

**SVILUPPO E RIFORME IN CILE:
ALCUNE RIFLESSIONI MACROECONOMICHE
Apertura commerciale, fondi pensione, privatizzazione dei servizi ***

Reforms and Development in Chile: Macroeconomic considerations on International Trade, Pension Funds and the Privatisation of Utilities *

Andrea de Panizza

Abstract

This paper examines the growth pattern followed by the Chilean economy with reference to the macroeconomic reforms undertaken during the Pinochet regime, which have been largely maintained by successive democratic administrations and partially reproduced by neighbouring countries. The focus is on the linkages between international specialisation, development of pension funds and privatisation of utilities. Assuming a joint macroeconomic and geo-political perspective, the analysis highlights how the positive interactions among these aspects favoured macroeconomic stabilisation, the deepening of the financial system, the setting up of corporations able to stand in the international arena in services and medium-hi tech sectors and, overall, better growth and export performances. On the other hand, it is shown how this 'Chilean road to development' was largely dependent on a rather unique complex of circumstances, from the early start of reforms, to an exceptionally favourable resource endowment and a strategic location, to the rare opportunity of safeguarding national interests while meeting the wishes of what once was critically called the 'Washington Consensus', let alone the tribute paid in terms of human lives and civil rights. The Chilean model-experience is hence hard to reply in time and space, as recent dynamics within the Chilean economy itself have confirmed.

In questo lavoro si analizzano le dinamiche dell'economia cilena fino agli anni Novanta in relazione alle riforme liberalizzanti attuate durante il regime del generale Pinochet, mantenute dalle amministrazioni democratiche e parzialmente seguite da altri Paesi latinoamericani. L'attenzione è rivolta in particolare al ruolo della specializzazione internazionale e delle privatizzazioni nell'ambito del sistema pensionistico e delle imprese statali nel settore dei servizi pubblici, proponendo una lettura della "via cilena allo sviluppo" fondata su argomentazioni macroeconomiche e geo-politiche insieme. L'analisi evidenzia l'esistenza di un'interazione positiva tra le riforme ai fini della stabilizzazione e della performance macroeconomica, dell'approfondimento del sistema finanziario, della costituzione di gruppi in grado di competere internazionalmente nei settori dei servizi ad alta tecnologia, tipicamente deboli nei Pvs. A questi risultati – pure raggiunti dopo notevoli "incidenti di percorso", e non interamente positivi – avrebbero contribuito l'avvio precoce dell'azione riformatrice, con i vantaggi di una "finestra" temporale rispetto ai Paesi concorrenti, e le peculiari condizioni economico-istituzionali del Cile, tra cui una dotazione particolarmente favorevole di risorse in rapporto alla popolazione, una localizzazione strategica e la capacità di perseguire una politica attiva di tutela degli interessi nazionali. Al tempo stesso, alla luce di questi aspetti, l'Autore evidenzia la natura problematica della replicabilità del modello cileno in altri Paesi della regione.

JEL Classification codes (Key words): E63; G23; H63; L33; L97; N16; N26; O54

** This paper was originally presented at the National Research Council of Italy workshop on Development, Finance and the Firm held in Rome, on Feb. 1998, and later published in SVILUPPO/DEVELOPMENT #7 (2000)*

1. Introduzione

In questo contributo si propone una disamina del processo di sviluppo del Cile in relazione alle riforme macroeconomiche “liberalizzanti” attuate sotto la dittatura del generale Pinochet e fatte proprie dai successivi governi democratici.

In termini generali, oggetto dell'analisi è come sia stato possibile per questo Paese di intraprendere un sentiero di crescita sostenuta – mantenendolo finora – mentre le altre economie della regione ancora ristagnavano per gli effetti della crisi del debito, e quale ruolo abbiano avuto al riguardo l'apertura al commercio e agli investimenti internazionali, le privatizzazioni di gran parte delle imprese pubbliche e della quasi totalità del sistema previdenziale, considerando le dinamiche parallele dei mercati finanziari e della finanza pubblica.

Si tratta di un complesso di tematiche – dalla diatriba antica sulla scelta del *paradigma* di sviluppo e sul ruolo dello Stato, ai legami tra settore reale e finanziario dell'economia – ognuna delle quali richiederebbe un trattato a sé. La prospettiva – o la scorciatoia – adottata in questa sede, è di limitare l'analisi a una lettura fattuale sintetica fondata su alcuni elementi macroeconomici e geo-politici. Un simile taglio dell'esposizione, nonché lo stato di elaborazione ancora in evoluzione della ricerca, comportano una carenza di rigore cui si spera di porre rimedio in seguito; al tempo stesso dovrebbero tuttavia consentire di cogliere almeno il senso, seppure non l'esatta portata, di alcune relazioni che si ritiene abbiano avuto un ruolo non secondario nel determinare gli effetti delle politiche.

Avendo come punto di partenza la *performance* brillante mostrata dall'economia cilena nell'ultimo decennio in termini di crescita del prodotto, inserimento nel commercio internazionale e sviluppo del sistema finanziario, l'ipotesi di lavoro adottata è che la spiegazione del successo di quest'esperienza riposi sull'azione congiunta di un complesso di fattori che, pur convalidando alcune delle scelte di fondo delle politiche, ne demitizza parzialmente i risultati facendone, allo stesso tempo, anche un *unicum* difficilmente replicabile.

Tra gli argomenti su cui si fonda tale valutazione, filo conduttore della trattazione sono la peculiarità e l'abbondanza delle risorse cilene – considerando anche le dimensioni relativamente modeste dell'economia – e la precocità delle scelte di politica poi seguite anche dagli altri Paesi, che ha consentito lo *early start* delle iniziative conseguenti e, parallelamente, un favorevole baratto politico-economico in termini di accesso ai mercati e alle risorse finanziarie. Questi elementi, a loro volta, hanno determinato l'emergere di nuove specializzazioni settoriali a più elevato valore aggiunto e una vocazione internazionale come “base” per le operazioni degli investitori esteri che oggi matura anche attraverso le scelte operate nei confronti dei diversi processi di integrazione regionale in atto.

L'esposizione è articolata come segue: nella sezione seguente gli aspetti generali dell'evoluzione macroeconomica vengono esaminati in relazione alle dinamiche del commercio estero; mentre nella terza sezione si concentra l'attenzione sul sistema dei fondi pensione, esaminando i collegamenti con le imprese privatizzate nel settore dei servizi e proponendo una lettura complessiva tra politiche, caratteristiche peculiari del sistema-Paese ed evoluzione temporale delle economie regionali e di quella mondiale.

2. Reddito nazionale e commercio estero

Negli ultimi dieci anni l'economia cilena, per lungo tempo tra le meno dinamiche dell'America Latina, ha mostrato una capacità di crescita sorprendente, e decisamente superiore a tutti i principali Paesi della regione (tab.1, fig.1)¹.

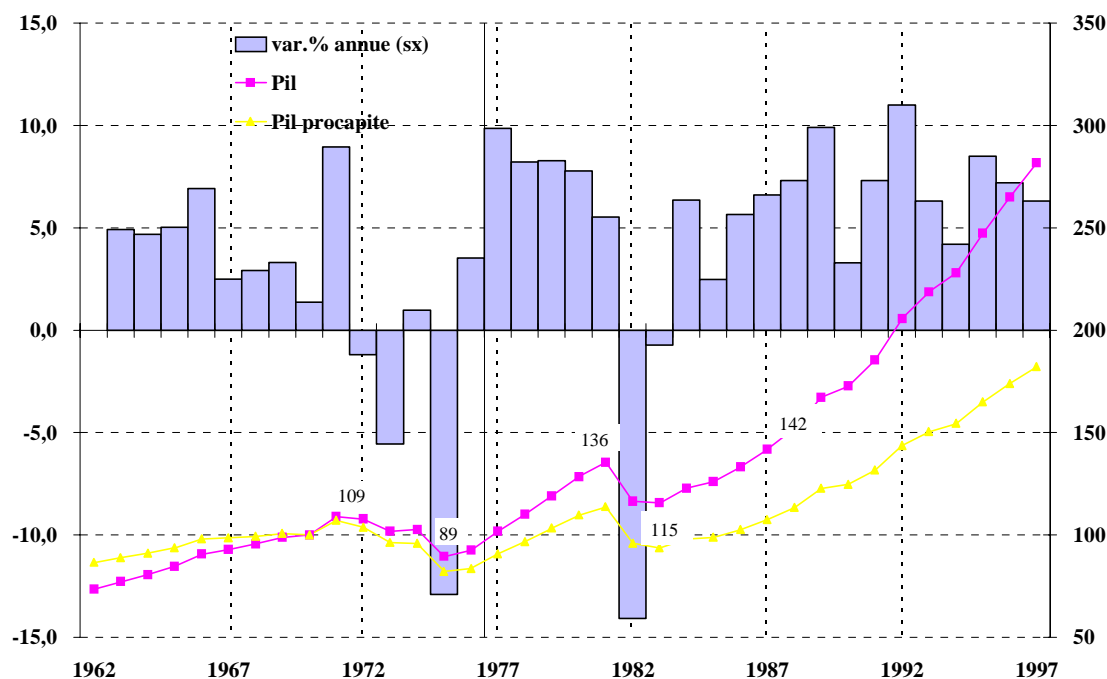
¹ Tra il 1950 e il 1970 l'economia cilena era cresciuta a un tasso medio annuo del 3,8%, e dell'1,6% in termini pro-capite, gli incrementi più modesti tra i Paesi di medie e grandi dimensioni dell'America Latina. Anche prendendo in esame il periodo 1963-1997 in tab.1, d'altro canto, la variazione complessiva è più elevata solo rispetto all'Argentina: la crescita sostenuta degli anni più recenti potrebbe quindi essere interpretata meno enfaticamente, come un “recupero” del ritardo accumulato relativamente alle potenzialità comuni a diversi Paesi della regione.

Tab. 1: Variazioni percentuali medie annue e cumulate del Pil reale (procapite) in Argentina, Brasile, Cile e Messico; 1963 - 1997

	Argentina	Brasile	Cile	Messico
<i>cumulate (procapite)</i>				
1990 vs. 1980	-11 (-22)	16 (-7)	33 (13)	15 (-3)
1997 vs. 1990	42 (30)	23 (8)	61 (44)	17 (4)
1997 vs. 1963	117 (34)	452 (160)	266 (105)	325 (93)
<i>medie annue del periodo</i>				
1996-97	2,5	3,5	6,7	6,0
1991-95	6,2	2,7	7,4	0,8
1986-90	-0,1	1,9	6,1	1,2
1981-85	-2,2	1,1	-0,4	1,6
1971-80	2,5	8,7	2,6	6,7
1963-70	4,4	5,4	4,3	7,1

Fonti: FMI-IFS; 1997 stima da dati nazionali

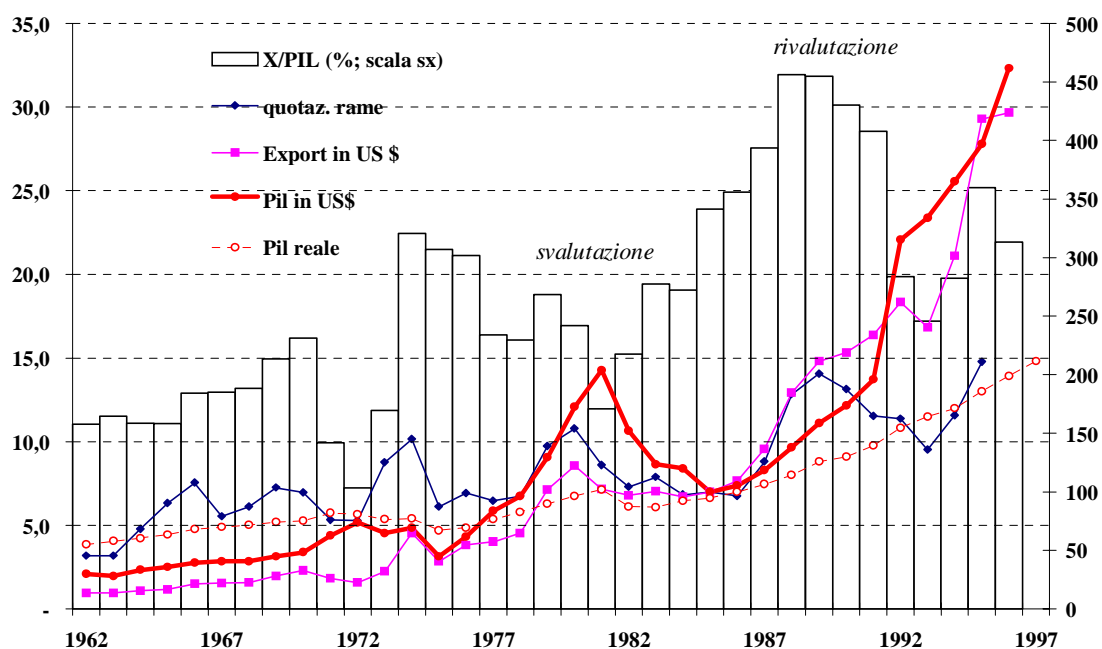
Figura 1- Cile, cicli economici 1963-1997: variazioni % annue del Pil reale e numeri indici (assoluto e procapite)



Tra le determinanti di tale risultato, un'attenzione particolare merita il ruolo svolto dalle esportazioni: queste, dopo un periodo buio nella fase iniziale della crisi del debito, nel 1987 hanno superato il picco del 1980, e nel decennio successivo sono triplicate in valore, mantenendo un tasso di crescita medio annuo in dollari del 12%, mentre il Pil reale cresceva "solo" del 6,5% (fig.2).²

² Nel periodo 1987-1996 le esportazioni sono infatti aumentate da 5.224 a 16.200 mln. US\$, e se misurate a prezzi costanti impiegando il deflatore del Pil USA, sarebbero comunque poco meno che raddoppiate rispetto al picco del 1980.

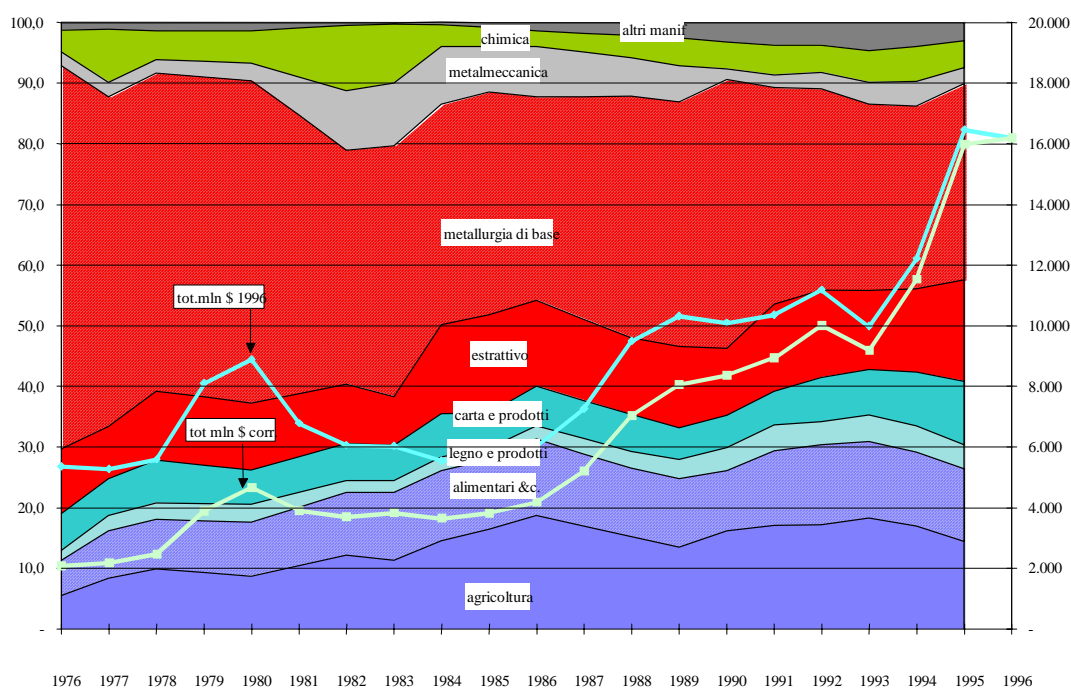
Figura 2- Cile: rapporto esportazioni / prodotto (istogramma) e numeri indici base 1985 delle esportazioni (US \$), del Pil (US \$ e reale), della quotazione del rame sul LME



La funzione di volano dello sviluppo svolta dalle esportazioni - che appare tanto più importante quando si consideri la scarsa apertura precedente dell'economia in relazione delle sue dimensioni ridotte (fig.2) - riposa, in larghissima misura, su due aspetti evolutivi della specializzazione commerciale cilena (fig.3), che fanno riferimento entrambi alle "risorse abbondanti" cui si accennava nell'introduzione. Questi sono il rafforzamento della posizione preesistente nell'estrazione e nella lavorazione del rame - del quale il Cile è il maggior produttore mondiale, e che determina un contributo da parte dei settori estrattivo e metallurgico a tutt'oggi vicino al 50% del valore delle esportazioni³ - e la nuova vocazione nei settori agro-forestale e della pesca nonché, più di recente, nelle relative trasformazioni industriali, che hanno visto crescere la propria quota congiunta nell'export di beni dal 20 a ca. il 40%, in gran parte grazie alla valorizzazione di produzioni "non tradizionali".

