El primer paso en el análisis consiste en examinar el tipo de funciones de distribución probabilística, de la cual provienen las razones R1 hasta R10. En particular, tenemos que verificar que la distribución de cada grupo o categoría de 1 a 6 sea multivariada normal para las 10 razones.

Sea $\vec{\mu}$ el vector de valores esperados para las 10 razones y Σ la matriz de varianza-covarianza de las variables

$$\vec{\mu}^T = (E[R_1], E[R_2], \dots, E[R_9], E[R_{10}]) = (\mu_1, \mu_2, \dots, \mu_{10})$$

$$\vec{R}^T = (R_1, R_2, \dots, R_9, R_{10})$$

$$\Sigma = E[(\vec{R} - \vec{\mu})(\vec{R} - \vec{\mu})^T]$$

Usaremos el test X^2 (Pearson, 1900) para saber en que medida las variables escogidas proceden de una distribución normal multivariada, o sea, para saber si podemos aceptar la hipótesis nula:

$$H_0: \vec{R} \rightsquigarrow N_v(\vec{\mu}, \Sigma)$$

Luego, se requiere normalizar las variables para generar el agregado de variables $\vec{Z} = (Z_1, Z_2, \dots, Z_9, Z_{10})$ con:

$$\vec{Z} \rightsquigarrow N_v(\vec{0}, 1)$$

esto es, una variable Z , combinación lineal de las 10 razones, que, si la hipótesis nula es correcta, provendrá de una distribución normal multivariada de media 0 y varianza 1, cada Z_i será una variable aleatoria distribuida normalmente con media 0 y varianza 1.

$$H_0^{\dagger}: Z_i \rightsquigarrow N(0,1)$$

Sea S una matriz tal que $\Sigma^{-1} = SS^T$. Definiremos Z por el intermedio de tal transformación. Es claro que la nueva variable es un vector de variables aleatorias, independientes con distribución normal de media 0 y varianza 1.

Para nuestra muestra, para estimar $\vec{\mu}$ y Σ , tomaremos para cada grupo:

$$\vec{R}_M = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \vec{R}_i \quad \vec{R}_i : \text{observación } i \text{ de las variables}$$

$$\Sigma_M = \frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (\vec{R}_i - \vec{R}_M)(\vec{R}_i - \vec{R}_M)^T$$

$$S \text{ a } 10 \times 10 \text{ matriz tal que: } SS^T = \Sigma_M^{-1}$$

Estimamos S como la descomposición de Cholesky de la inversa de la matriz varianza-covarianza.

Se aplica el test sobre cada una de las variables Z . Este consiste en comparar la distribución empírica con la teórica; se supone que la última es normal de media 0 y varianza 1. El eje real queda dividido en $k+1$ intervalos con los números a_1, a_2, \dots, a_k , y se estiman valores para $\theta_i = P[a_i \leq x_i < a_{i+1}]$ para la probabilidad teórica. Con esta base, construimos la variable:

$$c = \sum_{i=1}^{k+1} \frac{(n_i - n\theta_i)^2}{n\theta_i}$$

donde n_i es el número de observaciones en la distribución empírica que cae en el intervalo $[a_i, a_{i+1}]$ y n , el número total de observaciones en la muestra. Se calcula la variable c para cada Z_i . Por convergencia de distribuciones, c es una variable con distribución c es un $\chi^2 - k$ con grados de libertad. Si c toma un valor mayor que el valor del punto crítico (de nivel $\alpha\%$), po-

demos rechazar la hipótesis que la distribución Z_i es normal con media 0 y varianza 1. De ser así, sería cuestionable que la distribución de la variable original sea normal multivariada.

El Cuadro VII-I-1 presenta los resultados del test aplicado a las variables normalizadas Z . Usamos 10 intervalos para comprobar la distribución de la muestra de cada grupo. Para el nivel de confianza de 95%, el punto crítico es 19,7; para el nivel de 97,5% la zona de rechazo empieza en el valor de 21,9.

