

Chile: un precursor de las reformas financieras

DOI: 10.32870/mycp.v5i15.154

*Geneviève Marchini**

En la década de los años 90 Chile ha experimentado tasas de crecimiento notables, bastante mejores que el crecimiento promedio de las economías latinoamericanas -México incluido- y más bien cercanas al desempeño de las economías asiáticas de alto crecimiento. De hecho, entre 1990 y 1998, la tasa anual de crecimiento promedio del PIB chileno superó 7 por ciento, lo que llevó numerosos analistas a interrogarse acerca de las causas de esta evolución claramente superior al de las naciones vecinas: ¿Estos resultados eran atribuibles a las “buenas políticas” aplicadas por las autoridades, y en particular a sus tempranas reformas liberalizadoras, a la “buena suerte”, es decir a un contexto económico externo favorable, o bien al cambio democrático introducido en el país a inicios de los años 90, lo que habría dado mayor certidumbre a los inversionistas? (Jadresic & Zahler, 2000).

Estos resultados macroeconómicos sobresalientes han sido acompañados por un desarrollo no menos significativo de la esfera financiera: aun cuando a inicios de los años 70 el sistema financiero chileno compartía las mismas características de subdesarrollo relativo presentes en todas las esferas financieras internas latinoamericanas, es en la actualidad el único de la región en haber superado esta condición. Ahora bien, esta experiencia de crecimiento y de desarrollo financiero acelerados fueron precedidos, a finales de los años 70 e inicios de los 80, de una crisis financiera y bancaria aguda, que llevó al gobierno a revertir parte de las reformas y a tomar el control de una gran mayoría de bancos e instituciones financieras.

Este artículo busca esclarecer estas paradojas a través de un análisis de las reformas

financieras chilenas. En una primera sección, se abordan las características de la primera ronda de reformas, que cubre el período 1973-1981, y que culmina con la mencionada crisis financiera. La sección siguiente analiza la crisis y sus causas, mientras la última sección presenta la evolución posterior a la crisis, subrayándose la nueva orientación que adquirieron las medidas y reformas de carácter financiero así como los resultados alcanzados.

La primera ronda de reformas y la crisis: 1973-1982

El gobierno militar que tomó el poder en 1973 y sostuvo un régimen autoritario hasta que el país retornó a la democracia en 1990, lanzó un intento de “transformación ‘fundamental’ de la política y la sociedad chilenas, y en consecuencia, una transformación radical de la economía” (*ibid.*). Las políticas aplicadas combinaron severas medidas de estabilización destinadas a erradicar los desequilibrios macroeconómicos y en especial a alejar el riesgo de una hiperinflación y drásticas reformas liberalizadoras. A partir de junio de 1976, las políticas incluyeron el uso del tipo de cambio con propósitos antinflacionarios, estableciéndose en 1977 un tipo de cambio fijo (Ramos, 1989¹). Entre las principales reformas, cabe resaltar el desmantelamiento del Estado interventor, heredado de la estrategia de desarrollo por industrialización sustitutiva de importaciones (ISI)², la privatización acelerada de las empresas públicas³, la apertura comercial unilateral y la liberalización generalizada de los mercados, incluyendo reformas liberales de las leyes laborales, de seguridad social y de pensiones, y, finalmente, la liberalización de los mercados financieros. La crisis de 1982-1983, y lo signos precursores que la anunciaron desde la segunda mitad de los años 70, mostró que esta primera serie de reformas, luego parcialmente revertidas, estuvo “concebida en forma ingenua

* Investigadora del Departamento de Estudios del Pacífico de la Universidad de Guadalajara.

o introducida de manera equivocada” (*ibid.*). Estos calificativos se aplican especialmente bien a las reformas financieras que, en juicio de numerosos analistas, constituyeron uno de los detonantes principales de la crisis y fueron, por lo tanto, objeto de múltiples trabajos académicos.

En el campo financiero, Chile había seguido desde la crisis económica mundial de los años 30 y, más aún, desde la adopción del modelo de desarrollo por ISI, una típica política de “represión financiera”⁴, profundizada entre 1971 y 1973 por la propiedad pública de la banca comercial. A partir de 1974, las nuevas autoridades lanzaron un radical programa de privatización y de liberalización del sistema financiero interno y, a final de la década, completaron estas medidas con la apertura de la cuenta de capitales. Si bien estas medidas siguieron bastante “al pie de la letra” las recomendaciones de los teóricos de la liberalización financiera (McKinnon, 1973; Shaw, 1973), los resultados no fueron los esperados: de hecho, el caso de Chile ha sido abundantemente estudiado en razón de los elevadísimos costos que su liberalización financiera fallida hizo soportar a la economía y a la sociedad chilenas. Asimismo, el debate que se entabló para dilucidar las causas de la crisis bancaria y financiera chilena suscitó interrogantes que llevó a los economistas a abordar temas que habían sido ignorados o subestimados por los “liberalizadores” y, por ende, a reformular las recomendaciones de política económica y financiera⁵. Ahora bien, ¿cuáles fueron las medidas aplicadas en la esfera financiera y cómo contribuyeron a la génesis de la crisis?