³ Tra il 1991 e il 1996 la produzione cilena di rame estrattivo è passata da 1,8 a 3,1 mln di tonnellate, equivalenti rispettivamente al 22 e al 29% del totale annuo mondiale.

Figura 3 - Cile: composizione percentuale e valore delle esportazioni in mln di US \$ ai prezzi costanti e correnti



Fonti: UN, *International Trade Statistics Yearbook* (vari anni) - ns. riclassificazione merceologica

Il rapporto tra l'evoluzione di questi due macro-settori *resource based* e le politiche è stato sicuramente profondo, ma non sempre di immediata lettura.

Il rame, ad esempio, la più tradizionale e considerevole fonte valutaria del Paese, costituisce forse il principale paradosso alla radice del successo del *paradigma* di "de-statalizzazione" dell'economia. L'industria mineraria infatti, in precedenza concentrata in due grandi compagnie di proprietà statunitense e la cui nazionalizzazione era stata completata durante la presidenza Allende, è stato uno dei pochi tasselli nel settore pubblico dell'economia non (ri)privatizzato durante tutta la permanenza al potere del generale Pinochet, e ha quindi potuto fornire un contributo determinante per fare attraversare al Paese nel migliore dei modi il periodo della crisi del debito, sostenendo finanziariamente il successo della riforma pensionistica e dell'intero progetto politico-economico di sviluppo che forma l'oggetto del presente studio.

Per meglio comprendere l'importanza della questione occorre rammentare la natura prevalentemente pubblica del debito estero⁴, che imponeva la realizzazione contemporanea di politi-

⁴ Nel caso cileno in gran parte non originaria, ma acquisita attraverso la ri-nazionalizzazione del sistema bancario (v. *infra*). Si tratta della c.d. *socializzazione* del debito, che ha avuto grande rilevanza anche in Argentina in relazione al medesimo tentativo "neo-monetarista" di stabilizzazione dei prezzi attraverso un processo di svalutazione programmata (in Cile a cambio fisso col dollaro nel periodo 1979-81) accoppiato ad elevati tassi di interesse reale e libera circolazione dei capitali, attuato in diversi Paesi del *Cono Sud* a fine anni settanta (cfr. ZÄHLER, 1991; MELLER, 1990). Questo aveva consentito per diverso tempo la speculazione "al coperto" sui differenziali d'interesse con gli USA (indebitamento in dollari e investimento in titoli nazionali), ma la discesa troppo lenta dei prezzi insieme all'afflusso valutario aveva portato a un crescente apprezzamento del cambio reale. Si era quindi prodotto un progressivo infragimento delle aspettative, aggravato dalla caduta delle quotazioni delle materie prime d'esportazione, rapidamente sfociato nella fuga dei capitali, nell'insostenibilità del cambio e in maxi svalutazioni che ha determinato il naufragio degli intermediari finanziari (spesso protagonisti in prima persona della speculazione).

A differenza dell'Argentina, nel caso cileno si provvide d'urgenza al salvataggio via nazionalizzazione di 14 delle 19 delle banche del Paese (e attraverso queste di numerosissime imprese), originariamente private, nazionalizzate da Allende e pochi anni prima ri-privatizzate con la presa del potere di Pinochet. Il governo di *Unidad Popular* infatti aveva portato il numero delle imprese pubbliche da 46 nel 1970 a 503 nel 1973, con una quota nel Pil era passata dal 14% del '65 al 39% del '73, senza però affrontare adeguatamente il problema della gestione, determinando un notevole aggravio del deficit pubblico (GOLDSTEIN, 1993; LARRAIN e MELLER, 1991, ma con dati dubbi) - Dopo la "restituzione" delle imprese nazionalizzate da Allende nel 1974-75, negli anni successivi furono privatizzate oltre 100 imprese, ottenendo un gettito di ca. 800 mln \$, col metodo della licitazione pubblica seguita però da trattativa privata. Per fare cassa, lo stesso governo doveva concedere crediti agevolati agli acquirenti, con una riduzione di prezzo

che di risanamento sui fronti valutario e fiscale in generale non mutuamente neutrali tra loro. L'aggiustamento "classico" di bilancia dei pagamenti attraverso il massiccio deprezzamento del cambio reale inizialmente praticato in tutti i Paesi della regione⁵, pertanto, facendo aumentare il valore in moneta nazionale di prezzi e contratti denominati in divise, ha avuto un considerevole effetto fiscale il cui segno dipendeva dalla disponibilità o meno di entrate statali dirette in valuta estera, e ha quindi corrispondentemente facilitato o reso impossibile la stabilizzazione della finanza pubblica e dei prezzi. Mentre per una trattazione più estesa sul tema dell'aggiustamento si rinvia, tra gli altri, a un lavoro precedente (cfr. DE PANIZZA, 1997), vale la pena di sottolineare come, nel caso del Cile col rame, insieme a Messico e Venezuela col petrolio, i proventi di queste esportazioni abbiano in gran parte sterilizzato gli effetti fiscali negativi della svalutazione, creando anzi in taluni momenti un'eccedenza di risorse in *pesos* rispetto agli oneri dei pagamenti per il debito. MELLER (1996) ad esempio, stima che le *Corporations* pubbliche in Cile abbiano generato profitti nell'ordine del 2,5% del Pil nel periodo 1980-81, il 2,1% negli anni duri 1982-84, e di ben il 4,4% tra il 1985 e il 1989.

All'inizio degli anni ottanta le quotazioni del rame, come le altre materie prime della regione, avevano subito una caduta che è stata tra le cause scatenanti della crisi (fig.2); a differenza di queste, però, nella seconda metà del decennio sono cresciute notevolmente, con un effetto espansivo sul Pil che – mercé la precedente svalutazione – negli anni 1987-88 è stato superiore al 2% annuo, divenendo leggermente negativo solo all'inizio degli anni novanta, in associazione con la rivalutazione (tab.2).

Tab.2 – Cile: Esportazioni di rame (mln \$ e% Pil) e contributo della variazione nelle quotazioni del rame al Pil()*

anno	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
<i>X rame \$</i>	1.539	1.380	1.583	2.496	3.003	2.201	1.796	1.895	1.865	2.022
<i>X rame/Pil</i>	15,6	10,3	10,3	12,0	10,9	6,7	7,4	9,6	9,7	12,6
<i>Quot./Pil</i>	0,9	-0,6	0,4	3,7	1,0	-3,0	-2,0	0,8	-1,4	0,2
anno	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<i>X rame \$</i>	1.995	2.615	3.702	4.347	4.638	4.479	4.724	3.976	5.192	7.850
<i>X rame/Pil</i>	11,9	13,8	16,8	17,1	16,7	14,3	9,4	7,4	8,9	12,4
<i>Quot./Pil</i>	-0,3	2,2	2,7	0,6	-0,4	-0,8	-0,2	-2,2	2,5	2,2

(*) Computato come variazione percentuale dell'indice delle quotazioni del rame ponderata per il valore dell'export di rame rispetto al Pil, misura la variazione percentuale del prodotto imputabile alle oscillazioni di prezzo del rame, al lordo degli effetti dalle variazioni sia della quantità di rame esportata che del Pil e del tasso di cambio reale. In altri termini, ceteris paribus, un aumento della produzione di rame e/o la diminuzione del Pil reale hanno l'effetto di aumentare l'ampiezza di *Quot./Pil*, indipendentemente dal segno; la svalutazione dà invece un impulso di segno positivo e la rivalutazione negativo.

Il rame ha quindi rappresentato un *atout* per le politiche, e la scelta di mantenerne l'industria sotto controllo pubblico, insieme agli investimenti per aumentarne la produzione, stempera nel pragmatismo il progetto ultra-liberista cileno del quale - come si vedrà appresso - è stato perno ideologico la privatizzazione del sistema pensionistico.

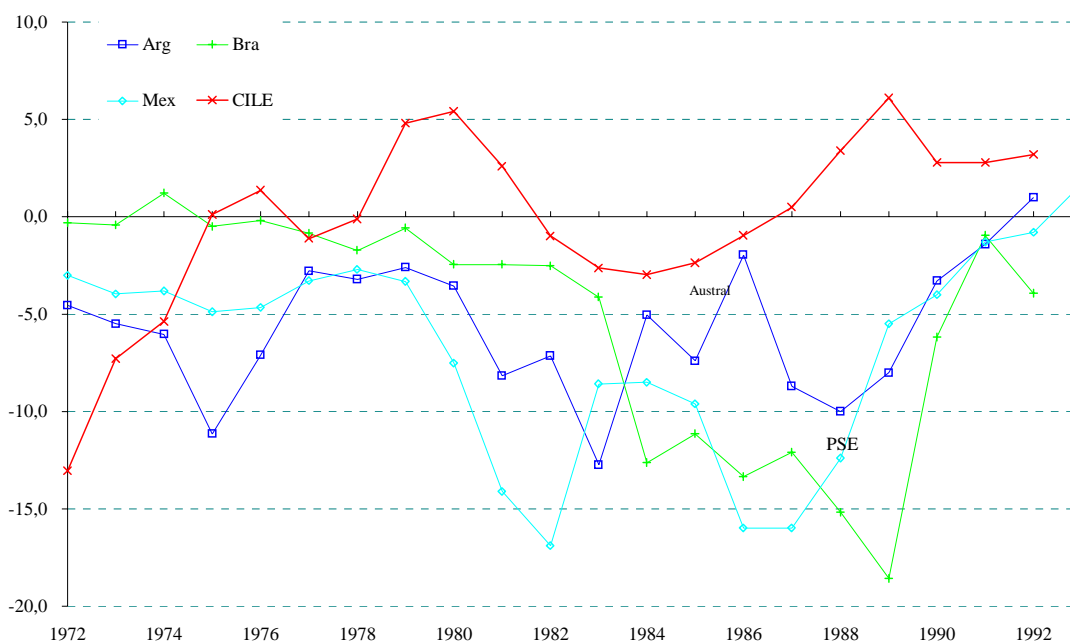
In merito alla risposta alla crisi e alla ripresa avviata nella seconda metà degli anni ottanta, va precisato anzitutto che la situazione del Cile, aldilà della dinamica delle ragioni di scambio, era decisamente meno compromessa rispetto agli altri Paesi, soprattutto per quanto attiene alla vita media residua più prolungata dei crediti esteri, che ha risparmiato uno shock iniziale grave come quello prodottosi in Argentina o in Messico nel 1982, e per la posizione solida del bilancio pubblico, con saldi positivi negli anni 1979-'81 (fig.4), ed entrate nell'ordine del 30% del Pil. Sul fronte delle politiche, è opportuno menzionare il drastico e precoce aggiustamento salariale realizzato attraverso l'abbandono d'autorità dell'indicizzazione ai prezzi delle retribuzioni in corri-

stimata nell'ordine del 30% rispetto al valore patrimoniale e del 40-50% del valore di vendita, portando inoltre a una impressionante concentrazione della proprietà industriale e del sistema finanziario in pochi gruppi (cfr., rispettivamente, FOXLEY, 1982 e FRIEDEN, 1991 - da GOLDSTEIN *cit*) che, grazie all'opportunità offerta dalla normativa di non procedere al consolidamento dei conti, indebitando società terze potevano non mostrare la propria effettiva fragilità. Il fatto che lo Stato con il crollo del sistema finanziario legato anche alla speculazione si sia trovato a rientrare in possesso delle banche e di gran parte di queste imprese, da parte dei critici all'approccio monetarista propugnato dai c.d. *Chicago boys* - i consulenti economici del regime formati a quella scuola - fu all'epoca ironicamente definito come la *via chicagoviana al socialismo*.

⁵ In origine determinato autonomamente dalla fuga di capitali.

spondenza con la maxi svalutazione iniziale. La tempestività di questa misura ha comportato una redistribuzione complessiva del reddito a favore dei profitti e del sistema finanziario⁶ e un duplice risparmio fiscale: sul monte salari relativo dei pubblici dipendenti e, in relazione alla riforma pensionistica, sul valore relativo del debito previdenziale implicito, originariamente stimato all'80% del Pil. Il risparmio di spesa e gli effetti già menzionati sulle entrate erariali dal rame, d'altro canto, hanno contribuito a contenere i deficit e la tentazione di monetizzarli (fig.4).

Figura 4 - Deficit pubblici finanziari in percentuale del Pil: Argentina, Brasile, Cile, Messico - 1972 -92/3



Fonti: FMI, *International Financial Statistics Yearbook*; EIU, *Banco de Mexico*

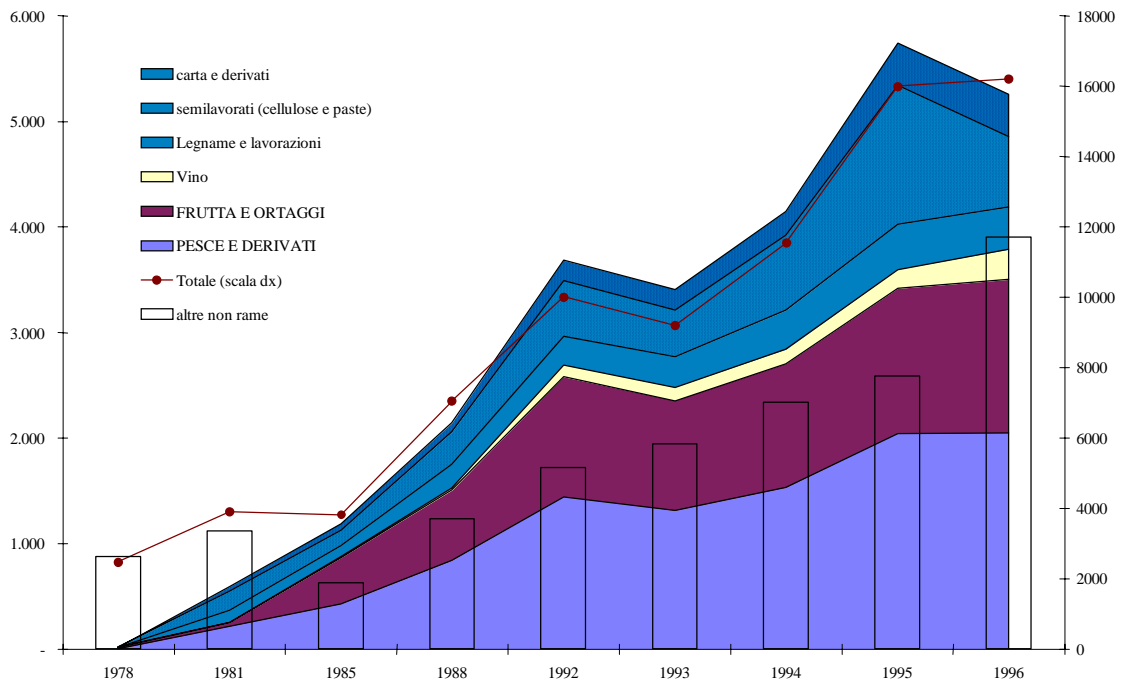
Da questo, insieme alla minor pressione dei consumi, ne è risultata facilitata la relativa stabilizzazione dei prezzi. Si è in tal modo evitata la *escalation* inflazionistica che aveva portato a estremi di instabilità e deprezzamento valutario Argentina e Brasile, salvaguardando per questa via il sistema finanziario, ancorché attraverso tassi reali elevatissimi.

Passando a considerare l'*exploit* delle esportazioni collegate alle filiere agro-forestale e della pesca, le singole voci principali sono rappresentate dalla frutta fresca (uva, mele, pere), legname e carta, salmone, e più recentemente da lavorazioni industriali e/o a maggior valore aggiunto, quali i sottoprodotti, le conserve, il vino, l'editoria (fig.5).

⁶ Necessario a creare una disponibilità almeno teorica di fondi interni e il debito pubblico, incentivata attraverso tassi reali nell'ordine del 30% e margini di intermediazione elevatissimi.

Nonostante nella prima fase della crisi, fino all'85, la quotazione reale di borsa delle imprese industriali fosse diminuita di quasi due terzi, assai più che non i salari, nel periodo 1975-85 risultava comunque aumentata del 600%, e negli anni successivi avrebbe preso l'abbrivio. E' abbastanza evidente, nel caso dell'aggiustamento iniziale, che la capacità di imperio del governo in Cile fosse notevolmente superiore, ad esempio, rispetto all'Argentina che si avviava alla transizione democratica con grandi aspettative, salari depressi, sindacati ostili.

Figura 5 - Cile: la dinamica delle esportazioni non minerarie per aggregati selezionati; 1978-1996, mln di \$



Fonti: riclassificazione da dati UN, *International Trade Statistics Yearbook*, e da dati nazionali

Il ruolo di madre natura e delle sue benedizioni in questa vicenda è tutt'altro che trascurabile. Molte delle produzioni menzionate sono infatti caratteristiche di agricolture a clima temperato, ovvero di quei Paesi dove risiede il potere d'acquisto, il costo della manodopera è elevato, le oscillazioni dei prezzi sono meno sensibili, e che generalmente sono ubicati nell'emisfero settentrionale, con stagionalità produttiva opposta e quindi un mercato disponibile, grazie anche all'aumento del reddito, all'acquisto di primizie dall'altro capo del mondo.

Vi sono poi altri tre ordini di fattori da considerare: la tecnologia, le opportunità di produzione, gli sbocchi di mercato.