CUADRO VII-I-1: Tests de normalidad, R_1, \dots, R_9

código	Obs	c_1	c_2	c_3	c_4	c_5	c_6	c_7	c_8	c_9
1	315	84,6	66,8	57,3	42,1	17,2	47,6	24,3	54,1	74,9
2	63	49,3	22,3	25,0	8,7	26,0	21,8	4,9	15,8	27,2
3	48	34,4	67,4	28,1	9,1	8,2	11,2	16,0	16,9	31,8
4	58	12,0	7,7	11,3	12,0	5,7	17,5	11,7	14,4	16,2
5	43	68,8	52,3	39,5	11,0	12,5	62,6	27,8	9,0	31,6
6	32	63,7	142,1	44,3	8,7	17,3	35,5	19,8	28,0	5,3

CUADRO VII-I-1: Tests de normalidad, R_1, \dots, R_{10}

código	Obs	c_1	c_2	c_3	c_4	c_5	c_6	c_7	c_8	c_9
1	630	85,8	62,6	56,2	28,7	12,9	49,0	23,3	51,0	90,5
2	127	23,2	12,2	17,8	17,8	18,2	23,6	6,7	15,9	25,0
3	96	33,5	47,7	22,4	10,7	8,3	12,3	8,5	18,3	15,9
4	114	9,6	8,1	9,7	8,4	11,9	12,7	3,4	19,3	8,4
5	86	58,9	65,2	35,1	8,1	11,6	60,3	18,4	6,3	14,6
6	64	52,6	108,5	45,2	3,5	6,3	83,4	26,6	26,2	6,4

Es importante notar que para la comprobación hemos usado sólo 9 variables Z_i cuando deberíamos haber tomado 10 dado el número original de variables. La razón es que en el proceso de normalización, la dimensión del problema (el espacio cubierto por las 10 variables originales, R_1, R_2, \dots, R_{10}), se reduce.

En otras palabras, es posible mostrar la información contenida en las 10 variables originales en solo nueve de ellas. Los resultados muestran una tendencia a la no-normalidad de algunos de sus componentes. Los Grupos 1, 5 y 6 (privado, privatizado y público) muestran los mayores valores para el estadístico. Este hecho es importante especialmente para el Código 1 dado que este grupo es representado por el mayor número de empresas (entre los grupos analizados) y, por lo tanto, podría dar resultados más confiables para los tests pertinentes. Sin embargo, esa no-normalidad no es absoluta; no rechazan los la hipótesis nula para muchos de sus componentes. Por otro lado, el test utilizado permite solo aceptar la hipótesis nula en el caso de las variables originales cuando se acepta para las variables Z_1, Z_2, \dots, Z_9 ; pero, no permite rechazar la hipótesis para las variables R_1, R_2, \dots, R_{10} cuando lo hemos rechazado para variables normalizadas. No cabe duda de que rechazar la normalidad de algunos componentes del vector Z es una alerta con respecto a la distribución de nuestras variables principales, las razones financieras.

Es conveniente insistir en el hecho que el test desarrollado aquí tiene solo un valor ilustrativo puesto que no permite rechazar la hipótesis en las variables originales. Por otro lado, cualquier test sobre la distribución de las razones requería reconocer el valor esperado y la varianza de las variables y para esas, hay disponibles solo estimaciones, que pueden afectar el resultado del test.

Otros factores podrían también ejercer alguna influencia sobre los resultados del test; ellos son los cambios ocurridos a través del tiempo dentro de cualquier grupo de empresas. Sin embargo, no es posible efectuar un análisis intertemporal de las variables dado lo exiguo de las muestras, con la excepción del Grupo 1. La idea es asegurar que las variables tienen un comportamiento razonable y utilizar el análisis discriminante y canónico para descubrir si, a pesar de los cambios intertemporales dentro de los grupos, es posible encontrar planos dentro de los cuales cada grupo es significativamente distante del otro.

Finalmente, una forma posible para mejorar los resultados del análisis canónico, es encontrar una transformación no-lineal de las razones originales, como $\ln(R_i + \text{constante})$, con una constante pequeña, que tenga propiedades de suavizamiento de la distribución de variables y tal que las nuevas variables mantengan sus características económicas.