El sistema bancario ha sido desreglamentado rápidamente. En 1974, las tasas de interés de corto plazo ya se

determinaban libremente y, en 1975, se eliminó el sistema de control del crédito y el crédito selectivo. En mayo de 1976, las reservas legales del sistema empezaron a ser remuneradas, para luego disminuir paulatinamente, hasta alcanzar un nivel inferior a 10 por ciento de los depósitos a fines de la década (Velasco, 1991). Los bancos fueron privatizados sin mayores trámites al inicio del proceso, frecuentemente a crédito. En 1975, los 19 bancos comerciales ya pertenecían al sector privado. Simultáneamente, las autoridades abrían el sistema financiero a otros participantes con el objetivo de fomentar una mayor competencia; nuevos intermediarios menos reglamentados, las sociedades financieras, fueron autorizados a participar, ganando rápidamente participación en el mercado, a la vez que la banca extranjera recibía la autorización de operar en el país. La introducción de la figura legal de la banca múltiple al permitir a los intermediarios la diversificación de sus operaciones, estimuló aún más la competencia en el seno del sistema.

Estas medidas de liberalización fueron acompañadas por algunas medidas de reglamentación prudencial; cabe mencionar, en particular, que se amplió el alcance de las actividades de la Superintendencia de Bancos al conjunto del sistema financiero, y que se introdujeron requisitos de capitalización reevaluados, límites a la tenencia individual de capital bancario y a la participación

de los bancos al capital de empresas no financieras. Un punto especialmente controvertido del programa consistió en la afirmación, de parte de las autoridades, de que los depósitos no estarían asegurados en caso de quiebra bancaria, quedando a cargo de los depositantes elegir una institución viable, y, en caso de crisis, asumir sus propias pérdidas. Sin

**Después de un primer
proceso de
liberalización
financiera fallido,
Chile ha reforzado los
aspectos regulatorios
y de supervisión del
sistema, y retomado
un proceso de
desreglamentación y
de apertura
financiera mucho más
pragmático y
paulatino**

embargo, en 1980 todavía, la supervisión y la inspección de activos bancarios por parte de las autoridades eran inexistentes, y es solamente en 1981 que los poderes de la Superintendencia de Bancos fueron elevados de manera significativa (Díaz-Alejandro, 1984). En suma, estas medidas no constituyeron la parte más relevante de un programa que favoreció el *laissez-faire* en materia financiera y se enfocó sobretudo a la liberalización y a la intensificación de la competencia dentro del sistema, que debían, desde el punto de vista de las autoridades, elevar claramente la eficiencia de los intermediarios y fomentar, en última instancia, un mayor crecimiento económico.

Finalmente, estas medidas relativas al sistema financiero interno fueron rápidamente acompañadas de una apertura progresiva de la cuenta de capitales. Desde 1976, la entrada de inversión extranjera fue parcialmente liberalizada, quedando sujeta a la constitución de un pequeño depósito no remunerado y a un vencimiento superior a dos años. Los bancos fueron autorizados a contratar empréstitos en el exterior, más no a asumir el riesgo cambiario: dado que estas instituciones fueron el principal vector de entrada de los flujos externos, ello llevó a una significativa dolarización del crédito interno (alrededor de 40 por ciento del total).

Estas reformas produjeron una significativa ampliación (profundización) y una diversificación de la esfera financiera; los activos financieros totales, que representaban 15 por ciento del PIB en 1974, superaban 48 por ciento en 1982 (Velasco, 1991: 128). Simultáneamente, el sistema financiero, que comprendía 20 bancos nacionales y un banco extranjero en 1980, llegó a contar, antes de la crisis, 25 bancos nacionales, 13 bancos extranjeros y 18 compañías financieras (*ibid.*: 119). El mercado accionario, insignificante al inicio del proceso, vivió un auge, seguido por los precios del sector inmobiliario. Sin embargo, las reformas no fomentaron una ampliación del plazo promedio de los instrumentos financieros: la mayoría siguió en el extremo más líquido, con plazos inferiores a los 91 días. Asimismo, los resultados en lo que concierne el ahorro y la inversión fueron

decepcionantes; tanto el ahorro agregado como la inversión total experimentaron pocos cambios en su nivel: el incremento de la inversión privada fue compensado por la retracción de la inversión pública; el alza del ahorro público por un déficit persistente de ahorro privado. Por último, la calidad de la inversión privada realizada durante este período es dudosa, como lo muestran los resultados posteriores.

Ahora bien, estos resultados descansaron sobre un incremento insostenible del endeudamiento tanto interno como externo del sector privado y se acompañaron de tasas de interés reales claramente excesivas. Entre 1973 y 1982, los préstamos del sistema financiero interno al sector no-gubernamental pasaron de 28.7 por ciento del PIB a 76.3, y el alza de los préstamos de la banca comercial fue aún más rápida, pues se elevaron de 4.4 por ciento del PIB a 61.7 en el mismo período⁶ (Velasco, 1991: 133). Con un alza notable de los recursos internos de la banca, este acelerado crecimiento del crédito requirió de una masiva alimentación externa: los pasivos externos, otros que la deuda pública de mediano y largo plazo, se elevaron de algo más de 1000 millones de dólares estadounidenses en 1975 a 2071 millones en 1978, 6026 millones en 1980 y 11 796 millones en 1982, cifras que representan respectivamente 12, 13.5, 21.9 y 48.9 por ciento del PIB (*Ibid.*: 124). Así, a diferencia de lo ocurrido en las demás economías latinoamericanas, Chile incurrió entre 1975 y 1982 en un sobreendeudamiento de carácter completamente privado.

