

Ricardo Ffrench-Davis y Barbara Stallings
Editores

Reformas, crecimiento y políticas sociales en Chile desde 1973

CIENCIAS SOCIALES



CEPAL

CAPÍTULO 2

Políticas macroeconómicas y la cuenta de capitales*

Ricardo Ffrench-Davis

Heriberto Tapia

Introducción

En los años noventa, Chile fue la economía más dinámica de América Latina y, en muchos círculos internacionales, apareció como referente de reformas económicas exitosas. No obstante, el examen detallado de su experiencia muestra que es aventurado asociar el éxito de los noventa principalmente a “las reformas económicas” anteriores y que Chile no es sólo un paradigma de políticas a imitar, sino también un ejemplo de errores a evitar. En efecto, si bien en los noventa se alcanzaron tasas de crecimiento sostenibles y superiores al 6% anual, el crecimiento registrado en los 16 años del gobierno militar—donde se realizó la mayoría de las reformas estructurales—fue insatisfactorio, llegando sólo al 3% anual. Podría argumentarse que el efecto de las reformas debe medirse en un horizonte más largo y que en los años noventa se capitalizó lo realizado en las décadas precedentes. Ello es parcialmente cierto, pues muchas de las modernizaciones hechas durante los setenta y ochenta son logros permanentes en la economía nacional, pero cabría hacer al menos tres precisiones.

Primero, incluso si se toma el crecimiento de la capacidad productiva para el período de 28 años 1974-2001, es decir, buenos y malos

* En este texto omitimos o resumimos temas cubiertos en otras publicaciones nuestras. En Ffrench-Davis y Tapia (2001) se comparan tres períodos de ingresos masivos de capitales (1977-81; 1991-94; 1996-97) y la gestión macroeconómica en cada caso. En Ffrench-Davis (2001b, caps. V, VI y IX) se examinan en detalle la cuenta de capitales, políticas y resultados, en los auges y contracciones de flujos y de actividad económica.

años desde que comenzaron las reformas a fines de 1973, resulta una tasa anual de sólo 4.1%, *menor* que la registrada durante la década de los sesenta, que alcanzó al 4.5% anual. Segundo, el modelo económico aplicado se fue modificando a través del período: éste transitó desde el *monetarismo* extremo de los setenta a la *reforma de las reformas* en los noventa, pasando por un período de corrección de errores y pragmatismo en los ochenta. En tal sentido, nuestra hipótesis es que el desempeño exitoso verificado en la mayoría de los años noventa estuvo fuertemente influido por las políticas aplicadas en este decenio, caracterizado por la búsqueda activa de equilibrios macroeconómicos sostenibles. Tercero, hay consideraciones de equidad intergeneracional que cuestionan severamente la distribución de los costos de un proceso de reformas como el desarrollado en Chile.

La constatación de estos hechos no implica una postura anti-reformas. Todo lo contrario: en el caso de Chile, era evidente la necesidad de cambios profundos en la dimensión económica. Sólo se trata de evaluar constructivamente las políticas económicas aplicadas; hacer *rendición de cuentas*, un ejercicio que ha estado más bien ausente de los procesos de reforma, no sólo en Chile sino en América Latina en general (Ffrench-Davis, 1999, cap. I). La evidencia empírica es clara: algo anduvo mal cuando el crecimiento promedio del período 1974-89 fue bajo y la distribución del ingreso y la pobreza empeoraron; por el contrario, en los noventa hubo cambios positivos que mejoraron el desempeño en términos de crecimiento y reducción de la pobreza.

La apertura de la cuenta de capitales y su consistencia con el resto de las dimensiones de política macroeconómica aparece como una variable dominante durante las tres décadas examinadas. Los marcados ciclos de la economía chilena respondieron a la crisis de balanza de pagos de 1975 y el gran auge de créditos externos de fines de los setenta (sección 1), a la gran recesión y ajuste como consecuencia de la crisis de la deuda en la década del ochenta (sección 2), a la gestión exitosa del auge en la primera parte de los noventa y a la crisis asiática de finales de siglo (sección 3). Una síntesis de las implicancias de política se presenta como conclusión de este capítulo (sección 4).

1. El experimento monetarista: la llegada del neoliberalismo

a) Un marco de políticas de estabilización y reformas estructurales

En 1973, la economía chilena llegó a un punto crítico, luego de tres años de experimento socialista. La economía había experimentado una caída del PIB de 4% en respuesta a las fallidas políticas económicas del Presidente Allende,¹ que además se tradujeron en una inflación anual de 600% y un déficit fiscal que superaba el 10% del PIB.² La tasa de inversión había caído 5 puntos respecto de 1970. Sin duda, el país requería un intenso esfuerzo de estabilización. En el cuadro 2.1 pueden observarse estilizadamente los desequilibrios macroeconómicos existentes.