Análisis Multivariado

Dado el gran número de razones escogidas -nueve, por lo menos-, puede ser conveniente reducir su número requerido para describir cualquier grupo, disminuyendo así la dimensión del problema. Esa reducción dependerá de la correlación existente entre las variables.

La matriz de correlación entre variables está dada por:

$$R = D^{-1/2} V D^{-1/2}$$

donde V: matriz de dispersión

D: diagonal de V

$$R = \begin{bmatrix} 1 & r_{21} & \dots & r_{n1} \\ r_{12} & 1 & \dots & r_{n2} \\ \cdot & \cdot & \dots & \cdot \\ \cdot & \cdot & \dots & \cdot \\ \cdot & \cdot & \dots & \cdot \\ r_{1n} & r_{2n} & \dots & 1 \end{bmatrix}$$

El test de hipótesis utilizado para determinar la existencia de correlación es:

$$H_0 : \rho = 0$$

$$H_1 : \rho \neq 0$$

El estadígrafo t-Student está dado por :

$$t_0 = \frac{\rho_{ij} \sqrt{n-2}}{\sqrt{1 - \rho_{ij}^2}} \rightsquigarrow t(n-2)$$

ρ_{ij} : coeficiente de correlación parcial de i con j

n : número de observaciones

El punto crítico de comparación es, al nivel de $\alpha\%$, el valor que da el porcentaje en una distribución t-Student -(n-2) grados de libertad.

Los resultados aparecen en el Cuadro VII-I-3. Las únicas correlaciones significativas (89 %) son las de R7 (pasivos corrientes/pasivos totales) con R9 (deuda/activos totales) y R5 (bene-

ficios totales/activos totales) con R7. Desafortunadamente, la eliminación de dos variables no reduce de manera importante la dimensión del problema. Por lo tanto, no serán eliminadas del análisis discriminante.

Análisis discriminante

La aplicación de este método permite la clasificación de cualquier empresa individual en grupos específicos basadas en variables que supuestamente contiene información del grupo al cual esta empresa realmente pertenece (privada, pública, privatizada, etc).

El discriminante lineal está dado por:

$$W_{ij} = R^T S^{-1} (\bar{R}_i - \bar{R}_j) - \frac{1}{2} (\bar{R}_i + \bar{R}_j)^T S^{-1} (\bar{R}_i - \bar{R}_j)$$

donde

R_i : vector de medias de grupo i.

R^T : vector de nueva observación $(R_1, R_2, \dots, R_{10})$

$$y \quad S^{-1} = \frac{1}{N - k} \sum_{j=1}^k \sum_{i=1}^{n_j} (R_j - \bar{R}_j)(R_j - \bar{R}_j)^T$$

N: número total de observaciones

k: número total de grupos

La regla de clasificación es la siguiente:

Se asigna R a la población i; si $W_{ij} > 0 \quad \forall j \neq i$. Por ejemplo, si tenemos 3 grupos 1, 2 y 3:

$$W_{12} = R^T S^{-1} (\bar{R}_1 - \bar{R}_2) - \frac{1}{2} (\bar{R}_1 + \bar{R}_2)^T S^{-1} (\bar{R}_1 - \bar{R}_2)$$

$$W_{13} = R^T S^{-1} (\bar{R}_1 - \bar{R}_3) - \frac{1}{2} (\bar{R}_1 + \bar{R}_3)^T S^{-1} (\bar{R}_1 - \bar{R}_3)$$

$$W_{23} = R^T S^{-1} (\bar{R}_2 - \bar{R}_3) - \frac{1}{2} (\bar{R}_2 + \bar{R}_3)^T S^{-1} (\bar{R}_2 - \bar{R}_3)$$

X clasifica como:

Población 1 si $W_{12} > 0$	y	$W_{13} > 0$,
Población 2 si $W_{12} < 0$	y	$W_{13} > W_{12}$
Población 3 si $W_{13} < 0$	y	$W_{12} > W_{13}$

Esta clasificación puede ser expresada en términos de la distancia Mahalanobis.

$$D_i^2 = (R - \bar{R}_i)^T S^{-1} (R - \bar{R}_i)$$

X es asignado a la población i si: $D_i^2 = \min [D_1^2, \dots, D_k^2]$

$$\text{Luego } W_{ij} = -\frac{1}{2}D_i^2 + \frac{1}{2}D_j^2$$

y la regla de decisión es: se asigna R a la población si $D_i^2 < D_j^2 \forall j \neq i$.