La presencia de tasas de interés muy altas, y de manera duradera, constituye tal vez uno de los aspectos más desconcertantes de la liberalización financiera de los años 70 en Chile, en especial frente a la apertura de la cuenta de capitales y a la abundancia de los recursos que entraron al país. En efecto, las tasas de interés reales en pesos chilenos se mantuvieron en niveles extraordinariamente altos entre 1975 y 1982, tanto para los préstamos como para los depósitos, estableciéndose respectivamente en un nivel promedio de 76.6 y 46.3 por ciento entre 1975 y 1982 (véase gráfico 1): su disminución

fue insuficiente para alcanzar niveles que hubieran hecho viable el financiamiento bancario para las empresas, y “este hecho por sí solo habría llevado inevitablemente al colapso económico y financiero”(Meller & Solimano, 1983, citados por Velasco, 1991).

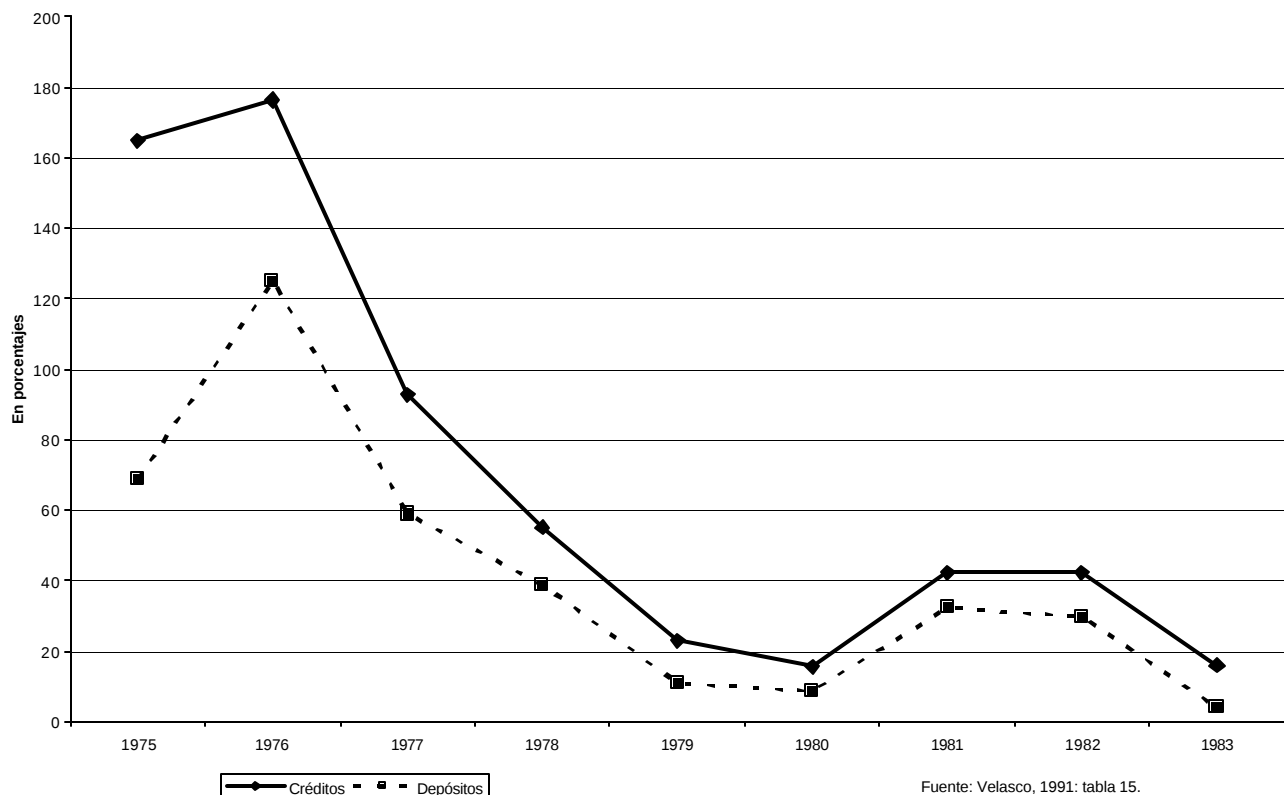
La crisis bancaria y sus causas

En estas condiciones, la situación de los deudores empezó a deteriorarse, en primer lugar de manera oculta, en razón de las prácticas bancarias de renovación de créditos con capitalización de los intereses vencidos⁷. Sin embargo, las quiebras empresariales se hicieron cada vez más numerosas desde 1977, incluyendo empresas de gran tamaño a finales de la década. En cuanto al sistema financiero, algunas quiebras tempranas de compañías financieras (diciembre de 1976-enero de 1977) fueron seguidas por el rescate público de un importante banco comercial, el Banco Osorno, que quitó toda credibilidad a la ausencia de garantía pública de los depósitos proclamada por las

autoridades (Díaz-Alejandro, 1984). En 1981, el deterioro del entorno económico mundial, que combinó recesión y caída de las cotizaciones de las materias primas con un alza desmesurada de las tasas de interés internacionales y una disminución de los flujos de fondos para las economías en desarrollo, golpeó aún más la frágil situación financiera de las empresas chilenas y de los bancos. En noviembre, tres bancos comerciales, un banco de desarrollo y tres financieras fueron intervenidos (Velasco, 1991: 149). Esto fue sólo el inicio de una larga serie de rescates financiados a través de la expansión monetaria interna: entre 1982 y 1985, el gobierno intervino y rescató 21 instituciones financieras, incluyendo dos de los mayores bancos, el Banco de Santiago y el Banco de Chile (Gallego & Loayza, 2000: 7), renacionalizándose el sistema en los hechos⁸.