Cuadro 2.1
Crecimiento, equilibrios macroeconómicos y macrosociales, 1973-1981

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1974-1981
Indicadores de crecimiento										
1 Crecimiento PIB efectivo (%)	-4.0	5.5	-16.6	4.2	8.5	6.3	7.7	5.8	5.1	3.0
2 Crecimiento de capacidad productiva (%)	0.9	0.8	2.6	1.8	1.1	1.4	1.9	2.4	3.2	1.9
3 Tasa de inversión (% del PIB)	15.6	18.4	16.7	13.8	15.2	16.5	17.7	20.9	23.2	17.8
4 Crecimiento de exportaciones (%)	2.9	46.4	2.5	24.3	12.0	11.8	14.2	14.5	-9.0	13.6
Equilibrios macroeconómicos										
5 Brecha Y/Y*	7.3	3.0	21.1	19.3	13.4	9.3	4.1	0.8	-1.0	8.8
6 Inflación (%)	606.1	369.2	343.3	197.9	84.2	37.2	38.9	31.2	9.5	138.9
7 Balance cuenta corriente (% del PIB)	-2.8	-1.9	-6.8	1.5	-4.1	-7.1	-5.7	-7.1	-14.5	-5.7
8 Balance fiscal (% del PIB)	-10.5	-6.6	0.0	3.0	0.9	2.2	5.2	5.5	2.9	1.6
Equilibrios macrosociales										
9 Salario promedio (1970=100)	82.0	64.8	62.0	65.0	71.0	75.0	81.8	88.9	96.8	75.7
10 Desempleo (% de fuerza de trabajo)	4.8	9.1	17.6	21.9	18.9	18.0	17.3	16.9	15.1	16.9
11 Distribución del ingreso (Q5/Q1)	10.5	9.9	12.9	16.1	15.9	14.8	14.3	15.0	15.8	14.3
Shocks										
12 Términos de intercambio (% del PIB)	n.d.	n.d.	-6.8	-0.2	-0.2	-0.9	1.8	-0.6	-2.2	-1.3
13 Entradas de capitales (% del PIB)	3.3	0.7	3.9	1.3	5.0	11.7	10.8	11.7	14.7	7.5

Fuentes: (1): Marcel y Meller (1986) y Banco Central de Chile. (2) y (5): Ffrench-Davis (2001b, cap. I). (3) y (4): Banco Central de Chile, cuentas nacionales a precios de 1986. (6): Cortázar y Marshall (1980) y Banco Central de Chile. (7) y (13): Banco Central de Chile, balanza de pagos. (8): Larraín (1991) y DIPRES. (9) y (10): INE y Ffrench-Davis (2001b, cap. VIII). (11): Larrañaga (en este volumen). (12): Cálculos del autor sobre cifras del Banco Central de Chile, en precios corrientes.

- 1 Para análisis sobre el régimen de la Unidad Popular, véanse Bitar (1979) y Ffrench-Davis (2001b, cap. I).
- 2 Aquí nos referimos al balance presupuestario del gobierno general (véase Larraín, 1991).

El régimen militar, en septiembre de 1973, puso en marcha un ambicioso proceso de transformaciones económicas (véase Stallings, en este volumen). Durante su primer año, las nuevas autoridades apuntaron sus esfuerzos a corregir las grandes distorsiones existentes en una economía sobreintervenida y, especialmente, a controlar la aguda hiperinflación.

Una de las áreas más distorsionadas era el comercio exterior: el arancel promedio llegaba a 94%, existían innumerables restricciones cuantitativas a las importaciones y tipos de cambio múltiples. Ya a fines de 1973, comenzó un proceso de liberalización que rápidamente redujo la protección efectiva a los sustitutos de importaciones. También se normalizó el mercado cambiario, primero reduciendo drásticamente el número de tipos de cambio en 1973, y luego imponiendo una tasa única en 1975 (véase French-Davis, 2001b, caps. III y IV).

Dado que los déficits del sector público (y su financiamiento vía emisión monetaria) habían sido la causa principal de la escalada inflacionaria, se puso en marcha un plan integral para reducirlos. El ajuste del gasto se llevó a cabo mediante recortes en la inversión gubernamental y en las actividades destinadas a dar apoyo productivo al sector privado. También se contrajo la planilla salarial, mediante una disminución del empleo público y de los salarios reales. Por otra parte, se realizó una masiva privatización de empresas públicas y una reestructuración de aquéllas que quedaron en poder del Estado, imponiéndoles criterios de rentabilidad (Larraín y Vergara, 2000). Los ingresos, a su vez, fueron elevados mediante una amplia reforma tributaria que instituyó el Impuesto al Valor Agregado (IVA) en reemplazo del impuesto a las ventas, eliminó los impuestos al patrimonio y a las ganancias de capital, y derogó muchas exenciones por regímenes especiales (Arellano y Marfán, 1987).