Los resultados son presentados en el Cuadro VII-1 del Capítulo VII y en el Apéndice VII-II (Hachette y Lüders, 1991).

Análisis canónico

Para definir con mejor base posibles diferencias entre grupos de empresas, aplicamos el análisis canónico. Este análisis permite determinar (i) así como el análisis discriminante explicado arriba, si cada grupo es auto-contenido y si existen diferencias entre grupos, y (ii) cuales de las variables usadas (razones) permiten discriminar mejor los grupos entre sí.

Formalmente, el método consiste en maximizar I con respecto a b, donde

$$I = \frac{(b^T B b)}{(b^T W b)}$$

definiendo

$$T = \sum_{j=1}^k \sum_{i=1}^{n_j} (R_{ij} - \bar{R})(R_{ij} - \bar{R})^T \text{ matriz de correlación total, y}$$

W matriz de correlación entre grupos

B matriz de correlación entre grupos que será

$$B = T - W = \sum_{j=1}^k n_j (\bar{R}_j - \bar{R})(\bar{R}_j + \bar{R})^T$$

donde

$$\bar{R}_j \text{ media del grupo } j \quad \bar{R}_j = \sum_{i=1}^{n_j} R_{ij}/n_j$$

$$\bar{R} \text{ media total } \bar{R} = \sum_{j=1}^k \sum_{i=1}^{n_j} R_{ij}/n$$

$$\bar{n} = \sum_{j=1}^k n_j$$

R_{ij} : variable i del grupo j
 n_j : número de observaciones del grupo j
 $i=1, \dots, n_j$ número de variables
 $j=1, \dots, k$ número de grupos

Conceptualmente, λ maximiza la distancia entre grupos y al mismo tiempo, minimiza las distancias entre grupos. Una alternativa de representación de esa maximización es resolver la ecuación

$$(W^{-1}B - \lambda I) b = 0$$

para λ y b

Una vez obtenido b , se puede construir las funciones canónicas. La primera explica la mayor varianza entre grupos y es un promedio ponderado de las distintas variables (razones) usadas en el análisis.

$Can_1 = Y = b_1 R_1 + b_2 R_2 + \dots + b_p R_p$ R_1, \dots, R_p : razones financieras

La varianza de Can_1

$$VAR_b(Can_1) = b^T VAR_b(R_1, \dots, R_p) b$$

puede demostrarse que

$$VAR_b(Can_1) = b^T B b$$

que es máximo y,

$$VAR_w(Can_1) = b^T VAR_w(R_1, \dots, R_p) b$$

donde

$$VAR_w(Can_1) = b^T W b$$

que es mínimo. Luego b maximiza la varianza entre grupos y la minimiza dentro de cada grupo. Se pueden obtener $q = \min(p, k) - 1$ variables canónicas. En nuestro caso, encontraremos a lo más

cinco funciones canónicas (el número de grupos menos 1). Sin embargo, can1 entrega la combinación de razones que mejor discrimina entre categorías la entrega Can₁. Can₂ representa la segunda mejor alternativa, y así sucesivamente. Por lo tanto, presentaremos gráficos sólo en el espacio Can₁ y Can₂ esperando que los distintos grupos se centrarán en distintas coordenadas de esos ejes.

Además, de la observación de la estructura de las funciones canónicas, se puede inferir que las variables que mejor discriminan entre grupos: son aquellas con correlación más alta con el eje dado por b.