Sotto il profilo tecnologico, l'abbattimento dei costi di trasporto (solo in parte endogeno, in relazione al potenziamento delle infrastrutture) ha contribuito ad aumentare la competitività delle esportazioni "pesanti". Le differenze tecnologiche in ambito produttivo inoltre, pur importanti, hanno un peso relativo minore nei settori primari d'origine, che sono generalmente caratterizzati da alta intensità di lavoro.

Il ruolo propulsivo delle politiche, pertanto, va guardato come prioritario nel determinare soprattutto gli altri fattori menzionati.

In questo senso, ai fini delle opportunità, essenziale è stata la messa sul mercato di gran parte di quel ca.30% delle terre meno produttive che la riforma agraria del precedente governo di *Unidad Popular* aveva destinato alle imprese statali, mentre la commercializzazione è stata sicuramente favorita dalla semplificazione e dagli incentivi derivanti dalle riforme daziarie e fiscali, nonché dal cambio inizialmente molto vantaggioso. Esiste però un secondo livello di lettura, che fa riferimento a quello che nell'introduzione è stato definito come il "baratto politico-economico" sotteso al progetto di sviluppo nazionale delle amministrazioni Pinochet.

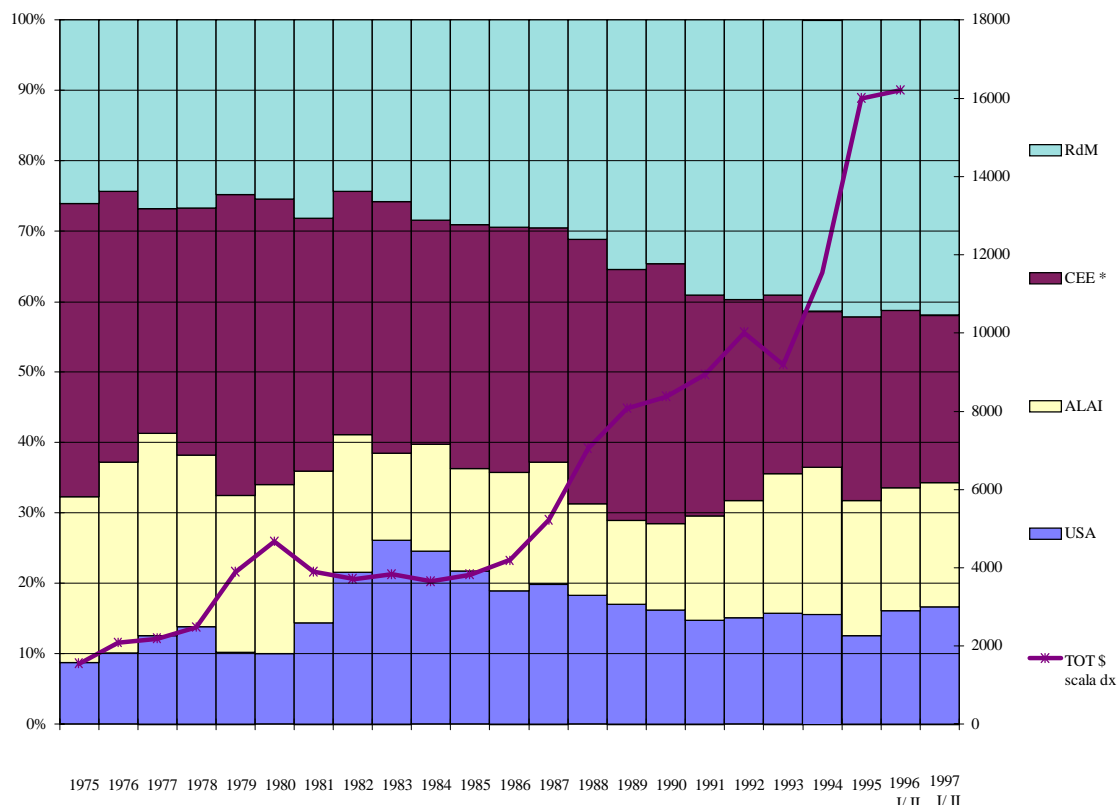
In una frase, questo è riconducibile all'offerta di una apertura (quasi) totale della propria economia agli investimenti esteri in cambio dell'accesso ai mercati. Più in dettaglio, inoltrandosi nel campo delle congetture, è possibile supporre anche un (tacito) patto reale con la prima amministrazione Reagan, in collegamento con la crisi del debito.

Le possibili motivazioni al riguardo vanno dalle affinità ideologiche sul terreno economico, pure esistenti, alla esigenza tutta economica degli Stati Uniti di avere almeno un "Paese vetrina" per l'aggiustamento proposto dal FMI e l'impianto complessivo delle politiche, con scopi che trascendevano le necessità immediate del proprio sistema bancario (di gran lunga il più esposto

con i Paesi latinoamericani), per arrivare all'attualità di una penetrazione molto maggiore degli USA nelle economie della regione usando, in diversi casi, proprio la testa di ponte cilena.

In sintesi, da parte del Cile si sarebbe offerta non solo la disponibilità ad essere d'esempio nel campo dell'aggiustamento e nelle scelte di politica, ma anche la rinuncia parziale di sovranità economica implicita nella cessione di parte dell'apparato produttivo e del sistema finanziario. La contropartita, nell'immediato, sarebbe stata l'afflusso di fondi in diverse forme (dalla via preferenziale in ambito creditizio agli investimenti diretti) e una consistente apertura di mercato, di cui si trovano indicazioni nel ruolo temporaneamente assunto dagli USA come "grande acquirente" nel momento in cui l'export risentiva pesantemente del crollo delle quotazioni del rame e della crisi dei mercati regionali: la quota dell'export assorbita dagli Stati Uniti è infatti passata dal 10% del 1980, al 21,6% nel 1982, fino al 26,1% nel 1983, ridiscendendo poi lentamente fino ai valori recenti nella fascia 15-20% (fig. 6).

Figura 6 - Cile: valore e ripartizione delle esportazioni per Paese di destinazione; mln US\$ e quote %, 1975-97



Fonti: UN International Trade Statistics Yearbook (vari anni) e fonti nazionali (1996-97)

* CEE a 10 fino al 1978; a 12 dal 1979;

Mentre le esportazioni agricole e ittiche cilene verso gli USA sono state facilitate dalla presenza di investitori statunitensi in questi settori, è interessante notare la scarsa penetrazione di analoghi prodotti provenienti dagli altri Paesi della regione - ad es. dall'Argentina o dalla Colombia - una cui possibile spiegazione è imputabile al differente trattamento in termini di restrizioni non tariffarie - in primo luogo sanitarie⁷.

L'altro aspetto della collaborazione, i fondi necessari a una gestione meno emergenziale della bilancia dei pagamenti, ha contribuito a determinare la miglior condizione complessiva del Cile a confronto con i maggiori Paesi in termini di risorse disponibili che, come può vedersi dai dati in tab.3, mostra una elevata correlazione con i tassi di crescita medi annui registrati nel periodo *core* della crisi 1982-1990.

⁷ Negli anni successivi tuttavia uno sbocco di mercato è stato invece concesso ai succhi di agrumi brasiliani.

Tabella 3 - America Latina e Caraibi: trasferimento netto di risorse (a), 1982-1996

	1982-90			1991	1992	1993	1994	1995	1996
	TNR	TNR % Pil (b)	var.% Pil (c)						
Totale	-221.500	-	-	3.460	26.640	31.362	8.367	18.452	12.030
Argentina	-33.182	-4,3	-0,5	-1.573	6.258	8.953	7.458	-592	2.700
Brasile	-74.749	-2,7	2,2	-8.570	584	-1.633	-723	19.951	15.500
Cile	-4.184	-2,2	2,7	-872	1.186	763	1.813	-850	1.885
Colombia	-6.840	-2,0	3,5	-2.676	-1.648	783	1.299	2.135	1.820
Messico	-71.829	-4,6	0,7	14.777	16.406	18.427	-1.808	-1.271	-11.410

(a) TNR = entrate nette di capitali (autonomi e non) - saldo del conto "redditi da capitale" (pagamenti netti di profitti e interessi). Le quantità negative indicano trasferimento di risorse verso l'estero.

(b) Computato come rapporto sul totale degli anni considerati, sulla base del Pil espresso in US\$ al tasso di cambio medio annuo

(c) Valori medi annui

Fonti: SELA, *Financiamiento Externo, Deuda Externa Y Flujos De Capital Intrarregional En América Latina Y El Caribe 1997*, su dati CEPAL, *Balance Preliminar de la Economía Latinoamericana.. 1996*; FMI, *International Financial Statistics Yearbook* (ns. elaborazioni)

Non bisogna tuttavia pensare che il "patto" Cile - Usa abbia implicato la cessione *tout court* dell'economia, né che la situazione sia rimasta immutata. Nel periodo successivo infatti, pur mantenendosi l'impronta di una scelta di fondo di "sviluppo aperto", si è assistito a una marcata evoluzione verso una maggior multilateralità sia in termini commerciali che finanziari e, parallelamente, all'affermazione di un capitalismo nazionale estremamente dinamico, che insieme hanno aperto una nuova prospettiva di specializzazione internazionale, di cui si discuterà appresso.

3. La riforma pensionistica

La riforma del sistema pensionistico attuata in Cile nel 1981 continua a rappresentare un modello di riferimento non solo nel dibattito scientifico, ma anche per la realizzazione di analoghe iniziative in America Latina (tab.4) e altrove. Tale riforma, centrata sulla sostituzione radicale del sistema previdenziale retributivo a ripartizione in gravi difficoltà con uno privatistico a capitalizzazione pura, ha comprensibilmente destato anche notevole interesse di natura politica, per le sue implicazioni sulla concezione del contratto sociale tra i cittadini attraverso lo Stato⁸.

Ogni lavoratore, infatti, ora provvede alla propria pensione su basi individuali, versando i contributi (obbligatori per almeno il 10% del reddito imponibile a fini pensionistici diretti, e un ulteriore 2-3% a fini assicurativi, fino al raggiungimento di un tetto) a una delle c.d. *Administradoras de Fondos de Pensiones* (AFP), imprese finanziarie con uno statuto particolare in concorrenza tra loro (la scelta dell'AFP è modificabile anche tre volte l'anno) che li investono sul mercato seguendo una griglia di legge nella composizione del portafoglio. Raggiunti i 65(M)/60(F) anni, o un capitale sufficiente a fornire un livello minimo di reddito, i fondi accumulati vengono messi a disposizione dell'*affiliato*, che può convertirli in una rendita vitalizia da acquistare presso un'assicurazione, oppure in un certo numero di annualità, e - se supera il minimo pensionistico - prelevarne anche una parte a mo' di liquidazione.

⁸ La riforma, la cui paternità è ascrivibile all'allora ministro José Pinera, è stata di proposito introdotta il 1° di maggio, ed è integrale, con l'unica notevole eccezione delle Forze Armate. Il sistema a ripartizione (PAYG, dall'inglese *pay as you go*) sostituito era il frutto di una precedente riforma del 1952 della sicurezza sociale (istituita nel 1924) che già prevedeva la capitalizzazione per le pensioni, mentre la sanità era a ripartizione. Nel sistema PAYG convivevano numerosissimi regimi specifici, con elevate disparità di trattamento tra le categorie; al tempo stesso quasi i ¾ delle pensioni erogate erano al minimo (DIAMOND e VALDES, 1993, cit. in GOLDSTEIN, 1993) e, nonostante le iniquità, vi era una moderata progressività generale (MARCEL e ARENAS, 1992).

Tabella 4 - Caratteristiche dei fondi pensione privati dell'America Latina a confronto (dati nov. 1996)

	Argentina	Bolivia	Brasile(*)	Cile	Colombia	Messico	Perù	Uruguay	
Anno di costituzione	1994	1997	1977	1981	1994	1997	1993	1995	
Obbligatorietà									
Contributi in % del salario	11%	10%	Variabile	10%	11,5%	11,5%	10%	15%	
Contributi volontari									
Contributi statali									
Risparmi aggiuntivi									
Commissioni fisse									
Commiss. var. su att. gestite									
Commiss. var. su contributi									
Combinazione									
Sconti permessi									
Pensione d'anzianità									
Invalidità e reversibilità									
Spese funebri									
Fondi singoli o multipli	S	S	S	S	M	M	S	S	
Limiti d'investimento									
Rendimenti minimi garantiti									
Riserva su oscillaz. profitti									
Riserva di legge									
N. manager	20	2	350	15	7	20	5	6	
N. contribuenti (mln)	2,8	n.d.	n.d.	3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
N. affiliati (mln)	5,4	n.d.	1,75	5,5	1,8	n.d.	1,4	0,31	
Patrimonio gestito (mln \$)	4.482	n.d.	65.723	28.130	511	n.d.	830	33	
Patrimonio gestito in % Pil	1,56%	n.d.	11%	40%	0,64%	n.d.	1,32%	0,2%	
PREVISIONI	Totale								
12/1996-Fondi	108.537	5.369	-	71.789	29.540	772	-	1.018	16
2000 - Fondi	201.377	19.927	1.543	103.114	43.347	4.736	24.228	3.680	802
2011 - Fondi	601.957	108360	2.885	241.211	94.816	35.484	94.436	19.980	4.785
1996 % Pil	9,8	1,9	-	12,2	41,0	1,0	-	1,5	0,3
2000 % Pil	11,9	5,9	21,8	14,7	50,0	5,1	6,6	4,7	4,0
2011 % Pil	23,0	19,6	23,0	21,2	67,3	23,4	19,2	16,6	14,7

Fonti: Infrastructure Investor (Mar. 1997); previsioni 1996-2011: Salomon Brothers

I rapporti solidaristici del sistema sono quindi ridotti alla ripartizione dei rischi sulla speranza di vita effettiva (tra pensionati, congiunti beneficiari della reversibilità, assicurazioni che vendono i vitalizi), con l'eccezione dell'assistenza agli indigenti e dell'integrazione al minimo⁹ che restano a carico della fiscalità generale.

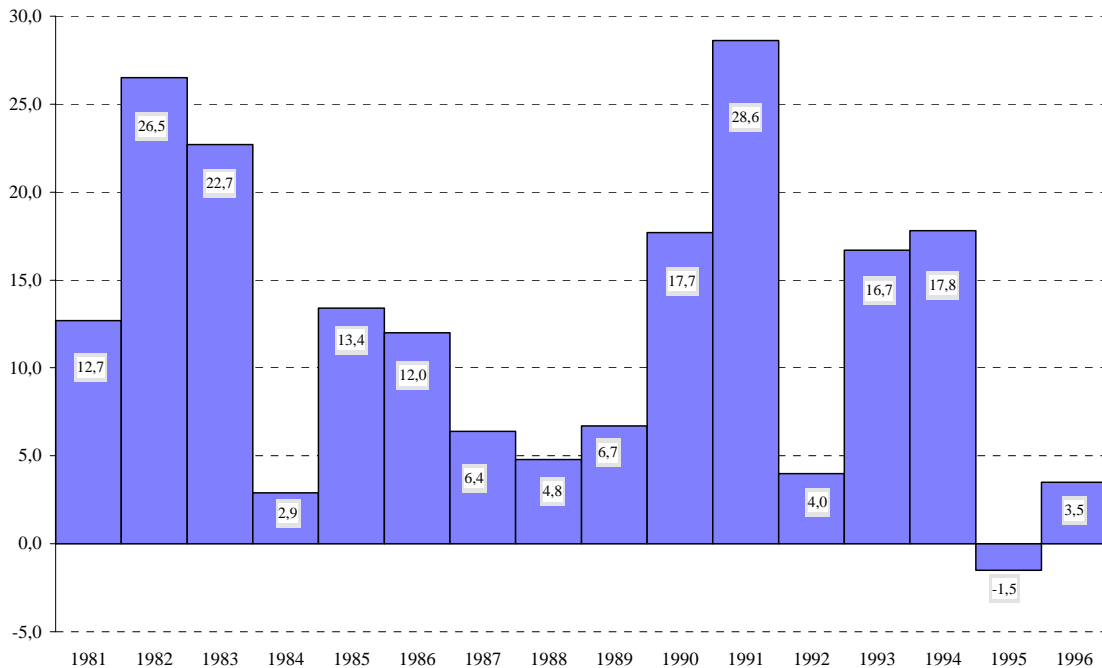
I sostenitori del modello cileno enfatizzano il successo avuto finora dall'esperimento in termini di rendimenti reali dei *conti individuali* accessi dai lavoratori presso le AFP, che dal 1981 al 1996 sono stati in media intorno al 12% annuo, di molto superiori al pur generoso 4% concesso dallo Stato nei *buoni di riconoscimento* dei contributi già versati dai lavoratori che passavano al nuovo sistema (fig.7); a questo sarebbero poi ascrivibili anche meriti presuntivi per la crescita del saggio di risparmio¹⁰ e lo sviluppo del mercato finanziario (fig.7) e, di riflesso, per la crescita

⁹ Fissata per legge a un massimo di 300.000 persone.