En razón de la complejidad del tema, una presentación exhaustiva de las explicaciones aportadas para explicar la crisis financiera chilena se encuentra más allá del propósito de

Gráfica 1
Chile: tasas de interés reales en moneda nacional 1975-1983



este artículo. Nos limitaremos a mencionar los elementos que desempeñaron el papel más relevante. Existe, en primer lugar, una serie de causas vinculadas con el entorno macroeconómico externo e interno. En efecto, resulta indudable que el choque externo, experimentado por Chile a inicios de los años 80 –deterioro de los términos de intercambio, disminución repentina y encarecimiento de los flujos financieros del exterior– desempeñó un papel en el estallido de la crisis. Por otro lado, el ambiente interno, con sus tasas de interés reales excesivas, la probable insuficiencia en la credibilidad del programa y las peculiaridades del programa de estabilización que condujeron a una apreciación sostenida del tipo de cambio real, ha sido generalmente considerado bastante hostil a un desempeño económico armonioso. Sin embargo, este conjunto de causas no basta para explicar la debacle financiera chilena. Como lo subraya Velasco (1991), no todos los bancos quebraron: el segundo banco chileno, el Banco del Estado y el conjunto de bancos extranjeros lograron sobrellevar la crisis, lo cual nos señala que las explicaciones esenciales de ésta deben buscarse en la “racionalidad microeconómica perversa” que prevaleció en la mayoría de instituciones del sistema después de la liberalización, la cual se tradujo en una serie de “fallas del mercado”, que incluyen abusos de poder oligopólico, riesgo moral y selección adversa (*ibid.*).

En primer lugar, se subraya que las condiciones en que se efectuó la privatización crearon incentivos que favorecieron la toma de riesgo excesiva de parte de los intermediarios. En efecto, en una proporción importante, los bancos fueron vendidos “a crédito” a sus compradores, sirviendo la propia institución privatizada de “garantía colateral”. Esta característica creó incentivos hacia la toma de riesgos excesivos de parte de estas instituciones con alto grado de apalancamiento, donde los nuevos dueños tenían finalmente pocos capitales propios que perder en caso de asignación deficiente del crédito, pero mucho que ganar si los prestatarios cumplían con sus elevados pagos de intereses (riesgo moral). Esto fue reforzado por el clima de “euforia financiera” que se vivió

en el país, que llevó empresas y consumidores a endeudarse, aceptando tasas de interés, inicialmente muy altas, con la expectativa de que su posterior disminución asociada a alzas en sus futuros niveles de ingreso les permitiría servir su deuda.

Ahora bien, cuando estuvo claro que este nivel excesivo de tasas iba a permanecer, se produjo un proceso de “selección adversa”: los demandantes de crédito más prudentes se retiraron, quedando sólo los solicitantes de mayor riesgo y aquellos en situación de *desamparo financiero*, dispuestos a aceptar tasas de interés muy elevadas⁹. M. Fry (1993) considera que este mecanismo habría desempeñado un papel destacado en la crisis bancaria chilena, pues si bien estas prácticas permitieron a los bancos esconder de manera provisional la disminución de la calidad de su portafolio, y por lo tanto sus pérdidas, deterioraron la asignación de recursos y redujeron la inversión productiva.

Estas prácticas bancarias cuestionables fueron permitidas por la actitud laxista de los supervisores aunada a la garantía implícita de los depósitos bancarios. De hecho, en un trabajo inspirado en parte por el caso chileno, R.I. McKinnon (1988) subraya que si la supervisión bancaria resulta insuficiente, existiendo una garantía pública de los depósitos, que ésta sea explícita o implícita, se inducirá los bancos a abandonar su actitud prudente

En segundo lugar, los bancos fueron adquiridos por grupos financiero-industriales o conglomerados, con frecuencia creados o expandidos gracias al proceso de privatización. Esto propició la realización de operaciones de préstamo y de operaciones financieras muy opacas en el seno de estos grupos, donde los recursos de los bancos sirvieron para financiar las empresas de aquéllos, alimentando en particular la lucha entre los mismos por la toma de control de activos en proceso de privatización.

Las consecuencias de estos vínculos demasiado cercanos entre bancos y grupos industriales o comerciales son múltiples y

funestas. Por un lado, los préstamos a empresas del propio grupo, sin mayores garantías y lejos de toda supervisión, crearon el problema de la “cartera relacionada”: en 1982, 21 por ciento de los préstamos efectuados por los cinco bancos más grandes habían sido concedidos a empresas relacionadas (Velasco, 1991: 136). Al ir en contra de los principios fundamentales de diversificación de los activos que rigen las prácticas bancarias prudentes, esta concentración de los créditos elevó considerablemente el grado de riesgo de la cartera bancaria, a la vez que dejaba o dificultaba el financiamiento de empresas ajenas a estos conglomerados. Por otro lado, al aportar fondos considerables que financiaron las pugnas que se libraron los conglomerados para la adquisición de los activos en proceso de privatización, el control de los bancos favoreció el alza artificial de las cotizaciones accionarias¹⁰, lo que justificaba a su vez la concesión de préstamos, garantizados colateralmente por los propios paquetes accionarios. En última instancia, estas prácticas habrían favorecido la concentración de la riqueza y el carácter oligopólico del sector privado chileno. En el seno del sistema bancario, el poder del oligopolio se expresó en el amplio margen de intermediación que los bancos cobraban, y que elevaba el costo del crédito otorgado muy por encima de la remuneración de los recursos, deteriorando aún más la calidad del portafolio bancario.