Para concluir, se realizará un test de hipótesis para asegurar que las diferencias existentes entre grupos son significativas:

$$H_0: \mu_1 = \dots = \mu_k$$

H_1 : al menos, una media significativamente diferente

Definimos

$$L = \frac{|W|}{|I|}$$

$$r_E = \frac{ms - \frac{p \cdot (k-1)}{2} + 1}{p \cdot (k-1)} \cdot \frac{1 - \sqrt{\Lambda}}{\sqrt{\Lambda}}$$

$$\text{donde } m = n - 1 - \frac{p+k}{2} \text{ y } s = \sqrt{\frac{p^2(k-1)^2 - 4}{p^2 + (k-1)^2 - 5}}$$

k número de grupos

p número de variables (razones)

n número de observaciones

el estadígrafo r_E se distribuye aproximadamente como Fisher (Rao, 1952) con parámetros $\left(p \cdot (k-1), ms - \frac{p \cdot (k-1)}{2} + 1 \right)$

Si $r_E < r_c$ $\Rightarrow H_0$ no se rechaza

Si $r_E > r_c$ $\Rightarrow H_0$ se rechaza

Los resultados del test son presentados en el Cuadro VII-I-2. H_0 es rechazado en cada caso.

CUADRO VII-I-2: TEST DE HIPOTESIS

Caso	r_E	r_c	r_E	r_c
	R_1, \dots, R_9		R_1, \dots, R_{16}	
(1,2,3,4),(5,6)	7,4780	1,88	6,6189	1,83
(1,2,3,4),5,6	4,9535	1,60	4,6532	1,57
1,(2,3,4,5),6	12,2427	1,60	13,1782	1,57
2,3,4,5	9,7766	1,49	10,8372	1,46
(1,3,4),2,(5,6)	13,1198	1,60	13,6855	1,57
1,6	9,9977	1,88	8,2224	1,83
1,2,3,4,5,6	9,4900	1,42	10,1903	1,36

Por lo tanto, puede concluirse que las diferencias entre las medias de los grupos son significativas o alternativamente, que los grupos pueden diferenciarse aunque no se puede inferir el grado de diferencias entre ellos.

Se hará también un segundo test sobre distancias entre clases. Este es un test T^2 Hotelling de distancias basado en las distancias de Mahalanobis. El Cuadro VII-I-3 presenta los grupos discriminados significativamente-al nivel 95%- para cada caso.

CUADRO VII-I-3: DISTANCIAS SIGNIFICATIVAS ENTRE GRUPOS, R_1, \dots, R_9

Grupos						
(1,2,3,4),5,6	5-6	-	-	-	-	-
1,(2,3,4,5),6	1-(2,3,4,5)	-	-	-	-	-
2,3,4,5	2-3	2-4	2-5	3-4	3-5	4-5
(1,3,4),2,(5,6)	(1,3,4)-2	2-(5,6)	-	-	-	-
1,2,3,4,5,6	1-2	1-4	2-3	2-4	2-5	2-6
	3-4	3-5	3-6	4-5	4-6	5-6

CUADRO VII-I-3: DISTANCIAS SIGNIFICATIVAS ENTRE GRUPOS, R_1, \dots, R_{10}

Grupos							
(1,2,3,4),5,6	5-6	-	-	-	-	-	-
1,(2,3,4,5),6	1-(2,3,4,5)	-	-	-	-	-	-
2,3,4,5	2-3	2-4	2-5	3-4	3-5	4-5	
(1,3,4),2,(5,6)	(1,3,4)-2	2-(5,6)	-	-	-	-	
1,2,3,4,5,6	1-2	1-4	2-3	2-4	2-5	2-6	
	3-4	3-5	3-6	4-5	4-6	5-6	

Lista de cuadros

Cuadro I-1	Empresas Estatales y/o Empresas Administradas por el Estado 1970-1989	16
Cuadro I-2	Participación de Empresas Estatales en la Producción	17
Cuadro II-3	Algunos Indicadores de la Economía Chilena	28
Cuadro III-1	Evolución de las Metas y del Porcentaje Vendido de las Empresas Estatales	67
Cuadro IV-1	Rentabilidad de los Activos	81
Cuadro V-1	Balance del Sector Público	104
Cuadro V-2	Ingresos por Privatizaciones	105
Cuadro V-3	Impacto Fiscal de la Privatización	108
Cuadro V-4	Rentabilidad de una Cartera de Acciones	124
Cuadro V-5	Venta de Acciones de 10 Subsidiarias de Corfo	128
Cuadro V-6	Diferencias	130