¹⁰ La questione degli effetti dei fondi pensione sul saggio di risparmio nazionale è discussa da tempo in letteratura. Il modello-base su cui si confrontano le teorie è quello controverso del ciclo vitale del risparmio individuale (cfr. ANDO e MODIGLIANI 1963). Come riporta DAVIS (1995) la maggioranza delle analisi empiriche - condotte principalmente sul sistema USA e UK, con fondi a beneficio definito - concordano nel senso di un aumento del risparmio privato nell'ordine dello 0,35 a uno (unità di versamento ai FP), e che considerando il costo per il settore pubblico si ha comunque 0,2 a uno (FELDSTEIN 1977, THREADGOLD 1980, MUNNELL e YOHAN 1992; con risultati simili cfr. anche PITELIS 1985 sul risparmio finanziario del Regno Unito). Il meccanismo chiave sembra essere quello dell'imperfezione dei mercati del credito (VALDES-PRieto 1994). Le comparazioni internazionali dirette dei saggi di risparmio non indicano una relazione semplice FP-risparmio (USA, UK e SW, con forti FP, hanno tassi di risparmio bassi, l'Italia con forte PAYG alti). Inoltre non è facile stabilire se l'aumento dei risparmi privati da FP si rifletta a livello nazionale, per le difficoltà di stima sia dell'effetto sul settore pubblico, sia del grado in cui l'aumento dei ren-

economica accelerata¹¹.

Figura 7 - Cile: rendimento reale delle attività delle AFP, 1981-96; valori percentuali



Fonti: Superintendencia de las AFP; El Mercurio

I detrattori di contro sottolineano le incertezze per il futuro, evidenziando gli effetti dubbi del sistema non solo sotto il profilo dei rendimenti reali possibili nel lungo periodo¹², ma anche per la scarsa partecipazione dei lavoratori autonomi (fig.8)¹³, i meccanismi sperequativi interni¹⁴ e i costi di gestione elevati¹⁵.

dimenti alza il risparmio (importanza degli effetti reddito e sostituzione), sia del grado in cui il risparmio aziendale per i FP a beneficio definito non è compensato da spese altrove (ad es. per pagare dividendi più elevati).

¹¹ Sul tema della relazione causale tra risparmio e crescita economica in riferimento all'America Latina cfr., nella prospettiva di unidirezionalità dalla crescita al risparmio, il saggio di GAVIN, HAUSMANN e TALVI (1997) e il commento critico di PAGANO (1997).

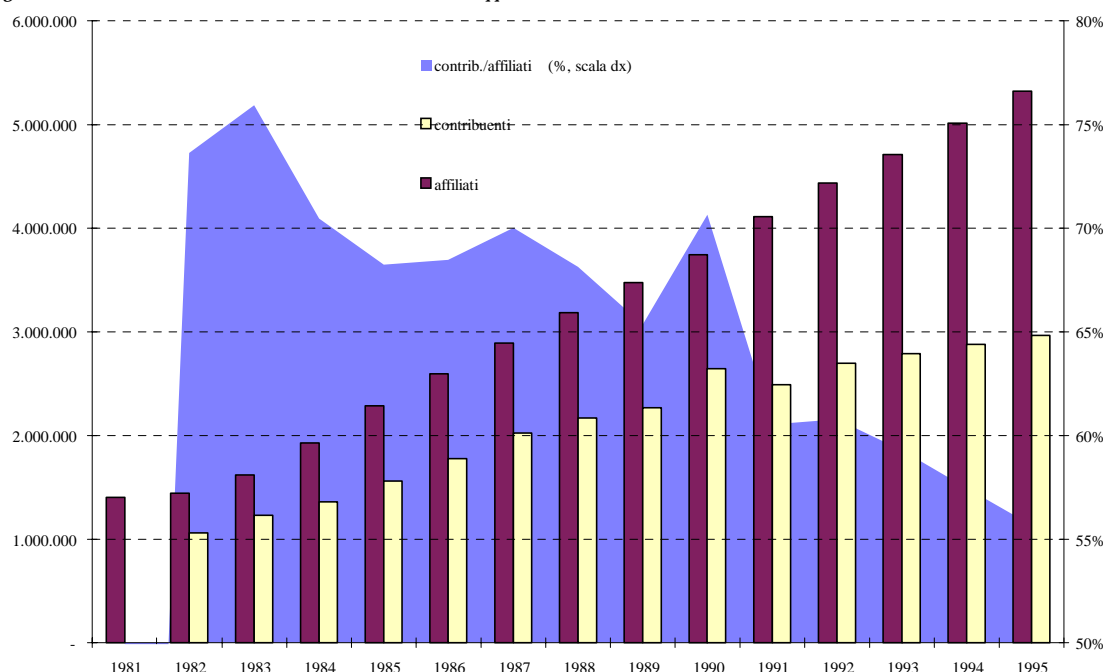
¹² Già negli ultimi anni, in relazione con diversi fattori di cui in parte si vedrà appresso, i rendimenti sono tornati a livelli più "terreni" (fig. 7), e la stessa Banca Mondiale (1995) prevede un tasso di lungo termine tra il 2,5 e il 4% annuo.

¹³ L'affiliazione a una AFP è obbligatoria per tutti i lavoratori, e in effetti il sistema è giunto a coprire la totalità della forza lavoro ufficiale. I lavoratori autonomi, tuttavia, contribuiscono su base volontaria, presupponendosi che abbiano strumenti e risorse per poter provvedere altrimenti alla propria vecchiaia.

¹⁴ Legati a diversi ordini di fattori, dalla presenza di commissioni fisse (parzialmente ma non totalmente eliminate), alla regressività insita nella diversa speranza di vita tra affiliati di diverse classi sociali (che non è considerata nel computo delle prestazioni), ai costi "finali" per l'acquisto del vitalizio presso l'AFP o una compagnia di assicurazioni.

¹⁵ Intuibilmente, i costi di gestione sono assai superiori a quelli dei sistemi pubblici centralizzati e, anche se nel sistema a contributo definito (CD) delle AFP non c'è la "punizione" per il lavoratore che cambia occupazione e conseguentemente fondo propria dei sistemi a beneficio definito (BD) come quelli aziendali USA, le commissioni e le spese vive sono comunque molto elevate. Difatti, oltre a quanto osservato nella nota precedente, e nonostante le commissioni nette (esclusi i premi per invalidità e decesso) siano cadute dal 23% dei contributi degli anni iniziali (prima dell'abrogazione dei "diritti" di accesso) al 15% dell'89-90, e dal 14 al 2,3% dei beni amministrati (VITTAS e IGLESIAS, 1992), nel successivo periodo 1992-1996, quando oramai la popolazione attiva era coperta, si è assistito al raddoppio del personale di vendita fino a ca.14.000 unità (il 70% degli occupati totali del settore) e, nel periodo 1990-96, a una (conseguente) mobilità degli affiliati pari al 31% annuo in media. Questa, da sola, avrebbe comportato costi nell'ordine dei 100 mln di dollari per anno (dati Superintendencia AFP), e per tale motivo in una dichiarazione alla stampa del 10/1/1997 il responsabile dell'autorità di controllo Bustamante ha prospettato una riduzione della facoltà di passaggio tra le AFP a una volta l'anno.

Figura 8 - Cile: affiliati e contribuenti effettivi alle AFP; mln e rapporto %, 1981/2 - 1995



Fonte: Superintendencia de AFP

L'opinione di chi scrive è che critici e sostenitori abbiano entrambi ragione su aspetti differenti. I fondi pensione (FP) hanno effettivamente fornito un contributo determinante allo sviluppo del mercato finanziario cileno e della stessa economia reale. Il sistema, al tempo stesso, è realmente oneroso (v.n.15) e non sembra in grado di assolvere appieno la sua funzione primaria di tutela *da solo*, senza cioè l'intervento dello Stato quale finanziatore in ultima istanza non solo in caso di rovesci finanziari, ma soprattutto nei confronti di quei lavoratori a basso reddito che con forme povere di lavoro autonomo o lunghi periodi di vacanza contributiva verrebbero a trovarsi in condizioni di indigenza¹⁶, assoluta se l'economia – cui per il momento è strettamente collegato (fig. 10) – non continuasse a crescere così in fretta, e sicuramente relativa nell'ipotesi sperabile di un continuato "miracolo" economico per la regione¹⁷.

In breve, *rebus sic stantibus*, si sarebbe optato per una ripartizione futura della ricchezza a relativo vantaggio dei giovani (sia in virtù delle prestazioni +grazie al basso rapporto contributi/reddito) e dei ceti più abbienti. Ma non è questo il punto: l'errore, se ve n'è, potrà forse essere corretto in seguito (e da parte nostra si rinvia alla versione definitiva del saggio). Ai fini della presente analisi, infatti, si trascura completamente di considerare costi sociali e aspetti distributivi¹⁸, per concentrare l'attenzione sull'interazione complessiva delle politiche nel determinare la posizione odierna (e futura) del Cile nell'economia regionale.

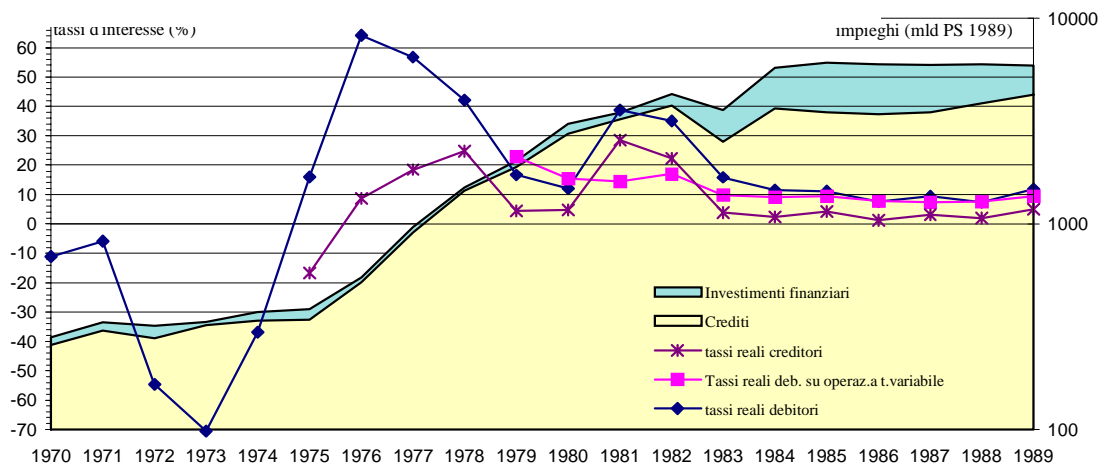
Al riguardo è possibile enucleare diversi elementi, iniziando dalle ragioni del successo delle AFP, che sono strettamente connesse alle politiche di stabilizzazione. Nei primi anni di vita del sistema, infatti, i tassi d'interesse reali elevatissimi (fig. 9) hanno consentito di lucrare su titoli che direttamente o attraverso l'apparato finanziario e industriale facevano riferimento al settore pubblico.

¹⁶ Per una stima in questa direzione (nonché un esame critico della conformità agli accordi ILO) cfr. GILLION e BONILLA (1992); *contra*, cfr. la replica in BUSTOS CASTILLO (1993)

¹⁷ Il forte legame tra il portafoglio delle AFP e l'economia nazionale – comune all'esperienza internazionale dei FP, ma ancora più accentuato – è stato considerato eccessivamente rischioso per i FP dei Pvs (cfr. REISEN, 1996). Nel caso del Cile, la paura di rischi eccessivi di investimento *idiosincratico* non appare tenere adeguatamente conto delle finalità strategiche sottese alla composizione del portafoglio, che vanno oltre il generico *financial development* (v. oltre nel testo), né della graduale modificazione di quest'ultimo; per un modello di ripartizione geografica ottimale degli investimenti delle AFP, cfr. SANDOVAL-ALAMOS (1996)

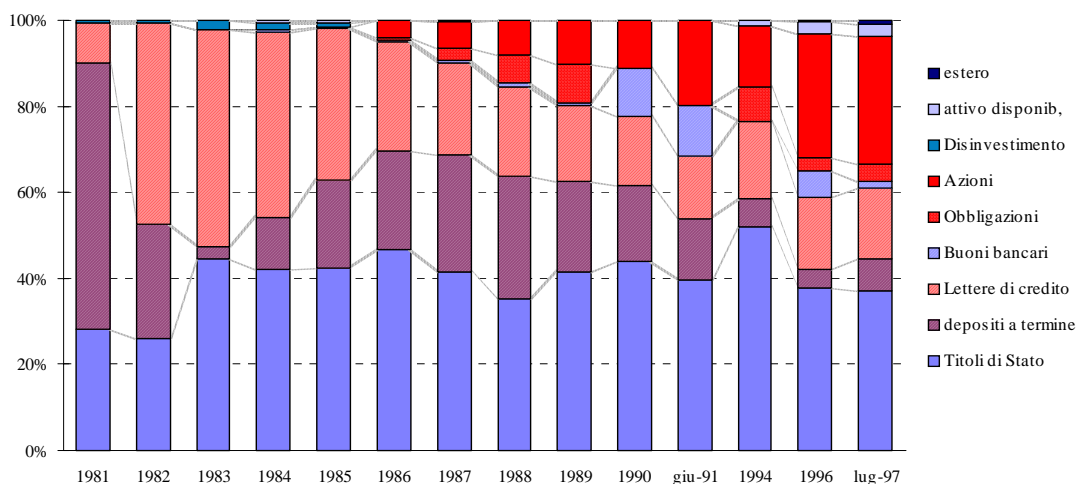
¹⁸ Dagli oltre 2700 *desaparecidos*, alle implicazioni distributive delle riforme.

Figura 9 - Cile: impieghi e tassi reali del sistema bancario, 1970 - 1989



La composizione del portafoglio inoltre (fig.10), nonostante non renda giustizia alla proprietà effettiva di banche e imprese, attraverso la fissazione di massimali per categoria d'investimento, in questa prima fase vincolava le AFP a impegnare i fondi esclusivamente in questa direzione.

Figura 10 - Cile: ripartizione del portafoglio delle AFP al luglio 1997



Fonti: Vittas e Iglesias 1993 su dati Habitat 1991; AFP Provida, Proteccion, Cuprum

Le imprese private, piuttosto ovviamente, in questo periodo hanno evitato per quanto possibile di ricorrere al sistema finanziario, aumentando il proprio tasso di risparmio interno via profitti non distribuiti. La grandissima parte dell'onere di questi rendimenti, in una fase in cui l'economia ancora stagnava, è dunque andata in carico allo Stato, che in tal modo ha rastrellato risorse a carissimo prezzo, modificando le etichette sui propri flussi di cassa¹⁹, ma allo stesso tempo ha creato le condizioni per far sopravvivere il mercato finanziario nazionale e attrarre fondi dall'esterno.

L'altro elemento cardine di questa costruzione è la parte terminale della "terza ondata" di privatizzazioni, che a partire dal 1987 ha messo sul mercato le imprese dei servizi impiegando tecniche finanziarie diversificate e, attraverso il sistema dei *debt-equity swaps*, ha portato alla rendenzione di ca. 10,5 mld di debito estero nel periodo 1985-91²⁰. La cessione delle imprese è in-

¹⁹ ad es. le entrate previdenziali divenivano debito interno ripartito tra governo e settore pubblico dell'economia, mentre le uscite venivano tostate in termini reali attraverso le politiche indicate nella sezione precedente.

²⁰ Già nel 1985-86 erano state cedute per ca. 1 mld \$ 16 banche e 125 imprese, creando forme di azionariato diffuso che aumentassero il sostegno di opinione alle privatizzazioni e al regime (GOLDSTEIN, 1993), dopo un'opportuna ricapitalizzazione che, nel caso delle banche, beneficiava anche degli alti margini di intermediazione evidenziati in fig.9. Tra le tecniche finanziarie, rilevante è stata la cessione progressiva di pacchetti azionari, in modo da evitare la sottovalutazione eccessiva. I *debt-equity swaps* (con-

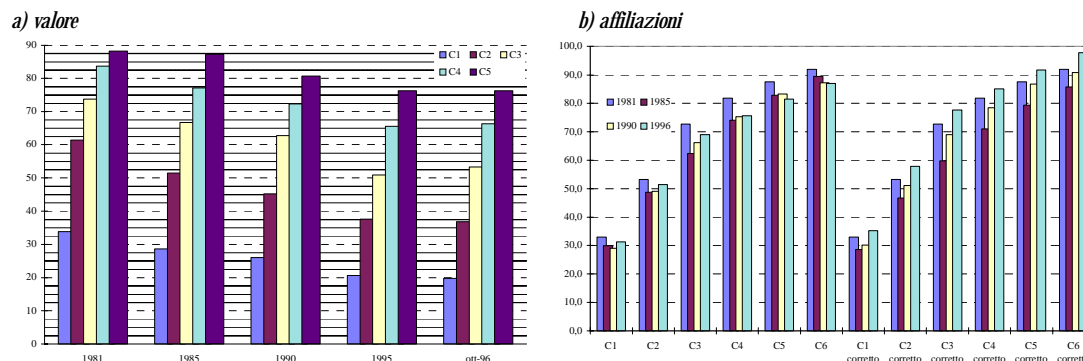
fatti avvenuta in gran parte attraverso la borsa, e in parte - nel caso dei monopoli pubblici elettrico e delle telecomunicazioni - anche per cessione diretta alle AFP. L'impatto di queste privatizzazioni sulla borsa e sulla redditività delle AFP è stato enorme. Il mercato borsistico si è "gonfiato", con una capitalizzazione vicina al 100% del Pil nel 1991, dal ca. 25% del 1987. I tassi reali sono potuti diminuire leggermente, mentre la profittabilità delle AFP beneficiava della cospicua sottovalutazione delle azioni acquistate, garantendo nel contempo liquidità di lungo periodo alle medesime imprese. E' questo, probabilmente, il punto di non ritorno dell'intero processo.