Por último, la secuencia misma de liberalización –y en particular la rápida apertura de la cuenta de capitales– que siguió de cerca la liberalización financiera interna, ha sido analizada como una causa mayor de la crisis financiera chilena (McKinnon, 1993; FMI, 2001): las considerables entradas de capitales no sólo agravaron la sobrevaluación del peso chileno, sino que incrementaron los fondos deficientemente colocados por la banca, haciendo más severo aún el sobreendeudamiento de empresas y familias.

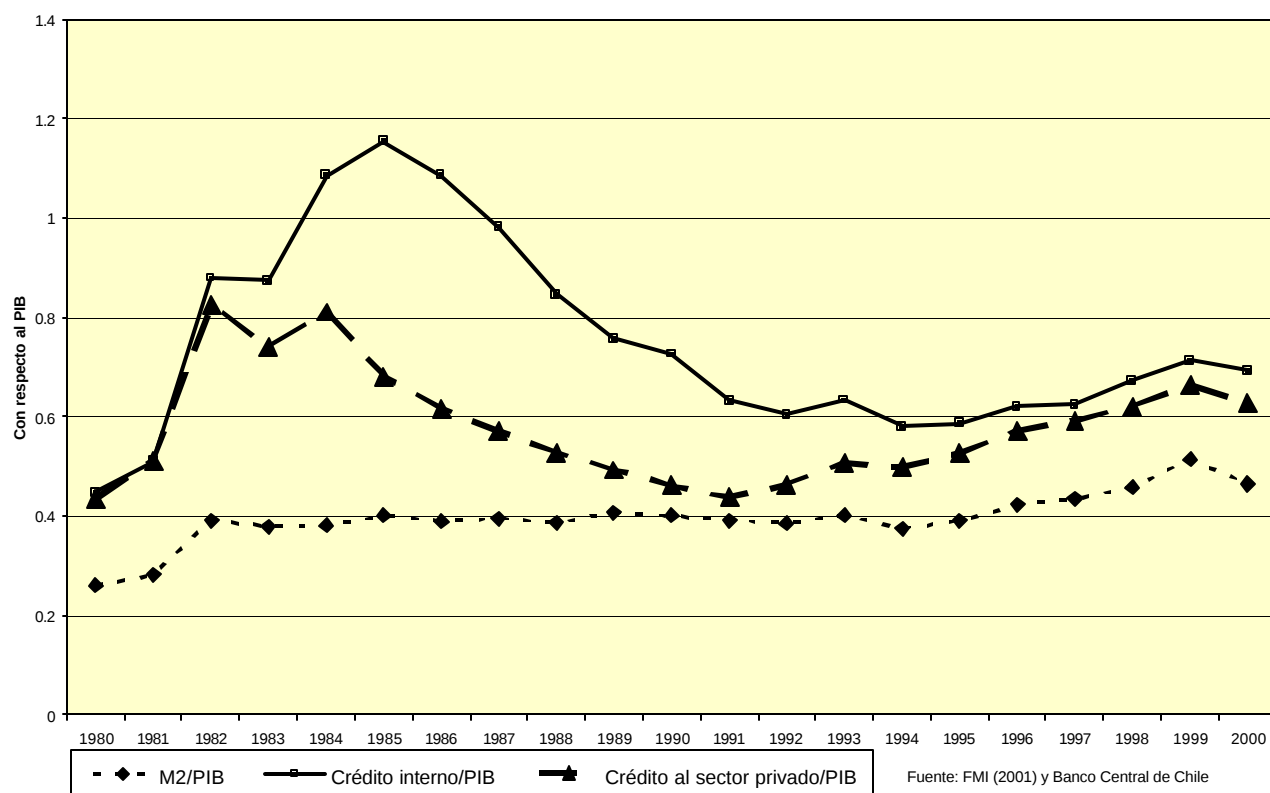
Políticas correctivas y desarrollo del sistema financiero: 1983-2000

Las políticas aplicadas después de 1983 en materia financiera comprenden por un lado las medidas de emergencia destinadas a resolver la crisis bancaria y, por otro, las medidas correctivas orientadas a evitar la reproducción de un colapso financiero en el futuro. Por razones de espacio nos limitaremos a enumerar las primeras, que se agregan a las intervenciones de instituciones en problemas, presentadas en la sección anterior. Las medidas de rescate combinaron apoyos a los deudores, ayuda a los bancos y mecanismos complementarios. En el caso de los deudores, empresas y deudores hipotecarios, el Banco Central estableció esquemas de reprogramación de deudas subsidiados, con plazos más amplios, período de gracia y tasas de interés fijadas en términos reales. Las condiciones de estas reprogramaciones no habrían sido muy favorables para los deudores (Velasco, 1991). En lo que concierne a los bancos, subsidios y préstamos de emergencia constituyen los primeros apoyos recibidos, pero es a través de los programas de compra de créditos de mala calidad –julio de 1982, febrero de 1984¹¹– y de la recapitalización directa de las instituciones quebradas¹² que las autoridades lograron fomentar la recapitalización del sistema. Finalmente, el establecimiento de un tipo de cambio preferencial para las deudas expresadas en dólares y la fijación de las tasas de interés activas y pasivas por las autoridades complementaron este paquete de medidas (*ibid.*). Durante este proceso, la liberalización fue parcialmente revertida tanto en el interior del sistema doméstico –con la fijación de tasas de interés y renacionalización de gran parte del sistema bancario– como en lo que concierne a las relaciones financieras con el exterior, donde se reestablecieron los controles de capitales (Gallego & Loayza, 2000). El costo de la crisis fue alto: se estima en 10.6 por ciento del PIB el costo de liquidación y saneamiento de los bancos quebrados y en 6.7 por ciento el costo de las compras de cartera vencida con acuerdo de recompra (Sanhueza, 2001).