Cuadro V-7	Evolución de las Tasas de Rentabilidad	132
Cuadro V-8	Distribución del Gasto Público	138
Cuadro VI-1	Pasivo Financiero	151
Cuadro VI-2	Privatización, Acciones y Accionistas	158
Cuadro VI-3	Inversión y Ahorro, 1973-1989.	160
Cuadro VI-4	Comparación de los Cambios en el Empleo por Tipo de Empresa	175
Cuadro VI-5	Empleo en Diez Empresas Privatizadas después de 1984	178
Cuadro VII-1	Análisis Discriminante de Grupos 1 y 6.	189
Gráfico VII-1	Razón Deuda/Activos 1965-1985	191
Gráfico VII-2	Ingreso Operacional/Activos Totales, 1965-1985	191
Gráfico VII-3	Razón Inversión Total/Activos Totales, 1965-1985	192
Cuadro VII-2	Variables más Discriminatorias	198
Cuadro VIII-1	Evolución del Desempeño de CAP	200
Cuadro VIII-2	Venta de Acciones CAP	204
Cuadro VIII-3	Número de Accionistas-Trabajadores CAP	204
Cuadro VIII-4	Indices de Precios de las Acciones	206
Cuadro VIII-5	Evolución del Comportamiento de ENDESA	220
Cuadro VIII-6	ENDESA: Evolución de las Subsidiarias	223
Cuadro VIII-7	Privatización del Sector de Energía Eléctrica	225
Cuadro VIII-8	ENDESA: Evolución de la Distribución de Capital	225
Cuadro VIII-9	Operación de Separación de Colbún y Aporte de Capital a ENDESA	232
Cuadro VIII-10	Precio de las Acciones de ENDESA en la Bolsa de Valores	233

303

Referencias

Acle, C. 1985. "El Sistema Financiero y el Desarrollo Económico". Thesis, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile.

Allende, J. A. 1988. "The Political Economy of Privatizing the State". Working Paper, Department of Political Science, University of Tennessee.

Behrman, R. 1976. Foreign Trade Regime and Economic Development: Chile. Special Conference Series on Foreign Trade Regimes and Economic Development. Vol. 3. National Bureau of Economic Research. New York: Columbia University Press.

Bolsa de Comercio. 1987 a 1989. Reseña de Valores. Santiago.

Brealey R. and S. Myers. 1988. Principles of Corporate Finance, New York: Mc Graw-Hill.

Büchi, H. 1988. "Statement on the State of Public Finance in 1987". Boletín Mensual (Banco Central de Chile), Enero.

Cabrera, A., D. Hachette, and R. Lüders. 1989. "La Privatización

en Chile después de 1985: Se vendieron o Regalaron las Empresas Públicas? Una cuantificación". Encuentro Anual de Economistas. Santiago, Noviembre.

CAP S.A. de Inversiones. 1989. "Antecedentes sobre la Reprivatización de CAP". Mimeógrafo.

Cauas, J. 1974. Memorias. 1980 a 1989.

Cauas J. 1974, en *Chilean Economic Policy*. ed. J. C. Méndez. 1979. Dirección del Presupuesto. Santiago (119, 154).

Cauas J. 1975, en *Chilean Economic Policy*. ed. J. C. Méndez. 1979. Dirección del Presupuesto. Santiago. (191).

Coloma, F. 1988. "Rentabilidad de Distintas Formas de Inversión (1975-1988)". Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile. Mimeógrafo.

Coloma, F. Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile. 1989. "Análisis Institucional y Económico del Sector Telecomunicaciones en Chile". Mimeógrafo.

Comisión Nacional de Energía. 1989. El Sector Energía en Chile. Comisión Nacional de Energía. Diciembre.

Cortés, H., and L. Sjaastad. 1981. "Protección y Empleo". Cuadernos de Economía, Nº 54, 55. Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile.

De la Cuadra, S., and D. Hachette. 1991. "Chile". In *Liberalizing Foreign Trade*, edited by D. Papageorgiou, M. Michaely, and A. Choksi. London: Basil Blackwell.