L'importanza della cessione delle *utilities*, infatti, può essere meglio compresa se si tiene a mente il percorso delle analoghe privatizzazioni precocemente avviate dal governo Thatcher nel Regno Unito, che ha reso imprese come British Telecom o British Airways dei giganti a livello continentale. Le aziende vengono svendute, ma allo stesso tempo sono messe in grado di superare la sotto-capitalizzazione, tanto più importante nel caso di un Pvs come il Cile. Il loro valore cresce quindi non solo perché si riaccosta a quello effettivo, ma anche perché vengono avviati grandi investimenti, che nel caso cileno si sposano alla complessiva ripresa di ciclo e alla cronica (in tutti i Paesi della regione) domanda inesausta. Sia nel Regno Unito che nel Cile, infine, si ha l'enorme vantaggio di essere arrivati primi, e di poter quindi cogliere le opportunità a mano a mano che si presentano.

Per il Cile, la cessione all'estero di un pacchetto di controllo (non necessariamente maggioritario), d'altro canto, significa poter fare un salto tecnologico che non ha eguali nella regione, con delle implicazioni di cui si dirà tra breve.

Tornando alle AFP, queste "crescono e prosperano", in un mercato con pochi attori ma estremamente concorrenziale, nel quale la concentrazione di mercato permane elevata ma in leggera flessione nel tempo, e un rapporto tra affiliati e valore dei versamenti tutt'altro che lineare (fig. 11-12)²¹.

Figure 11 - Indicatori della concentrazione di mercato: quote delle prime AFP per valore e affiliazioni, 1981-1996



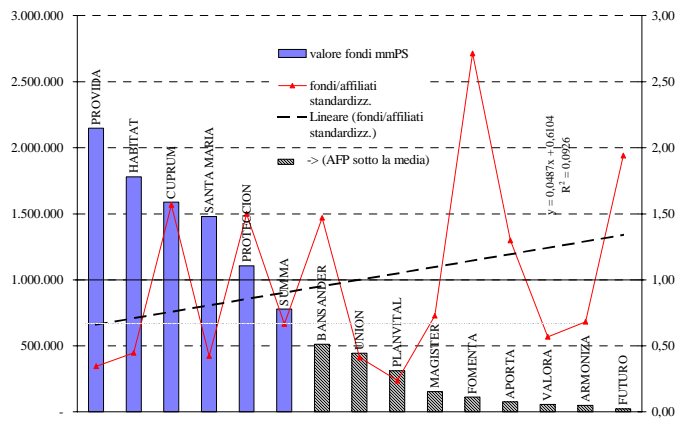
Fonti: dati SAEP e (1995-6) forniti dalle AFP

nota: il coefficiente di correzione in b) è computato come 0.5 volte la differenza tra il numero delle AFP alle diverse date e nel 1981

cambio tra titoli del debito e titoli obbligazionari o azionari in valuta nazionale) sono stati effettuati considerando il debito al 66% del valore di facciata. Ciononostante, è opinione diffusa che la sottovalutazione delle obbligazioni conferite sia stata ben più importante.

²¹ All'avvio del sistema nel 1981 erano presenti 20 AFP. Nel tempo, diverse AFP anche di rilievo sono uscite dal mercato, sia attraverso fusioni che per fallimento (con l'occasione si è visto che, seppure su scala ridotta, il sistema è in grado di fronteggiare gli shock), e altre sono entrate, alcune acquisendo rapidamente quote di mercato significative (Cuprum, Proteccion e Habitat); attualmente le AFP operanti sono 13. La forte contendibilità del mercato è legata ai bassi costi di entrata, mentre nel complesso le AFP devono subire la concorrenza delle assicurazioni sulla vita per accaparrarsi lo "stock" dei fondi dei pensionandi. Complessivamente, si è registrata una tendenza importante alla redistribuzione dei contributi, ma soprattutto all'interno di un "gruppo di testa", e una meno apparente verso la redistribuzione degli affiliati. Vi è comunque una relativa stabilità nelle quote di controllo di quello che abbiamo definito come "gruppo di testa", seppure con mutazioni al suo interno. Tra queste AFP ne figurano alcune - in particolare PROVIDA, la maggiore - con un rapporto molto basso tra affiliati e contributi, mentre nella coda della distribuzione, come era prevedibile, ne troviamo altre con un rapporto molto elevato. Di fatto, la composizione del portafogli è relativamente simile, anche se (preliminarmente) sembra che diano prova di scelte più innovative (benché non necessariamente più rischiose in termini sistemici) e rendimenti più elevati soprattutto le AFP con raccolta superiore alla media.

Figura 12 - valore delle attività e rapporto fondi/affiliati nel 1996

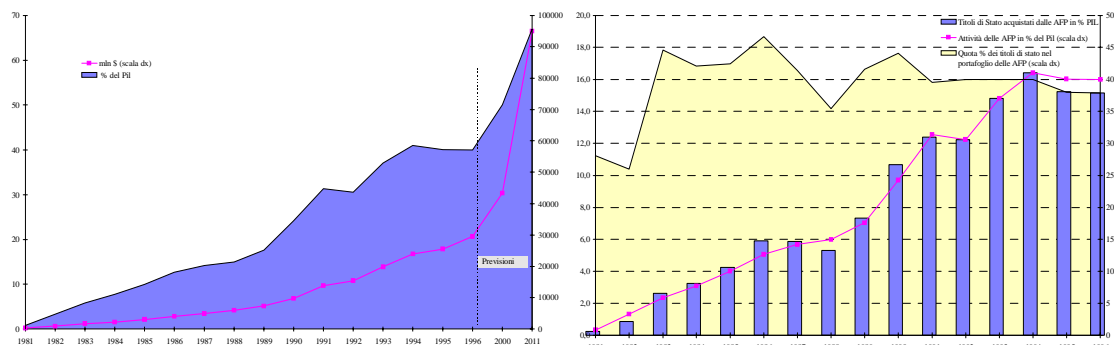


Le attività gestite, attraverso il progressivo accumularsi dei versamenti e la fantastica *performance* di rendimento che si è loro garantita, ancora una volta attraverso un trasferimento di ricchezza pubblica (abbinato però alla sua valorizzazione), tra il 1989 e il 1991 si impennano di quasi 10 punti percentuali del Pil (fig. 13), rendendo possibile, finalmente, il finanziamento del deficit pubblico in maniera più consistente proprio mentre le quotazioni del rame ritornano giù (fig.14).

Nel 1990 quindi, con versamenti che hanno raggiunto il 3,4% del Pil, e attività pari al 26,5%, le AFP risultano detenere il 9% del valore totale delle azioni quotate e il 56% dei titoli ipotecari e obbligazionari di società, il 20% dei depositi bancari, il 38% dei titoli della banca centrale e quasi il 100% dei titoli del tesoro: l'economia - unica col Brasile in America Latina - da questo versante risulta ancorata da un vero investitore istituzionale, con comportamenti ben lontani dallo *short termism* di cui vengono ritenuti responsabili gli analoghi FP ad es. nel Regno Unito.

Figura 13 - Cile: Attività dei FP in mln di \$ e in %

Figura 14 - Cile: Titoli di stato nel portafoglio delle AFP del Pil 1981-2011 in percentuale delle attività e del Pil, 1981-1996



Ed è a questo punto che entra in gioco la scelta di intraprendere un sentiero di sviluppo "aperto", attraverso quello che abbiamo raffigurato come ipotetico "patto".

Il controllo delle AFP è abbastanza frammentato tra grandi investitori, e alcune sono gestite direttamente da associazioni sindacali di categoria; l'elemento di maggior rilievo è però la presenza, in particolare nel gruppo di testa, di banche e società finanziarie estere, segnatamente USA (tab.5).

Tabella 5 - Azionariato di riferimento delle maggiori AFP (quote di mercato nov. '96; azionariato lug '97)

Quote di mercato	Azionisti di riferimento					Azionariato Estero			note
	1° azionista	2° azionista	3° azionista	4° azionista	altri (n)	con- trollo	parte- cipaz	irril- vante	
PROVIDA 19,7%	The Bank of New York	Genesis Chile Fund Ltd	The Emerging Markets Chile Fund	The Baring Puma Fund Ltd		X			
HABITAT 17,1%	Inversiones previsionales s.a (Invesco & Citicorp) : 67,79%	Inversiones Union Espanola SA: 3,69%	Genesis Chile Fund Ltd: 2,06%		(345): 26,46%	X			nel gruppo altri partecipano diversi fondi esteri
CUPRUM 16,5%	gruppo Penta	Inmobiliare Chushuenco	Genesis Chile Fund Ltd	Cobarrubo	7		X		nel gruppo altri partecipano diversi brokers e la Bolsa de Comercio de Santiago
SANTA MARIA 13,0%	Aetna : 61,6%	Cia.Seg.Vida Cons.Nac.Seg.SA	Inversiones Marte SA	Bolsa de Comercio de Santiago	6	X			nel gruppo altri partecipano brokers e immobilizzatori
PROTECCION 10,0%	Security Holding SA	Inverseguros y Pensiones Ltda	Bolsa de Comercio de Santiago		6	X ?			nel gruppo altri partecipano diversi brokers, e il Genesis Chile Fund
SUMMA 7,4%	Inversiones Siemel SA	Cia Man.de Papeles y Cartones SA	Indiver SA	Cia de Consumidores de Gas de Santiago SA	6			X	
BANSANDER 5,3%	Santander Chile Holding	Inversiones Santander				X			
UNION 4,3%	Inversiones Interamericana SA (AIG)	Bolsa de Comercio de Santiago	Andres Rodriguez Cruchaga	Soc. Nacional de Agricultura	6	X			nel gruppo altri partecipano diverse società del settore agricolo
PLANVITAL 2,8%	Inversiones Errazuriz SA	Distribudora y Comercializadora Cidef SA	Comania Minera del Norte SA					X?	
MAGISTER 1,3%	Colegio de Profesores de Chile AG	Instituto de Especialidades Medicas	Samuel Soto-Aguilar Novoa					X	associazione professionale
FOMENTA 0,8%	Inversiones Fomenta Ltd	Inversiones y Rentas Etica S.A.	Inversiones y Rentas Unidad S.A.	Inversiones y Rentas Fraternidad				X?	
APORTA 0,7%	fondo assist. lavoratori Banco del Estado de Chile	Sindacato dei lavoratori Banco del Estado de Chile						X	associazione d'impresa privilegiata

Nota: Genesis Chile Fund è un fondo d'investimento britannico (?) con sede a Guernsey, nelle isole del Canale; Il Banco Santander (controllore di Bansander) è spagnolo; la Aetna Securities è Statunitense, come pure la Invesco

La penetrazione finanziaria USA peraltro non si esplica solo attraverso le AFP, ma riguarda anche le banche e le assicurazioni; il peso degli USA, inoltre, attraverso la crisi del debito si è accresciuto pure nella dinamica del commercio estero dei Paesi latinoamericani, insieme ai rinati scambi regionali. Tuttavia, non sembra si possa considerare quest'insieme di circostanze come indizio certo di una prospettiva geopolitica di blocco continentale a leadership statunitense né, ove fosse, si tratterebbe di un fatto rilevante per l'analisi. L'aspetto saliente della questione, invece, è costituito dalla forte prevalenza USA nello specifico campo dei servizi finanziari, che sta manifestandosi in tutta l'America Latina, e nel ruolo che il Cile può svolgere al riguardo, come centrale operativa regionale.

In questa direzione, infatti, sta già avviandosi una forte dinamica espansiva delle AFP sui mercati assicurativi latinoamericani in rapido sviluppo (dove i vantaggi della "finestra temporale" acquisita dal Cile risultano particolarmente evidenti), di cui si propone un'indicazione in tab.6.

Tabella 6 - Le attività internazionali delle AFP: I casi di Provida (Bank of New York) e Santa Maria (Aetna Securities)

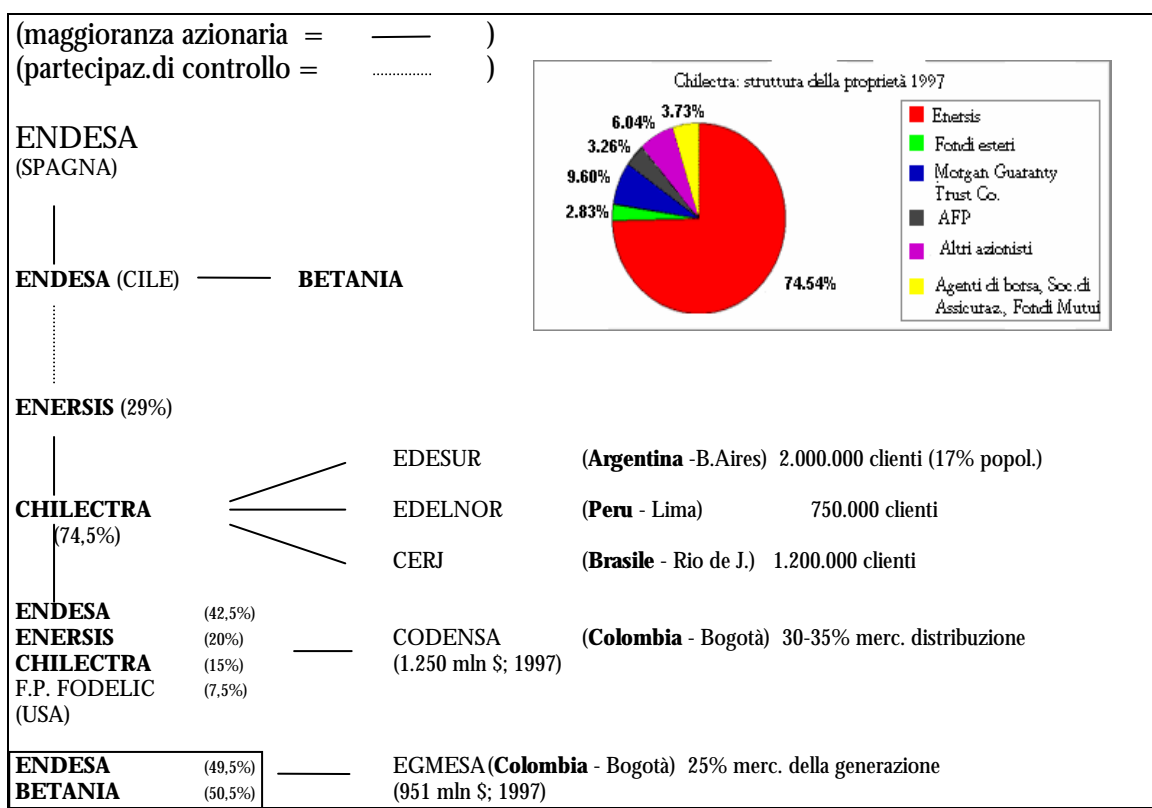
Nota: Aetna Securities, attraverso Aetna International, gestisce Fondi e attività assicurative in numerosi Paesi, sia in America che in Asia. La filiale sudamericana è in Brasile, ma la gestione FP per il momento fa capo alla Santa Maria del Cile.

MESSICO (96)	AFORE PROFUTURO GNP (fondata 1996 - attiva 1997)	
Proprietà:	Provida:	24%
	Grupo Nacional Provincial (Mex)	51%
	Banco Bilbao de Vizcaya (Sp.)	25%
	AFORE BANCOMER	
Proprietà:	Santa Maria:	16%
	Grupo Financero Bancomer	
	Aetna Inc.	
Quote:	Affiliati:	1.680.000 (Leader di mercato)
PERÙ (94)	A.F.P. HORIZONTE (1993)	
Proprietà:	Provida:	100%
Quote:	Fondi amministrati:	226 mln \$ (24% del mercato)
	Affiliati:	390.000 (25% del mercato)
	Posizione:	2° delle 5 AFP operanti nel Paese
	A.F.P. INTEGRA (1993)	
Proprietà:	Santa Maria:	20%
Quote:	Fondi amministrati:	(29% del mercato)
	Affiliati:	(20% del mercato)
COLOMBIA	A.F.P. PORVENIR (1994)	
Proprietà:	Provida:	100%
Quote:	Fondi amministrati:	197 mln \$ (25% del mercato)
	“ “ quiescenza:	200 mln \$
	Affiliati:	607.000 (30% del mercato)
	Posizione:	Leader di mercato (1500 venditori; 66 succurs.)
→ ECUADOR	A.F.P. GENESIS	
Proprietà:	Provida:	25%
	Filanbanco	75%?
	Fondi amministrati:	10 mln \$ (100% del mercato)
	Affiliati:	78.000 (100% del mercato)
	Posizione:	monopolista di fatto (unica opzione volontaria)
→ ARGENTINA	FORNITURA SOFTWARE AFJP NACION (Provida)	entrate aggiuntive per 310.000 \$

La congiunzione di questi fattori lascia vedere un mercato continentale in concentrazione - soprattutto se assecondato dalla politica nel senso di una crescente integrazione economico-finanziaria tra i Paesi dell'America Latina - nel quale le AFP cilene, e attraverso queste le società finanziarie USA, vengono ad acquisire una posizione importante, seppure seriamente contrastabile dall'eventuale sviluppo di "giganti" brasiliani ancora di là da venire.