Las políticas correctoras comprendieron una nueva ley bancaria (1986) y la independencia del banco central (1989). La ley bancaria reforzó la supervisión y la reglamentación del sistema, estableció requisitos de capitalización y de reservas, separó las actividades del banco de las de sus subsidiarias, y creó un sistema explícito pero limitado de garantía de depósitos. Una ley de quiebras completó estos nuevos dispositivos. Las tasas de interés volvieron a ser liberalizadas en 1985, y, a partir de 1990, Chile inició, esta vez de manera muy prudente, una apertura de su cuenta de capitales: es sólo a partir de 1998 que los últimos requisitos de reservas no-remuneradas y de permanencia de los capitales extranjeros empezaron a ser abolidos. Esta prudencia muy probablemente protegió al país durante las crisis financieras que afectaron a economías emergentes en los años 90, y en particular durante la crisis mexicana de 1994-1995 y la crisis asiática de 1997-1998.

Ahora bien, ¿cuáles fueron los resultados de estas medidas, en otras palabras, cuál ha sido el desempeño del sistema financiero chileno desde mediados de los años 80, es decir desde que la crisis empezó a ceder? La expansión del sistema bancario y el auge bursátil previos a la crisis fueron parcialmente revertidos durante el colapso financiero, y es sólo al final de la década de los años 80 que se dio una nueva fase de crecimiento de los activos financieros. A diferencia de lo ocurrido en la etapa anterior de liberalización, los desarrollos más rápidos no se dieron en el ámbito bancario, sino en los mercados financieros. En efecto, el nuevo marco reglamentario favoreció un crecimiento moderado pero constante de los activos bancarios durante los años 90 (véase gráfica 2), lo que permitió al sistema bancario chileno ubicarse por encima del promedio mundial en cuanto a tamaño relativo, y muy por encima de los niveles latinoamericanos¹³. En 2001, la situación financiera de este sistema era muy sólida, pues los créditos de mala calidad sólo alcanzaban 1.8 por ciento de los créditos totales del sistema, y

Gráfica 2
Chile: monetización y crédito 1980-2000



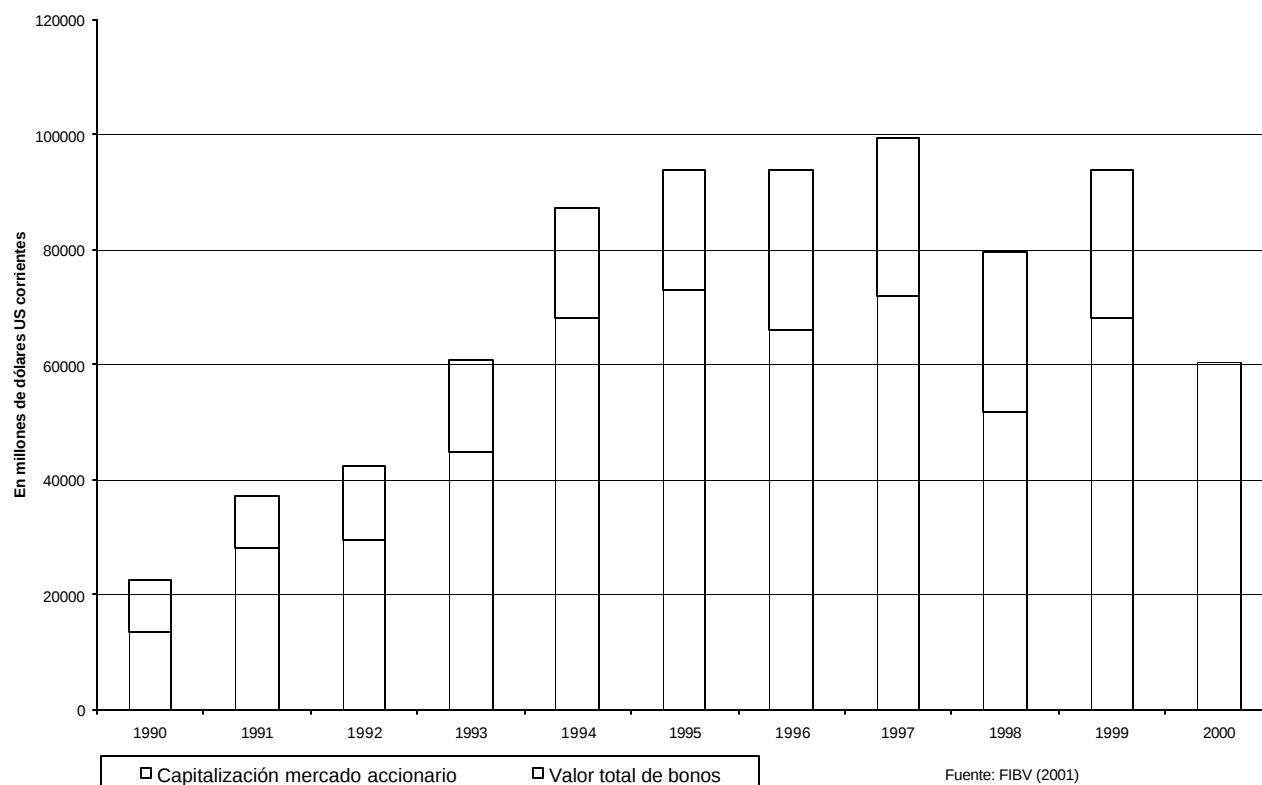
eran ampliamente provisionados, mientras el nivel de capitalización promedio era de 14.8 por ciento para el sistema en su conjunto (FMI, 2001: 14).