Díaz-Alejandro, C. 1988. "Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crisis". *Journal of Development Economics*, 19.

Edwards, S. 1985. "Stabilization with Liberalization: An Evaluation of Ten Years of Chile's Experience with Free Market Policies, 1973-1983". *Economic Development and Cultural Change*. Enero.

Edwards, S., and A. Cox-Edwards. 1987. *Monetarism and Liberalization: The Chilean Experiment*. Cambridge, Mass. Ballinger.

ENDESA. Memorias. 1980 a 1989.

Foxley, J. 1985. "Determinantes Económicos del Ahorro Nacional: Chile 1963-1983". Cuadernos de Economía, Nº 68 (Abril). Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile.

Harberger, A. 1985. "Observations on the Chilean Economy, 1973-1983". *Economic Development and Cultural Change* 34, Nº 3 (Abril).

Hachette, D. 1977. "Aspectos Macroeconómicos de la Economía Chilena: 1973-1976. Documento de Trabajo Nº 55. Pontificia Universidad Católica de Chile.

Hachette, D. 1988. "El Ahorro y la Inversión en Chile, un Gran Desafío". En *Desarrollo Económico en Democracia*, ed. F. Larraín. Santiago: Ediciones Universidad Católica de Chile.

Hachette, D., and R. Lüders. 1988. "Aspects of Privatization: The Case of Chile, 1974-1985". Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile. World Bank. Mimeo-grafo.

Hachette, D. y Lüders R. 1991. Documento de Trabajo 147. Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile. Diciembre.

Ibbotson R. G., and R. A. Signefield, 1982. *Stocks, Sonds, Bills and Inflation. The Past and the Future*. Financial Analysts Research Foundation. Charlottesville. Va.

Larroulet, C. 1984. "Reflexiones en Torno al Estado Empresario en Chile". *Estudios Públicos*, Invierno 1984.

Larroulet, C. and E. Halm, 1983. "Las Empresas Públicas y su Respuesta a Diferentes Incentivos: El Caso Chileno entre 1971 y 1981". *Empresas Públicas en Latinoamérica*. Ed. J. Kelly de Escobar. Ediciones Instituto de Estudios Superiores de administración, Venezuela.

- Lüders, R. 1990. "Institutional Investors, Regulation and Capital Market Development in Brazil". World Bank, Washington, D. C. Mimeógrafo.
- Lüders, R. 1986. "Lessons from the Financial Liberalization of Chile, 1973-1982". World Bank, Washington, D. C. Mimeógrafo.
- Mandakovic, T., and M. Lima. 1989. "Privatization in Chile: Management Effectiveness Analysis". Privatization and Deregulation in Global Perspective, ed. D. Gayle and J. Goodrich. Greenwood Press.
- Marcel, M. 1989. "La Privatización de Empresas Públicas en Chile 1985-1988". Notas Técnicas, Nº 125 (Enero). Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica, Santiago.
- Marcel, M. 1989. "Privatización y Finanzas Públicas: El Caso de Chile, 1985-88", Colección Estudios Nº 26 (Junio). Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica, Santiago.
- Marshall, J., and P. Romanguera. 1981. "La Evolución del Empleo Público en Chile 1970-1978". Colección Estudios, Nº 14 (Septiembre). Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica, Santiago.
- Maxwell, A. E. 1977. *Multivariate Analysis in Behavioural Research*. London: Chapman and Hall.
- Méndez, J. C. 1979. "Chilean Economic Policy: Dogmatism or Realism". Chilean Economic Policy. Dirección del Presupuesto. Santiago.
- Pearson, K. 1900. "Mathematical Contributions to the Theory of Evolution in the inhevitance of characteristics not capable of Exact Quantitative Measurement, VIII". *Philosophical Transactions of the Royal Society (Ses. A)* 195(1):79-150.
- Monckeberg, M. A. 1988. "Aceleración Privatizadora: Las Amarras del Poder". *La Epoca* (Septiembre 25).
- Morandé, F. 1988. "Domestic Currency Appreciation and Foreign Capital Inflows: What Comes First, Chile, 1977-1982".

Working Paper, Department of Economics, Universidad de Santiago.