Un processo analogo sta poi avvenendo nel campo delle *utilities*, dove però sono protagoniste le imprese spagnole, sia in Cile che - in misura minore - nel resto della regione. In tab. 7 propone un altro assaggio di questo sviluppo per il caso dell'ex impresa statale monopolista elettrica Enersis (v. anche appendice), tracciandone il reticolo di partecipazioni in analoghe compagnie estere.

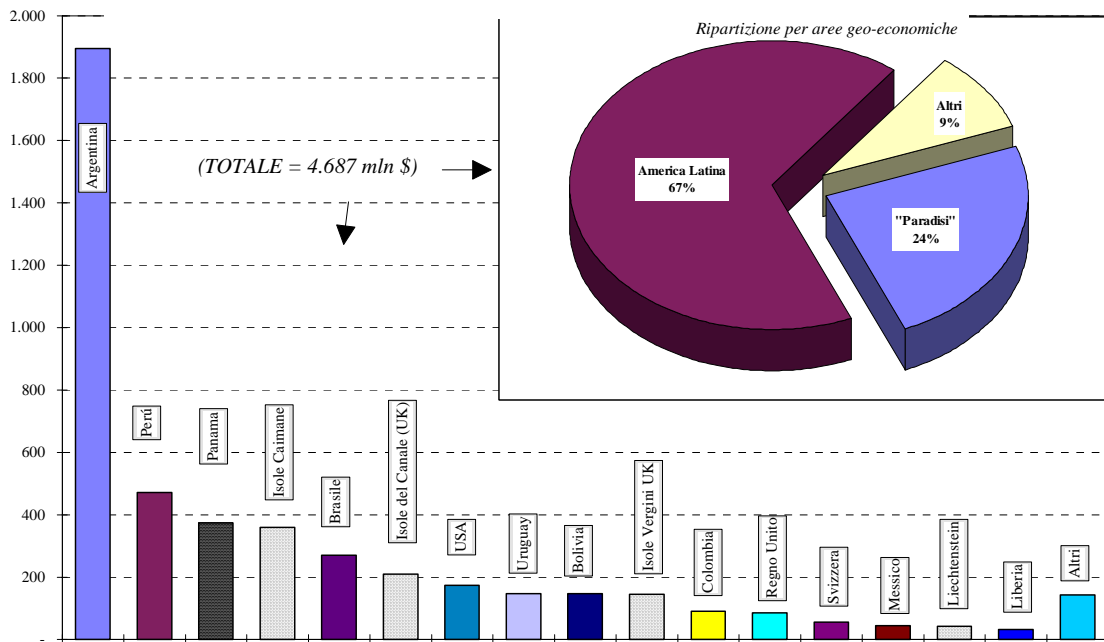
Tabella 7 - Il controllo e le partecipazioni estere del gruppo Enersis/Chilectra



In entrambi i casi, è notevole il fatto che a queste iniziative, seppure non in veste di primo attore, partecipino investitori locali, tra cui in particolare le AFP e, in tono minore, i grandi gruppi familiari nazionali, di cui si sono riportate in appendice le partecipazioni azionarie. Le AFP dunque, attraverso le società infrastrutturali che hanno contribuito a fare sviluppare, di fatto hanno diversificato a livello regionale il proprio portafoglio nel settore con le maggiori opportunità di crescita senza superare il tetto di legge, e l'interazione tra queste e le imprese di servizi pubblici (l'esposizione del caso della telefonia, in piena evoluzione, è rinviato alla stesura definitiva), entrambe sul mercato prima delle omologhe imprese estere, si è rivelata fortemente sinergica fino al punto di creare i presupposti per una nuova specializzazione nei servizi ad elevato valore aggiunto, ma non solo.

Il terzo e ultimo elemento di questa evoluzione, infatti, è rappresentato dai grandi gruppi privati ai quali si è fatto cenno, e che nelle diverse traversie dall'inizio della presente storia hanno accresciuto il proprio ruolo con l'acquisizione di numerose imprese. Non si tratta però oggi di controllo globale sul mercato come nella grande "sagra" delle prime privatizzazioni, quanto di una forte proiezione internazionale sostenuta da una situazione solida all'interno, anche attraverso le AFP. Dall'azione congiunta di questi tre elementi, negli ultimi anni ne è derivato un forte flusso di investimenti verso l'estero, concentrato in Argentina (un mercato più che doppio di quello cileno) e in misura minore il Perù (fig.15), spesso mediato dai paradisi fiscali regionali, per eludere sia le imposte che le normative sull'esportazione di capitale.

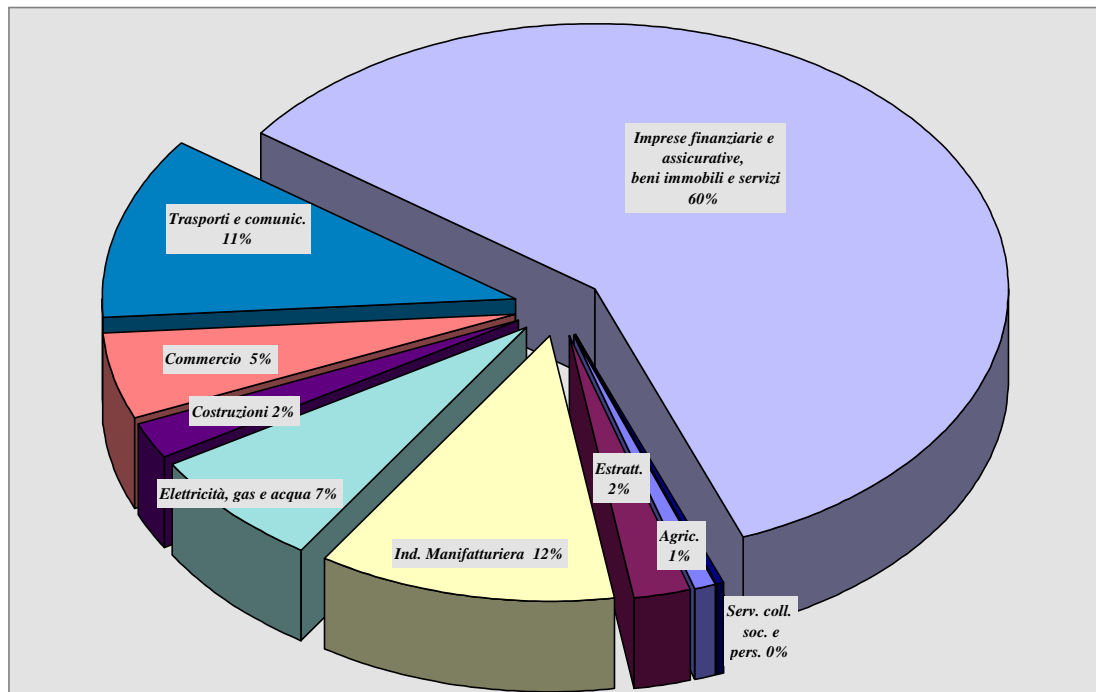
Figura 15 - Cile: flussi lordi di capitale verso l'estero per Paese di destinazione e aree geo-economiche al 31/8/1997, in mln. US\$



Fonte: elaborazione da dati SELA.

La maggioranza di tali investimenti è diretta verso l'acquisizione di imprese privatizzande, che vede oggi il Cile come il maggior protagonista *cross-border*, con una prevalenza netta settoriale nel campo finanziario e dei servizi, che in fig. 16 è enfatizzata dal passaggio per i "paradisi" di cui sopra.

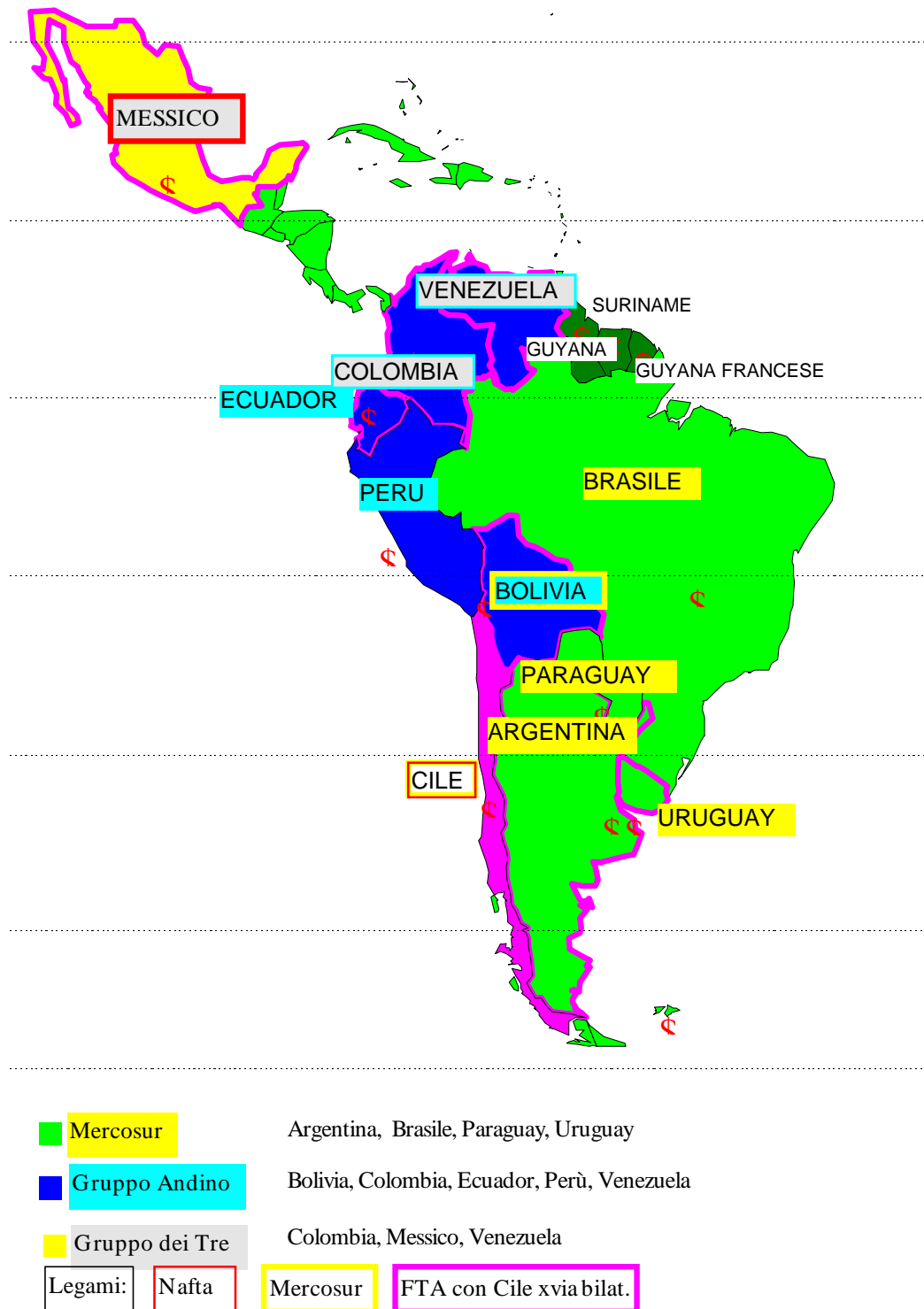
Figura 16 - Cile: flussi lordi cumulati di capitale verso l'estero al 31 agosto 1997, per settore di destinazione (tot. 4.867 mln US\$)



Il sistema delle AFP e l'esperienza gestionale acquisita sul terreno assicurativo, il capitale proprio accumulato dai gruppi finanziari e industriali di origine familiare (v. appendice), che già spesso avevano messo un piede in Argentina nel periodo di Allende ritornando a casa con Pinochet, la capacità di proporsi come base per imprese estere dinamiche – segnatamente le spa-

gnole Endesa e Telefonica - e grandi gruppi finanziari fanno quindi presagire un percorso di integrazione speciale da parte del Cile, che trova il suo corrispettivo anche in termini commerciali, attraverso la estensione di fitti rapporti bilaterali più di libero scambio che di integrazione *tout court* (ultimo in ordine di tempo quello col Canada), senza però entrare in alcuno dei gruppi regionali esistenti (fig. 17).

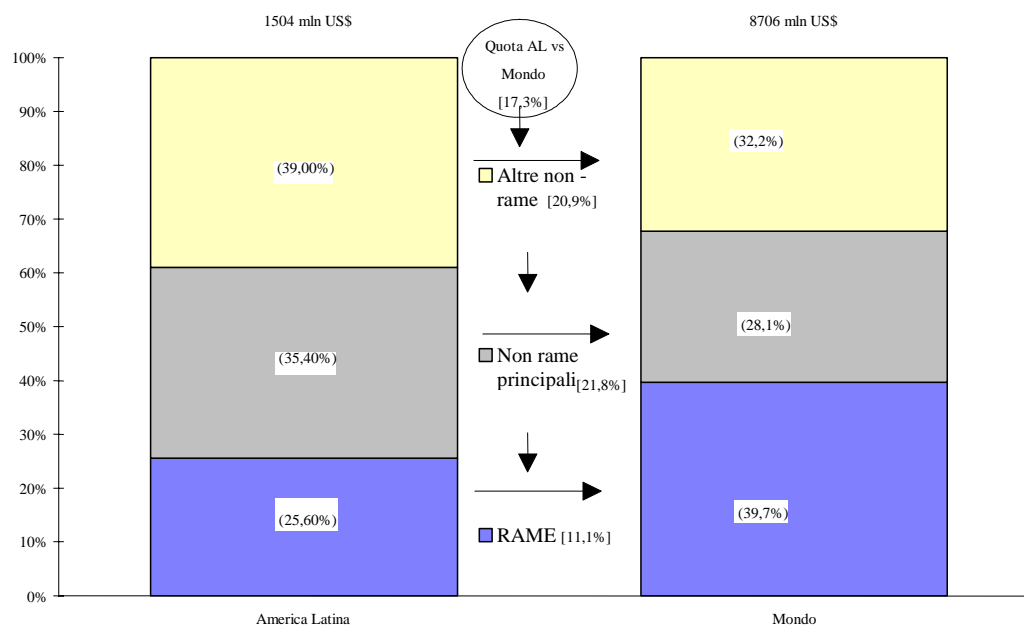
Figura 17 - Mappa degli accordi di integrazione regionale in America Latina e posizione del Cile



Una simile strategia, che si accompagna alla revisione della struttura tariffaria, con l'abbandono

dell'aliquota unica dell'11% che per lungo tempo era stata una bandiera (cfr. MELLER, 1997), trova infatti riscontro già nella crescita di peso e nella struttura "più evoluta" delle esportazioni verso l'America Latina rispetto al complesso dell'export cileno (fig. 18), entrambe le quali potranno aumentare in ragione delle opportunità di mercato che vanno aprendosi a livello regionale per le specializzazioni produttive acquisite in questo torno di tempo, e che verranno trattate con maggior dettaglio nella stesura definitiva.

Figura 18 - Cile: Esportazioni totali e verso l'America Latina per tipologia dei beni



Conclusioni

La lettura proposta dell'esperienza di sviluppo cilena ha messo in luce il ruolo notevole delle condizioni esterne (dagli shock esogeni ai prezzi, all'evoluzione complessiva dell'economia mondiale verso l'internazionalizzazione e la terziarizzazione, alle dinamiche proprie della regione)²² e delle peculiari caratteristiche del Paese (abbondanza di materie prime, dal rame alle risorse "non tropicali" agricole, forestali e della pesca, in passato non adeguatamente sfruttate; migliore situazione di partenza in termini di finanza pubblica e indebitamento complessivo), evidenziando però pure una strategia di fondo coerente e, per molti versi, lungimirante, della politica economica.

La scelta di uno sviluppo "aperto", teoricamente supportata dall'impossibilità di realizzare una struttura produttiva autosufficiente in un mercato dalle dimensioni così ristrette (ad oggi meno di 15 mln. di abitanti), infatti, è stata perseguita a più livelli, e per tappe successive che portano alla collocazione prospettica del Paese quale punto di riferimento a livello sub-regionale (cono Sud) nei settori delle attività finanziarie, delle infrastrutture economiche (comunicazioni, energia) e in molteplici potenziali nicchie produttive manifatturiere.

Un sostegno importante in questa direzione è venuto dall'accesso ai mercati, ai finanziamenti e alle tecnologie, nel caso cileno contropartite reali di una parziale - e per alcuni versi anche temporanea - cessione delle strutture economiche all'esterno.