El crecimiento del mercado accionario y del mercado de bonos ha sido más rápido, aun cuando se revirtió parcialmente para el primero en los últimos años de la década de los años 90, con el descenso mundial de las bolsas de valores. El tamaño relativo del mercado accionario, medido por la capitalización en relación al PIB, se expandió bastante en los primeros años de la década, superando el tamaño mundial promedio; sin embargo, esta evolución parece debe atribuirse, en gran parte, al alza de los precios en el mercado secundario y no tanto a la cantidad de emisiones nuevas y de acciones en circulación: entre 1990 y 1996, las emisiones primarias, que proporcionan dinero fresco a las empresas, se elevaron de un modesto 1 por ciento del PIB a algo menos de 3 por ciento (Gallego & Loayza, 2000: 15). Otros indicadores, como la razón del valor de las transacciones accionarias

en relación con el PIB, utilizado para medir la actividad del mercado, confirman el modesto nivel de desarrollo de la bolsa de Santiago, atribuible en parte a la importancia de las transacciones que tienen lugar en el extranjero, en particular a través de American depositary receipts (ADRs)¹⁴. La importancia relativa del mercado de bonos, públicos y privados, pasó de alrededor de 20 por ciento del PIB a inicios de los años 90 a cerca de 40 por ciento en 1997, siendo el mercado de bonos públicos el más amplio, con más de 20 por ciento del PIB. El mercado de bonos corporativos, creado en los años 80, es pequeño y no ha mostrado una expansión muy dinámica en la década siguiente (*ibid.*).

Finalmente, cabe dar cuenta del crecimiento de otros intermediarios financieros: los fondos de pensiones por capitalización, por un lado, creados en 1981, han mostrado un crecimiento dinámico de los recursos a su cargo, que alcanzaban cerca de 40 por ciento del PIB en 1997, mientras los activos de las

Gráfica 3
Chile: tamaño de los mercados financieros, 1990-2000



aseguradoras, que no representaban 1 por ciento del PIB a finales de los años 70, se elevaron a 11 por ciento en 1997 (*ibid.*). Por el contrario, los activos de las sociedades financieras, que habían desempeñado un papel importante en el auge financiero insostenible de los años 70, no alcanzaban 2 por ciento del PIB en esta fecha.

Conclusión

Después de un primer proceso de liberalización financiera fallido, que costó al país una profunda crisis bancaria y financiera, Chile ha reforzado los aspectos regulatorios y de supervisión del sistema, y retomado un proceso de desreglamentación y de apertura financiera mucho más pragmático y paulatino, que incluyó la permanencia de controles de capitales durante más de una década. El crecimiento insostenible de la década de los años 70 cedió lugar a una expansión más medida y, sobre todo, más estable.

Al final de este proceso, el sistema financiero chileno se ha expandido y diversificado, dejando la condición de subdesarrollo típica de los sistemas financieros latinoamericanos. En el transcurso, la misma estructura financiera ha sido transformada profundamente: los mercados financieros y las instituciones relacionadas con estos se han expandido más que los bancos comerciales, que eran la institución dominante al inicio de las reformas. Una evolución que refleja los cambios ocurridos a nivel internacional, acelerada en Chile por la temprana adopción del sistema de pensiones por capitalización, que generó una considerable demanda de instrumentos negociables.

Fuentes

Bergoeing, Raphael, Patrick J. Kehoe, Timothy J. Kehoe & Raimundo Soto, "A decade lost and found: Mexico and Chile in the 1980s", *NBER Working Paper* núm. 8520, National Bureau of Economic Research, Washington, octubre, 2001.
Díaz-Alejandro, Carlos, "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, 19 (1985), 1-24, 1985.
Edwards, Sebastián, "The behavior of interest rates and real exchange rates during a liberalization episode: the

case of Chile 1973-1983", *NBER Working Paper* núm. 1702, National Bureau of Economic Research, Washington, septiembre, 1985.

Edwards, Sebastián, "Exchange-rate anchors, credibility, and inertia: a tale of two crises, Chile and Mexico", *American Economic Review, Papers and Proceedings*, vol. 86, núm. 2, mayo, 1996, pp. 176-180.

FIBV (2001): Estadísticas en línea de las bolsas de valores mundiales en <http://www.fibv.org>

FMI (2001). *Estadísticas financieras internacionales*, Washington.

FMI (2001): *IMF country report*, 01/116, FMI, Washington, julio.

Fry Maxwell J. , *Money, interest, and banking in economic development*, Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1993.

Gallego, Francisco & Norman Loayza, "Financial structure in Chile: macroeconomic development and microeconomic Effects", *Documento de trabajo* núm. 75, Banco Central de Chile, Santiago de Chile, julio, en <http://www.bcentral.cl>, 2000.