Pérez, F. 1987. "Necesidades de Inversión para los Fondos de Pensiones". Documento de Trabajo N° 92. Santiago: Centro de Estudios.

Ramos, J. 1986. *Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America, 1973-1983*. Baltimore: Johns Hopkins University Press.

Riveros, L. A. and R. Paredes. 1989. "Political Transition and Labor Market Reforms in Chile". Washington, D. C.: World Bank. Mimeógrafo.

Rosende, R., and A. Reinstein. 1986. "Estado de Avance de Programa de Reprivatización en Chile". Santiago: Banco Central de Chile. Mimeógrafo.

Sapelli, C. 1989. "Ajuste Estructural y Mercado de Trabajo: Una Explicación de la Persistencia del Desempleo en Chile, 1975-1980". Annual Meeting of Economists, Santiago, Noviembre.

Short, P. T. 1984. "The Role of Public Enterprises: An International Statistical Comparison". *Public Enterprise in Mixed Economies: Some Macroeconomic Aspects*, ed. R. Floyd, C. Gray, and R. Short. Washington, D. C.: International Monetary Fund.

Tockman, V. 1984. "Reactivación con Transformación: El Efecto Empleo". Colección Estudios, N° 14. Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica.

Valdés, S. 1988. "Ajuste Estructural en el Mercado de Capital: La Evidencia Chilena". Santiago: Banco Central de Chile. Mimeógrafo.

Vickers, J., and G. Yarrow. 1988. *Privatization: An Economic Analysis*. Cambridge, Mass.: MIT Press.

Vuytsteke, C. 1988. "Techniques of Privatization of State-Owned Enterprises". Vol. 1. World Bank Technical Paper N° 88. Washington, D. C.: World Bank.

Wagner, G., and C. Williamson. 1988. "Análisis Institucional y Económico de la Industria de Aeronavegación Comercial en Chile". Santiago: Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile. Mimeoógrafo.

Junta de Asesores Académicos del CINDE

- Abel G. Aganbegyan
*Academy of Sciences of the former
USSR, ex-Unión Soviética*
- *Michael J. Boskin
Stanford University, EE.UU.
- Hakchung Choo
Asian Development Bank, Filipinas
- Rudiger Dornbusch
*Massachusetts Institute of
Technology, EE.UU.*
- Ernesto Fentaine
*Pontificia Universidad Católica de
Chile, Chile.*
- Herbert Giersch
*Kiel Institute of World Economics,
Alemania*
- Francisco Gil Díaz
Ministerio de Hacienda, México
- Malcolm Gilis
Duke University, EE.UU.
- Arnold C. Harberger
*University of California,
Los Angeles, EE.UU.*
- Helen Hughes
*Australian National University,
Australia*
- Shinichi Ichimura
*Osaka International University,
Japón*
- Glenn Jenkins
*Harvard Institute for International
Development, EE.UU.*
- D. Gale Johnson
University of Chicago, EE.UU.
- Roberto Junguito
Banco Sulameris, Colombia
- Yutaka Kosai
*Japan Center for Economic
Research, Japón*
- Anne O. Krueger
Duke University, EE.UU.
- Deepak Lal
*University of California,
Los Angeles, EE.UU.*
- Ronald I. McKinnon
Stanford University, EE.UU.
- Charles E. McLure, Jr.,
Hoover Institution, EE.UU.
- Gerald M. Meier
Stanford University, EE.UU.
- Seiji Naya
University of Hawaii, EE.UU.
- Juan Carlos de Pablo
DEPABLOCONSULT, Argentina
- Afonso Pastore
Universidade de Sao Paulo, Brasil
- Gustav Ranis
Yale University, EE.UU.
- Michael Roemer
*Harvard Institute for International
Development, EE.UU.*
- Leopoldo Solís
*Instituto de Investigación
Económica y Social Lucas Alamán,
México*
- David Wall
University of Sussex, Inglaterra
- Richard Webb
*Pontificia Universidad Católica del
Perú, Perú*
- James Worley
Vanderbilt University, EE.UU.
- *Michael J. Boskin
con permiso temporal.