Il sistema delle AFP in tale strategia è stato elemento essenziale per la creazione di risorse *interne* di lungo termine per lo sviluppo delle imprese privatizzate. Di converso, la "svendita" i-

²² Per un modello applicato sul ruolo degli shock esogeni nel determinare il saggio di crescita dell'economia e la politica monetaria del Cile dal 1975 al 1995, cfr. SERRANO (1996)

niziale di tali imprese ha contribuito notevolmente al mantenimento di tassi di rendimento reali elevati per i FP (consentendo non una redistribuzione, ma almeno la partecipazione quasi proporzionale al festino anche da parte di ceti che altrimenti non avrebbero potuto accedervi) e lauti guadagni per i grandi gruppi privati finanziari e industriali²³. Lo *early start* di entrambi (AFP e privatizzazioni), d'altro canto, ha permesso il raggiungimento di una capacità competitiva internazionale sia in termini di *know how* che per dimensioni e dinamismo d'impresa che i *latecomers* – tranne che in alcuni casi, soprattutto nei “grandi” Brasile e Messico – possono solo subire. La recente revisione delle strategie commerciali conforta d'altronde una prospettiva di “ispessimento” della tendenza alla concentrazione dell'interesse a livello regionale, pur mantenendosi ancora un atteggiamento multicentrico, da *free rider* presente ovunque ma con nessuno legato troppo strettamente.

Il “modello cileno”, peraltro, ha avuto successo anche grazie al fatto di essere stato seguito dagli altri Paesi della regione, che in tal modo hanno offerto delle opportunità di investimento, oltre che di mercato. Da questo punto di vista, si è trattato di una scommessa vinta che non può però offrire le stesse opportunità agli imitatori di piccole e medie dimensioni, data la natura gerarchica dei rapporti economici che lo stesso Cile ha accettato, ponendosi in una posizione di vantaggio.

Da parte di questi ultimi, l'adozione di misure analoghe finalizzate alla creazione di un sistema previdenziale (almeno parzialmente) a capitalizzazione e alla privatizzazione delle infrastrutture, in prospettiva può avere senz'altro degli effetti positivi in termini di approfondimento del sistema finanziario e di modernizzazione dell'economia. Allo stesso tempo, comportando sovente la de-nazionalizzazione (completa) di settori che tipicamente realizzano i propri profitti sul mercato interno, senza però la possibilità di espansione sull'estero, tali politiche non offrono le stesse prospettive di crescita, e possono anzi costituire un fattore di vulnerabilità strutturale della bilancia dei pagamenti.

²³ risparmio nazionale concentrato nel settore delle imprese (settore famiglie negativo), in relazione alla politica di alti tassi di interesse e alla normativa sulle imprese, che porta a una ritenzione pressoché totale degli utili (cfr. ROJAS-SUÁREZ e WEISBROD, 1996)

Bibliografia

- ANDO, A., e F. MODIGLIANI (1963) "The «Life Cycle» Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests", *AER*, vol. 53: 55-84
- BUSTOS CASTILLO, R. (1993) "Analysis of a national private pension scheme: The case of Chile" Comments", *International Labour Review*, vol. 132, n.3: 407-416
- DAVIS, E. P. (1995) *Pension funds, Retirement-income Security and Capital markets: an international perspective*
- DIAMOND, P., e S. VALDES (1993) "Social Security Reforms", relazione alla conferenza su *The Chilean Economy*, The Brookings Institutions (22-23 apr.)
- FELDSTEIN, M. (1977) "Social Security and Private Saving: International Evidence in an Extended Life Cycle Model, *The Economics of Public Services* (a cura di) M. Feldstein e R. Inman, IEA
- FOXLEY, A. (1982) "Experimentos neoliberales en America Latina", *Collección Estudios CIEPLAN*, n.7
- GAVIN, M., R. HAUSMANN ed E. TALVI (1997) "Saving Behaviour in Latin America: Overview and Policy Issues, *Promoting Savings in Latin America* (a cura di) R. Haussmann e H.Reisen, IADB-OCSE Development Centre
- GILLION, C., e A. BONILLA (1992) "Analyse d'un régime national de retraite privé: Le cas du Chili", *Revue Internationale du Travail*, vol. 131, n.2: 183-208
- GOLDSTEIN, A. (1993) *Privatizzazioni, fondi pensioni e borsa in Cile: un circolo virtuoso?* Quaderni IRS - Osservatorio sul mercato azionario, n.10, luglio
- LARRAIN, F., e P. MELLER (1991): "The Socialist-Populist Chilean Experience: 1970-1973, *The Macroeconomics of Populism in Latin America* (a cura di) R. Dornbusch e S. Edwards, U. of Chicago P.
- MARCEL, M., e A. ARENAS (1992) *Social Security Reform in Chile* IADB Occ. Papers, n. 5
- MARSHALL, E.R. (1991) *El Sistema financiero y el Mercado de valores en Chile*; Centro de Estudios Monetarios Latino-americanos
- MELLER, P. (1997) "Review and Discussion of Chile's Trade Policies", *Integration and Trade*, n.0: 26-56
- MELLER, P. (1996) "The Roles of International Financial Institutions: A Latin American Reassessment, *The International Monetary and Financial System* (a cura di) G.K. Helleiner: 245-271, Macmillan
- MELLER, P. (1990) "Chile", *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* (a cura di) J. Williamson: 54-85; Institute for International Economics
- MUNNEL, A.H., e F.O. YOHAN (1992) "What is the Impact of Pensions on Saving?", *Pensions and the Economy* (a cura di) Z. Bodie e A.H. Munnell, (Pension Research Council e U. of Pennsylvania P.)
- PAGANO, M. (1997) Commento a Gavin *et al.* (cfr.)
- PITELIS, C. N., (1985) "The Effect of Life Assurance and Pension Funds on Other Savings: the Postwar UK Experience" *Bulletin of Economic Research*, vol.37 n. 3 (sett.): 213-230
- ROJAS-SUÁREZ, L., e S.R. WEISBROD (1997) "Financial Markets and the Behaviour of Private Savings in Latin America", *Promoting Savings in Latin America*, IADB-OCSE Development Centre
- SANDOVAL-ALAMOS, E. (1996) "Diversificación Internacional de los Fondos de Pensiones: el Caso Chileno 1981-1993", *Panorama Socioeconómico* vol.14, n.16 (giugno)
- SERRANO, A. (1996) "Los Ciclos Economicos y la Política Monetaria en Chile", *Informativo Económico*, n. 3 (dic.)
- THREADGOLD, A.R. (1980) *Personal Savings: The Impact of Life Cycle Assurance and Pension Funds* (Bank of England Discussion Papers, n.1)
- VALDES-PRieto, S., e R. CIFUENTES (1994) "Credit Constrains and Pensions", relazione presentata alla conferenza sulla *Privatizzazione dei Fondi Pensione* di Santiago (Cile), 26-27 genn.
- VITAS, D, e A. IGLESIAS (1992) *The Rationale and Performance of Personal Pension Plans in Chile*; Banca Mondiale, Working Papers n.867
- ZAHLER, R. (1991) "Financial Strategies in Latin America: The Southern Cone Experience", *The Latin American Development Debate* (a cura di) P. Meller; Westview Press

APPENDICE: LE HOLDING CILENE¹

(Risultati al 31/12/1996, mln. di Pesos)

Gruppo Angelini

Investimenti

	quota % proprietà	Risul- tato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizzazion e borsa
Copac	30,0*	93.553,5	-49,7	650.294,5	19,6	1.982.277
Antarchile S.A. (1)	35,0*	25.979,5	-47,4	-	-	296.581
Inversiones Socoroma	30,0*	27.759,0	-50,2	-	-	-
Inversiones y Desarrollo	-	-	-	-	-	-
Los Andes	50,0*	-	-	-	-	-
Inversiones Siemel	55,0*	-5.426,1	-	2.773,3	-1,3	-
Inversiones Década	29,0*	4.537,8	-37,4	-	-	-
Inversiones Lascar	18,0*	-658,5	-	-	-	-
ABC Inversiones	29,0*	-	-	-	-	-

Legname e derivati

	quota % proprietà	Risul- tato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizzazion e borsa
Celulosa Arauco y Const.	30,0*	40.838	-70,2	170.425	-37,9	-
Alto Paraná (Arg)	28,4*	-	-	-	-	-
Forestal Cholguán	44,0*	7.383,4	-6,3	9.710,1	-7,5	113.471
Maderas Cholguán	37,0*	2.343,6	-24,6	9.780,0	-5,8	34.008
Forestal Arauco	30,0*	16.893	11,8	-	-	-
Bosques Arauco	30,0*	17.169	-7,9	-	-	-
Forestal Celco	30,0*	4.530,5	222,2	-	-	-
Forestal Chile	30,0*	-581,6	-	-	-	-
Forestal Valdivia	30,0*	-2.729,7	-	-	-	-
Aserraderos Arauco	30,0*	3.150,7	164,0	-	-	-
Paneles Arauco	30,0*	-8,8	-	-	-	-

Pesca

	quota % proprietà	Risul- tato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizzazion e borsa
Pesquera Eperva (3)	31,0*	-616,9	-	37.972	-24,8	32.351
Pesquera Igemar	26,0*	1.168,9	-	-	-	-
Patagonian Pride (Arg.)	20,0*	-	-	-	-	-

Finanziario

	quota % proprietà	Risul- tato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizzazion e borsa
Cruz del Sur Seguros Grles. (2)	55,0*	-834,9	-	46.690,7	199,9	-
Cruz del Sur Seguros de Vida (2)	55,0*	-4.612,3	-	27.483,6	75,0	-
A.F.P.Summa	20,6	-1.972,8	-	-	-	-
El Roble Seguros de Vida (2)	20,6	-570,2	-	-	-	-
El Rauli Seguros de Vida (2)	20,6	741,2	48,2	-	-	-
Seg. La República (Arg.)	53,0*	-	-	-	-	-

Navale

	quota % proprietà	Risul- tato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizzazion e borsa
Astilleros Arica S.A.	35,0*	828,4	-	-	-	-
Sudamericana de Vapores (#)	8,0*	16.425	-4,6	401.427	15,5	235.470

Elettrico

	quota % proprietà	Risul- tato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizzazion e borsa
Saesa	28,0*	11.918	19,3	28.754,0	12,4	-
Frontel	27,0*	4.400,1	-5,8	-	-	-
Empresa Eléctrica Guacolda	7,4	7.407,8	490,9	-	-	-
Chilgener (#)	10,0	41.859	-14,8	155.543	22,8	520.723
Arauco Generación	30,0*	-	-	-	-	-

Dist. Eléctrica Río negro (Arg.)

13,0*

Combustibili

	quota % proprietà	Risul- tato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizzazion e borsa
Sonacol	14,0	3.761,9	62,1	-	-	-
Abastecedora de Combustibles	29,0*	7.509,4	19,6	-	-	-
Petroleum S.A.	30,0*	1.212,9	13,2	-	-	-
Trans. de Combustibles Chile	30,0*	139,6	-1,9	-	-	-
Clap S.A.	20,0*	473,6	-	-	-	-

Servizi

	quota % proprietà	Risul- tato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizzazion e borsa
CCU S.A.	2,0	18.173	-32,0	226.858	13,9	347.655
ABC Comercial	29,0*	4.705,7	-37,4	-	-	-
Puerto Lirquén	7,0	4.992,6	0,9	9.599,9	2,2	61.432

Minerario

	quota % proprietà	Risul- tato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizzazion e borsa
Cocar	14,00*	1.652,9	-	14.739	13,3	-
	15,2*	-	-	-	-	-

Minería Sancarrón

Cía. Minera Can Can

Note

- (1): La capitalizzazione di borsa considera le serie A e C (ord.+priv.).
- (2): nel fatturato si considerano solo le vendite dirette.
- (3): La capitalizzaz. Considera solo la serie A (ord.)
- (#): Controllo

¹ Fonte: ESTRATEGIA, sulle informazioni FECU 31/12/96. Patagonian Pride (Arg.) = IN ALTRO PAESE

Gruppo Cruzat

Investimenti

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
CB S.A.	99,0*	-	-	-	-	-
CB Trans. e Infrest. (1)	68,0*	1.395,8	-88,1	8.514,1	-60,8	73.786

Trasporti

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
CB Transportes S.A.	68,0*	-568,4	-	-	-	-
Fepasa	20,1*	-1.782,5	-	13.697,0	-6,7	-
EFO	40,8*	1.817,3	-	-	-	-
Empresa Ferroviaria Andina	68,0	88,7	-	-	-	-

Infrastrutture

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
CB Infraestructura	68,0*	-884,6	-	-	-	-
Caminos Nogaes Pichuncaví	24,4	-	-	-	-	-
Ruta 5 Talca-Chillán	51,6	-	-	-	-	-
Carretera Cali Candelaria	68,0*	-	-	-	-	-
Puerto Colonial	68,0*	-	-	-	-	-

Immobiliare

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
CB Immobiliaria S.A.	55,0*	2.748,4	-19,7	7.656,5	15,2	-
Inm. Las Tacas S.A.	51,0*	-687,3	-	-	-	-
Inm. Curauma S.A.	72,0*	-	-	-	-	-
Immobiliaria Los Alerces	27,5	1.668,9	-	-	-	-
CBI Adm. de Complejos Turísticos	49,5*	-17,8	-	-	-	-
Inmob. Las Cruces S.A.	43,4*	543,5	-	-	-	-
CB Immobiliaria Internacional	55,0*	-208,9	-	-	-	-
Rentas Urbanas	55,0*	504,9	-	-	-	-
Inmob. Bahía Coique S.A.	87,0*	-	-	-	-	-

Finanziario

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
CB Capitales S.A.	68,68	-	-	-	-	-
CB Corredores de Bolsa S.A.	68,68	-	-	-	-	-
CB Adm. de Fondos Mutuos S.A.	68,68	-	-	-	-	-
CB Factoring S.A.	68,68	-	-	-	-	-
CB Securitizadora S.A.	68,68	-	-	-	-	-
CB Adm. de Fondos de Inv. S.A.	68,68	-	-	-	-	-
CB Compañía de Leasing S.A.:	68,68	-	-	-	-	-
Banco Serbanco S.A. (Perù)	34,33	-	-	-	-	-
CB Internacional (2)	68,68	-1.877,4	-	-	-	-

Minerario

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Soc. Minera Pudahuel Ltda.	54,33*	-	-	-	-	-
Minera La Cascada Ltda.	54,33*	-	-	-	-	-

Industriale

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
--	----------------------	-----------	----------------	-----------	----------------	----------------------

CB Industrial S.A.	68,68*	-	-	-	-	-
Cía. Papelera Industrial del Perú (Perù)	22,66	-	-	-	-	-
Forestal de Valparaíso S.A.	100,00*	-	-	-	-	-

Previd. e assicuraz. (2)

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Cruz Blanca Isapre S.A.	18,00	3.971,5	-30,9	78.218,2	12,2	50.041
Cruz Blanca Cía. de Seg. de Vida (3)(4)	-	-3.908,6	-	33.938,7	-8,7	-
Cruz Blanca Cía. de Seg. Generales (3)	68,67	-753,1	-	4.054,0	173,0	-

Note:

- (1): Ex Cruz Blanca S.A.
- (2) % di partecip. a dic. 1996. Vendita al gruppo Hurtado Vicuña nel 1997.
- (3): nel fatturato si considerano solo le vendite dirette
- (4): A dicembre l'azionariato è stato stabilizzato con patto di riacquisto azioni.

Gruppo Enersis

Elettrico	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Chilectra (*)	74,8*	71.132,4	26,8	275.079,9	1,2	774
Río Maipo	85,5*	7.224,7	19,8	34.721,6	6,1	70.799
Diprel	99,9*	1.922,1	-	-	-	-
Endesa (*)	25,3*	141.217,5	-12,7	484.026,2	29,5	1.730.570
Central Costanera (Arg.) (1)	12,8*	-	-	-	-	-
Edelnor (Perù)	33,0*	-	-	-	-	-
Edesur (Arg.) (2)	58,7*	40.346,7	-	-	-	-
Pehuenche (1)	23,4*	24.312,6	-29,1	55.358,1	-12,3	226.309
Pangue (1)	24,3*	4.082,2	-	4.268,9	-	-
Transelec (1)	25,3*	6.069,1	-28,8	-	-	-
Edegel (Perù) (1)	6,5	-	-	-	-	-
Cía. Elect. San Isidro (1)	18,9*	-	-	-	-	-
Energía del Norte (1)	25,3*	-	-	-	-	-
Hidroeléct. El Chocón (Arg.)(1)	10,8*	-	-	-	-	-

Investimenti	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Enersis (#)		105.968,5	1,9	1.160.666,8	47,9	1.513.000
Enersis Argentina	100,0*	-2,7	-	-	-	-
Enersis Internacional	100,0*	7.201,3	-14,6	-	-	-
Distrilec Inversora	49,5*	27.153,2	79,6	-	-	-
Argelec (1)	16,4*	-	-	-	-	-
Chilectra Panamá	75,0*	-0,1	-	-	-	-
Chilectra Internacional	75,0*	5.066,8	427,1	-	-	-
Chilectra Argentina	75,0*	-54,5	-	-	-	-
Endesa Argentina	25,3*	6.852,7	163,3	-	-	-
Endesa Chile Overseas	25,3*	1.356,9	-	-	-	-
Inverandes (Perù)	25,3*	-	-	-	-	-*
Hidroinvest. (Arg.)	62,4*	-	-	-	-	-
Distrilima	51,7*	14.216,3	-0,7	-	-	-

Informatica	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Synapsis	100,0*	1.070,7	381,7	-	-	-
Synapsis Argentina	100,0*	-	-	-	-	-
Synapsis Colombia	100,0*	-	-	-	-	-

Immobil. e concess.	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Manso de Velasco	100,0	18.069,7	3,1	47.763,3	32,1	-
Constructora El Gobernador	100,0	89,6	-	-	-	-
Manso de Velasco Argentina	99,9	4,4	-	-	-	-
Elenet (Arg.)	49,0	-	-	-	-	-
Ingendesa	22,7	1.148,3	19,1	-	-	-
Infraestructura 2000 (1)	15,2	-258,7	-	-	-	-
Tunel El Melón (1)	12,8	-909,3	-	-	-	-
Enigesas	25,2	675,6	-7,3	-	-	-

Note:

- (*): Controllo.
- (#): Bilancio consolidato.
- (1): Partecipazione attraverso Endesa.
- (2): Partecipazione diretta e indiretta di Enersis e della sua filiale Chilectra.