Hermes, Niels & Robert Lensink, "Banking reform and the financing of firm investment: an empirical analysis of the Chile experience, 1983-1992", *The Journal of Development Studies*, vol. 34, núm.3, febrero, 1998, pp. 27-43.

Jadresic, Esteban & Roberto Zahler, (2000): "Chile's Rapid Growth in the 1990s: Good Policies, Good Luck, or Political Changes?", *IMF Working Paper*, WP/00/153, FMI, Washington.

McKinnon, Ronald I. (1973): *Money and Capital in Economic Development*, Brookings institution, Washington.

McKinnon, Ronald I. (1988): "Financial Liberalization in Retrospect: Interest Rate Policies in LDCs".

McKinnon, Ronald (1993) : *The order of economic liberalization. Financial control in the transition to a market economy*, the Johns Hopkins University Press.

Meller, Patricio & A. Solimano (1983) : *Inestabilidad financiera, burbujas especulativas y tasas de interés : la economía chilena en 1975-83*, documento no publicado, Santiago de Chile.

Ramos, Joseph (1989): *Política económica neo-liberal en países del Cono Sur de América Latina: 1974-1983*, Fondo de Cultura Económica, México.

Sanhueza, Gerardo (2001): "Chilena Banking Crisis of the 1980s: Solutions and Estimations of the Costs", *Documento de trabajo* n° 104, Banco Central de Chile, Santiago de Chile, agosto, en <http://www.bcentral.cl>

Shaw, Edward S (1973): *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York.

Velasco, Andrés (1991): "Liberalization, Crisis, Intervention: The Chilean Financial System, 1975-85", en Sundararajan, V. & Tomás J. T. Baliño (Ed.), *Banking crises, Cases and Issues*, IMF, Washington, pp. 113-174.

Notas

- 1 Véase este autor para una presentación crítica de los fundamentos teóricos de las políticas aplicadas en Chile y en el Cono Sur de América Latina.
- 2 Al igual que los demás países de América Latina, Chile había aplicado este tipo de políticas desde los años 30-

40. entre 1971 y 1973, el gobierno de Salvador Allende había intentado profundizar estas políticas y a la vez corregir sus deficiencias, sobre la base de una intensificación del papel del Estado.
- 3 Este proceso no incluyó las empresas mineras productoras del principal producto de exportación del país, el cobre.
- 4 El paradigma de la “represión financiera”, elaborado a inicios de los 70 por R.I. McKinnon y E. Shaw (McKinnon, 1973; Shaw, 1973) identifica en la excesiva intervención gubernamental una de las causas del subdesarrollo del sistema financiero. En este enfoque, las políticas aplicadas –fijación de la tasa de interés, “techos” al crédito, crédito selectivo, para solo mencionar las más relevantes- reprimen el proceso de intermediación financiera e impiden a los intermediarios desempeñar su papel, deteriorando la asignación de recursos, frenando tanto la inversión productiva como el crecimiento económico. Cabe agregar sin embargo, que estas políticas no eran exclusivas de las economías en desarrollo, si bien éstas recurrían a ellas de manera más intensiva
- 5 El desastre financiero chileno resultó netamente más difícil de explicar dentro del paradigma económico “ortodoxo” que el fracaso contemporáneo en Argentina: mientras en este último país, éste se podía explicar sobre la base de los desórdenes macroeconómicos y la incapacidad de las autoridades para controlarlos, los esfuerzos de estabilización y el exitoso ajuste fiscal chileno volvían necesario buscar otras causas a la crisis.
- 6 Simultáneamente, el Banco Central reducía su intervención en la concesión de préstamos al sector no gubernamental de un nivel de 24.2% del PIB en 1973 a 6.6% en 1981, en 1982, la crisis obliga las autoridades a elevar esta intervención a 14.6% del PIB (Velasco, 1991: p.133).
- 7 Entre 1974 y 1980, la cartera vencida disminuyó de 1.4% del crédito total a 0.9%, y es solamente en 1982 que esta razón se eleva a 8.2% (Velasco, 1991: 137).
- 8 14 de estos intermediarios fueron liquidados, mientras los demás fueron rehabilitados y vendidos (Gallego & Loayza, 2000: 7).
- 9 El desamparo financiero de estos deudores puede haber sido causado en un primer momento por un choque macroeconómico externo, como un cambio en los términos de intercambio, o por la apertura comercial.
- 10 Velasco (1991) considera que operaciones fraudulentas de los conglomerados explican gran parte del auge de la bolsa de valores.
- 11 Los créditos de mala calidad eran comprados por el banco central a cambio de bonos o pagarés, con un subsidio implícito importante en la tasa de rendimiento de estos instrumentos. Los préstamos de mala calidad debían ser recomprados por el banco paulatinamente, a su valor inicial, sobre un período de 10 años (*ibid.*).
- 12 La participación pública al capital de estas instituciones fue luego vendida a inversionistas privados por la Corporación de Fomento pública, en términos muy generosos.
- 13 En 1997, los activos del sistema bancario chileno representaban 55.1% del PIB, contra 52.6% para el promedio mundial y 27.9% para el promedio latinoamericano (Gallego & Loayza, 2000: 11).
- 14 Emitidos en Estados Unidos, los ADRs son papeles representativos de un paquete accionario de una empresa que cotiza en una bolsa extranjera a este país. Denominados en dólares, se intercambian en mercados bursátiles o extrabursátiles estadounidenses, permitiendo a los inversionistas locales invertir indirectamente en otros mercados, y a las empresas extranjeras acceder a un mercado más amplio. 