Gruppo Luksic

Finanziario	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
--------------------	----------------------	-----------	----------------	-----------	----------------	----------------------

Banco de Santiago (1)(2)(3)	25,0*	9.398,6	-40,4	1.762.524,6	9,7	145.041
Santiago Leasing	25,0	4.211,6	12,7	-	-	-
Santiago S.A. . Corr. de Bolsa (1) (5)	25,0	52,9	-5,9	-	-	-
Santiago Adm. de Fondos Mutuos	25,0	548,4	-0,2	-	-	-
Santiago Adm. Fondos de Inversión	25,0	105,4	18,6	-	-	-
Santiago S.A. Serv. y Ases. Financ.	25,0	9,3	-71,1	1.441.922,0	13,2	380.926
Banco O'Higgins (2)(3)	51,0*	22.501,6	16,7	-	-	-
O'Higgins Agente de Valores	51,0	127,5	367,0	-	-	-
O'Higgins Corr. de Bolsa	51,0	651,8	-27,5	-	-	-
O'Higgins Adm. F. Mutuos	51,0	264,5	22,6	-	-	-
O'Higgins Asesorías Financieras	51,0	158,4	509,2	-	-	-
O'Higgins Leasing	51,0	2.402,7	17,6	-	-	-
AFP Qualitas (4)	25,0*	-	-	-	-	-
Andina Ltda.	49,9	-	-	-	-	-
Banco Tornquist (Argentina)	50,0	-	-	-	-	-
Banco del Sur	50,0	-	-	-	-	-

Industria	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Madeco	56,0*	9.130,7	-54,8	100.561,1	0,2	324.240
Madecotel	55,4	1.238,6	888,0	-	-	-
Colada Continua Chilena	23,0	1,9	216,5	-	-	-
Elaboradora de Cobre Chileno	28,0	11,8	4,9	-	-	-
Indalum	55,2*	3.827,69	34,0	19.225,0	4,9	-
Alusa	40,0*	-	-	-	-	-
Indelqui (Arg.)	56,0*	-	-	-	-	-
Lavallo (Arg.)	56,0	-	-	-	-	-
Decker (Arg.)	33,0	-	-	-	-	-
Indeco (Arg.)	28,0	-	-	-	-	-

Elettrico	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Endesa (#)	2,00-3,00	141.217,5	-12,7	484.026,2	29,5	1.730.570

Telefonia	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
VTR Larga Distancia	26,4*	-4.721,7	-	17.380,0	-9,0	-
CNT Telefónica del Sur #	36,5*	6.604,0	57,7	29.327,9	20,1	66.619
Telefónica del Sur Carrier	36,6*	670,1	205,8	5.369,5	21,5	-
Telefónica de Coyhaique	32,1*	1.221,5	35,2	3.302,0	27,7	10.448
Startel	22,8	7.697,9	-	-	-	-
VTR Cable Express	50,1*	-8.713,6	-	-	-	-

Alimentari	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Empresas Luchetti	71,6*	2.574,2	-3,8	3.495,9	-10,2	50.360
Italpasta	70,9*	2.403,2	18,01	-	-	-
Agromaule	70,9*	264,4	-76,5	-	-	-
Nieto S.A.	45,1	1,6	-	-	-	-
Luchetti (Argentina)	70,9	-1.066,6	-	-	-	-
Luchetti (Perù)	70,2	-1.460,2	-	-	-	-
Comercial Luchetti	70,9	-83,8	-	-	-	-
CCU S.A. #	30,8*	18.173,7	-32,0	226.858,2	13,9	347.655
Comercial CCU Santiago	27,7	4.594,7	-55,5	-	-	-
Embotelladora Modelo	29,3	-78,6	-	-	-	-
Agua Minerales Cachantún	30,8	2.120,6	7,9	-	-	-
Cervecera Santiago	29,7	3.403,8	89,1	-	-	-
Agua Mineral Porvenir	30,7	105,7	1.514,7	-	-	-
Comercial CCU Norte Sur	29,7	4.834,5	6,0	-	-	-
Comercial CCU Santiago y Cía.	30,8	2,7	32,9	-	-	-
Viña San Pedro #	15,4	303,9	-	16.462,9	17,0	32.107

CCU Argentina	30,8	-3.217,2	-	-	-	-
Comercial CCU Central Ltda.	29,7	9.700,9	325,2	-	-	-

Minerario

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Cía. Minera Los Pelambres	64,0*	-	-	-	-	-
Cía. Minera Michilla	82,0*	13.321,1	-41,3	62.833,9	-7,6	-
Cía. Minera Pampa de Oro	83,3*	-5,1	-	-	-	-
Cía. Minera Tamaya	71,2*	503,2	7,6	6.231,8	21,3	-

Investimenti

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Antofagasta Holdings P.L.C.	64,0*	-	-	-	-	-
VTR S.A.	55,9*	1.213,5	-	-	-	-
Quñenco	92,4*	22.164,4	-76,3	-	-	-
Metalúrgica e Industrial	56,0*	3.444,2	-69,9	-	-	-
Inversiones Financieras	100,0*	-	-	-	-	-
OHCH	50,0*	15.128,5	-4,6	-	-	-
Inversiones Aurum	50,0*	-	-	-	-	-

Servizi

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Hoteles Carrera	72,5*	355,2	72,3	6.784,5	8,5	-

Note:

- (*): Controllo o controllo congiunto.
- (1): La capitalizzaz. di borsa considera le serie B e C.
- (2): Nel fatturato si considera il totale.
- (3): dal 1.1.1997 le banche Santiago e O'Higgins si sono fuse come "Banco Santiago".
- (4): Prodotto della fusione delle AFP Armoniza e Valora.
- (#): Bilancio Consolidato.

Gruppo Matte

Investimenti

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Empresas CMPC	55,4*	42.3721,3	-49,0	5.374,6	-96,5	914.000
Biecorp	48,0*	5.588,5	38,1	-	-	-
CMPC Investment	55,4*	699,2	-74,8	-	-	-
Cominco S.A.	65,0*	1.454,6	-39,8	-	-	-
Inversiones CMPC	55,4*	32.726,9	439,1	-	-	-
Pasur	70,0*	13.356,3	-45,6	-	-	220.625
Inmurbana	64,0*	6.086,5	1,4	4.650,3	9,8	226.309
Chilquinta S.A.	7,8	25.191,4	145,2	18.205,1	-65,9	222.643
Minera Valparaíso	65,0*	25.047,2	-34,4	893,1	-7,2	-
Soc. Inmobiliaria Las Granjas	55,4*	-7,3	-	-	-	-
CMPC Capital de Riesgo	55,4*	10,3	12,7	-	-	-
Soc. Adm. Carena Ltda.	27,7	-44,6	-	-	-	-

Forestale

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Forestal Cominco S.A.	65,0*	11.075,6	-35,7	-	-	-
Forestal Coindustria S.A.	67,5*	1.634,5	-57,9	-	-	-
Forestal y Pesquera Callqui	65,0*	1.172,2	-9,0	-	-	-
Aserraderos Mininco	55,4*	-499,2	-	-	-	-
Forestal Angol Ltda.	27,7	-864,6	-	-	-	-
Forestal Mininco	55,4*	4.081,8	-55,8	-	-	-
Forestal y Agrícola Monte Aguila	11,1	-	-	-	-	-

Cellulosa e carta

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Celulosa del Pacifico	25,6	-632,5	-	-	-	-
Forestal Renaioco	55,4*	-	-	-	-	-
Laja	55,4*	-	-	-	-	-
Inforsa	45,4*	9.378,6	-40,4	36.246,5	-26,3	140.182
Forestal e Ind. Santa Fe	11,4	-	-	-	-	-
CMPC Celulosa	55,4*	3.434,9	-81,6	-	-	-
CMPC Papeles	55,4*	-	-	-	-	-

Sanitari

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Protisa (Argentina)	55,4*	-	-	-	-	-
Prosan Chile	27,7	-	-	-	-	-
CMPC Productos Tissue	55,4*	-	-	-	-	-
Ipusa (Uruguay)	53,3*	-	-	-	-	-

Prodotti in carta

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Chimolsa	22,6	-	-	-	-	-
Propa	55,4*	-	-	-	-	-
Envases Impresos	55,4*	-	-	-	-	-
Grafex	55,4*	-	-	-	-	-
Fabi (Argentina)	55,4*	-	-	-	-	-
Etipac	55,4*	-	-	-	-	-
Sorepa	55,4*	-	-	-	-	-
CMPC Productos de Papel	55,4*	5.026,6	-	-	-	-

Finanziario

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
--	----------------------	-----------	----------------	-----------	----------------	----------------------

Banco Bice (1)	48,0	8.547,7	23,7	391.156,0	12,2	-
Allianz Bice Cía. Sgros. Vida (2)	24,0	-2.134,5	-	17.116,9	22,6	-
Soc. de Bolsa Norinvest Bank	7,5	-	-	-	-	-
Bice Leasing	48,0	823,2	16,1	-	-	-
Bice Chileconsult Agente Valores	48,0	1.645,2	37,9	-	-	-
Bice Adm. Fondos Mutuos	48,0	219,5	-50,8	-	-	-
Bice Corredores de Bolsa	48,0	145,3	-76,1	-	-	-
Seguros de Vida El Roble (2)	37,5	-570,5	-	-	-	-
Seguros de Vida El Raulí (2)	37,5	741,2	-	-	-	-
AFP Summa	37,5	-1.963,3	-	-	-	-

Telecomunicazioni	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Entel	3,0	6.084,6	-44,5	135.176,3	11,0	322.956

Energia	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Chilquinta Energía	5,0	7.748,8	-	37.211,7	-	148.342
Hidroeléctrica Guardia Vieja	65,0*	9.834,9	-15,0	-	-	-
Hidroeléctrica Aconcagua	55,3*	-	-	-	-	-
Hidroeléctrica El Melocotón	13,7	-0,013	-	-	-	-
Endesa #	2,3	141.217,5	-12,7	484.026,2	29,5	1.730,570
Colbún	9,6	4.417,8	-80,2	48.604,2	-13,4	235.158

Porti	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Puerto Lirquén	43,0*	4.992,6	0,9	9.599,9	3,1	61.432
Portuaria Lirquén	43,0*	2.401,7	7,4	-	-	-
Muellaje San Vicente S.A.	55,2*	-	-	-	-	-
Obras y Desarrollo	26,0	-	-	-	-	-

Industria	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Mínera Lo Valdés	55,0*	113,5	86,4	-	-	5.550
Cía. Industrial El Volcán	37,2	9.463,2	10,2	22.377,7	11,0	90.000
Empresas Pizarreño #	13,4	10.046,9	28,7	100.671,8	4,6	106.492
Placo do Brasil	16,7	-168,6	-	-	-	-

Note:

- (*): Controllo.
- (1): Nel fatturato si considerano le vendite complessive
- (2): Nel fatturato si considerano solo le v. dirette.
- (#): Bilancio consolidato.

Gruppo Pathfinder

Investimenti	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Campos Chilenos	39,56*	6.246,9	-57,3	11,8	3,5	56.253
Empresa Iansa S.A. (#)	19,00*	18.621,4	-10,6	219.396,4	1,5	242.126
Iansa Perú	19,00*	0,0	-	-	-	-
Iansa Overseas Ltda.	19,00*	-85,7	-	-	-	-
Inversiones Industriales	26,00	-	-	-	-	-

Agroindustria	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Iansa S.A.	19,00*	4.911,9	-76,4	-	-	-
Iansagro S.A.	19,00*	10.288,3	-	2.245,3	-	3.440
Biomaster S.A.	19,00*	985,6	-	-	-	-
Iansafrut S.A.	19,00*	783,8	-	-	-	-
C y B Agrifruta Limitada	51,00*	-	-	-	-	-
Anagra	3,37	-	-	-	-	-

Forestale	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Maderas y Sintéticos (#)	45,24*	6.969,4	-26,0	70.499,3	32,8	136.412
Masisa Argentina	45,24*	3.521,6	-	-	-	-

Industria/altro	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Comercial Miraflores (**)	97,00*	-246,2	-	5.339,7	-59,4	5.479
Comercial e Industrial Texviña	97,00*	-586,0	-	7.460,7	-	-
Vidrios Lirquén	48,06*	1.761,0	-	16.671,3	-4,7	-
Portuaria Corral (1)	23,06*	-39,4	-	-	-	-
Soc. Pesquera Eicosal	42,00	342,6	-6,9	-	-	-
Proterra	19,00*	0,0	-	-	-	-

Note:

- (#): Bilancio consolidato.
- (*): Controllo.
- (**): Comparato con Fecu di Texviña'95.

Grupo Said

Industria

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Embotelladora Andina (**)	26,55*	38.464,6	19,9	143.423,6	10,6	726.347
Brazilian Copa Participacoes Ltda (1)	25,2	1.518,2	-65,9	-	-	-
Envases Multipack0	25,1	3.559,7	-15,5	-	-	-
Vital S.A.	12,5	2.352,2	0,4	-	-	-
Envases Central	12,5	732,2	-	-	-	-
Servicios Multivending Ltda.	25,1	206,3	-	-	-	-
The Sterling Pacific Corp.	25,2	-214,0	-	-	-	-
Envases del Pacifico	51,0*	868,5	-42,2	8.727,9	-13,3	-

Immobiliare

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Parque Arauco S.A.	30,0*	7.223,7	40,6	8.601,8	1,6	80.500
Const. y Adm. Uno S.A.	30,0	993,0	281,8	-	-	-
Const. y Adm. Parque Arauco	30,0	818,0	19,6	-	-	-
Todo Arauco	30,0	0,02	-	-	-	-
Comercial Arauco Ltda.	28,5	0,04	24,1	-	-	-
Adm. Parque Arauco Shopping Center	28,5	1.026,7	-19,9	-	-	-
Sociedad de Abasto Prov. (Arg.)	8,9	-226,5	-	-	-	-

Finanza

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Banco Bhif (2)(3)(4)	30,5*	13.408,1	99,9	900.569,7	13,5	136.135
Bhif Leasing (4)	30,5	-	-	-	-	-
Bhif Transvalores (4)	21,4	-141,5	-	-	-	-
Bhif Asesorías (4)	30,1	-	-	-	-	-
Bhif Adm. de Fondos de Inversión (4)	30,5	-25,4	-	35,6	-	-
Bifactoring	58,0	-	-	-	-	-
Interbanco (Bolivia)	25,0	-	-	-	-	-
Bhif América Seguros	25,0*	-1.120,4	-	16.048,8	26,8	-
Serbanco (Perù)	25,0	-	-	-	-	-

Investimento

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Inversiones del Atlántico	8,5	-	-	-	-	-

Note:

- (*) : Controllo.
- (**): Il 23/2 la partecipazione è diminuita al 25,3%.
- (1): Río de Janeiro Refrescos (Brasile).
- (2): Nel fatturato si considerano le vendite totali
- (3): La capitalizzazione di borsa considera la serie G.
- (4): percentuale della famiglia prima della collocazione delle ADR.

Grupo Sigdo Koppers

Industria

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
CTI S.A.	44,55*	6.284,3	-45,9	64.783,1	-9,5	57.312
Somela S.A.	34,99*	2.068,5	-19,8	15.295,7	-7,8	15.180
Frimetal (Argentina)	44,50*	644,5	-60,4	-	-	-
Vitroquímica	28,54	454,4	18,2	-	-	-
Ipacor	44,55*	-	-	-	-	-
Enaex S.A.	50,00	8.321,1	33,6	44.972,3	11,1	118.000
Enexsa (Perù)	15,54	11,6	1,1	-	-	-
Fertica S.A. (Costa Rica)	13,50	-	-	-	-	-

Automobilistico

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Itala S.A.	100,00*	-	-	-	-	-
Daewoo Motors S.A.	70,00*	-	-	-	-	-
Comercial Chrysler S.A.	100,00*	-	-	-	-	-
Vinsa S.A.	80,00*	-	-	-	-	-

Elettrico

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Emec S.A. (#)	75,77*	4.063,2	-29,9	50.344,3	106,0	53.379
Transnet S.A.	53,04	259,0	0,1	-	-	-
Agua Negra (Arg.)	50,01*	747,4	-	-	-	-
Edessa (Arg.)	45,01*	-	-	-	-	-

Commercio

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
SK Comercial S.A.	100,00*	-	-	-	-	-

Ingegneria

	quota % proprietà	Risultato	% Var. '96/'95	Fatturato	var. % '96/'95	Capitalizz. borsa
Ingeniería y Construcción S.K.	100,00*	5.884	s/i	-	-	-
Sikor S.A. (Argentina)	50,00*	-	-	-	-	-

Note:

- (#): Bilancio Consolidato.
- (*) : Controllo.
- s/i: senza informazioni.