Los resultados en el campo fiscal fueron notables: en pocos años se pasó de un déficit de dos dígitos a un superávit del gobierno general (línea 8 del cuadro 2.1). La contracción del gasto fiscal, junto a un manejo restrictivo de la política monetaria, fueron determinantes en la reducción de la inflación de los primeros años del gobierno militar; esto puede consignarse como un logro, aunque esta tasa se mantuvo en niveles de tres dígitos hasta 1976 (línea 6).

Sin embargo, aun cuando el Estado quedó en una posición financiera sólida y con ello contribuyó positivamente a la estabilidad de precios, también se produjo una brusca disminución de sus funciones sociales. Por una parte, las características de las reformas fiscales tuvieron un efecto negativo sobre el empleo y los salarios. Por otra, el gasto social –si bien aumentó su participación porcentual dentro del gasto público– experimentó una gran merma en su nivel por habitante. Así, el ajuste del sector público tuvo un carácter notoriamente regresivo (Ffrench-Davis, 2001b, cap. VIII), representando el caso típico de un equilibrio macroeconómico conseguido a expensas de un desequilibrio macrosocial, como puede apreciarse en las líneas 9, 10 y 11.

Como parte de la política de privatizaciones, a partir de 1975 se procedió a licitar a los agentes privados la mayoría de los bancos estatizados durante el período de la Unidad Popular. Además, junto con la liberalización de las tasas de interés entre 1974 y 1975, quedó establecido un sistema de multibanca sujeto a muy pocas regulaciones (Arellano, 1983; Held y Jiménez, en este volumen).

Fruto del “orden” impuesto a la economía, fue posible aprovechar la capacidad productiva disponible y comenzar cierta recuperación en 1974, especialmente importante en el sector exportador.³ Sin embargo, en 1975, Chile sufrió un fuerte empeoramiento de sus términos de intercambio producto del *shock* internacional del precio del petróleo y un deterioro considerable del precio del cobre, generando problemas graves en la balanza de pagos. Esto, sumado al proceso de ajustes productivos del sector privado y la contracción del sector público, llevó a la economía a una severa recesión, con una caída del PIB de 17%. Como consecuencia, se abrió una enorme brecha entre el producto potencial y el efectivo, lo que dejó un espacio amplio para la recuperación en los años siguientes.

Como se aprecia en el cuadro 2.1, entre 1976 y 1981 el PIB efectivo (línea 1) creció a tasas muy elevadas, siempre más rápido que el PIB potencial (línea 2); la gran diferencia entre ambos se cubrió con

3 Otros factores que explican el salto de las exportaciones fueron el mejoramiento en los términos de intercambio de 5% del PIB respecto de 1972 y una devaluación del tipo de cambio real superior al 50%.

un mayor uso de la capacidad productiva existente (línea 5). La confusión entre recuperación y crecimiento del PIB potencial tuvo un papel importante en el comportamiento del gobierno y los agentes privados, nacionales y extranjeros. Los factores que ayudaron a esta recuperación fueron el dinamismo del sector exportador (línea 4) y la gran liquidez que comenzó a disfrutar la economía chilena, por la mayor disponibilidad de recursos externos (línea 7) asociada a la progresiva apertura de la cuenta de capitales.

b) Apertura de la cuenta de capitales y política cambiaria

La apertura de la cuenta de capitales fue una de las metas explícitas de la política económica del gobierno militar. Desde 1974 se autorizó a las personas naturales y a las empresas para ingresar libremente capitales. Del mismo modo, se modificó la ley que regulaba la inversión extranjera (Decreto Ley 600), asegurando un tratamiento legal no discriminatorio y acceso al mercado cambiario formal para la repatriación de utilidades.⁴ Así, ya en 1975 la cuenta de capitales llegó a estar casi completamente abierta para los no residentes (Valdés-Prieto, 1994).

La respuesta de los mercados financieros externos fue escasa en un comienzo: la experiencia de la Unidad Popular había deteriorado la credibilidad internacional y, además, Chile debió afrontar la severa crisis de 1975 con renegociaciones de la deuda externa (Ffrench-Davis y Arellano, 1981). De este modo, recién desde 1977 los capitales comenzaron a ingresar en montos significativos (línea 13).

Entre las autoridades en un comienzo primó el enfoque monetario de economía cerrada, estimando que la cantidad de dinero era la variable clave para controlar la inflación. Por ello, se aplicaron controles cuantitativos a las entradas de capitales y prevaleció un gradualismo en su apertura para residentes, como una forma de atenuar la compra de reservas por parte del Banco Central y su consiguiente impacto expansivo en la liquidez interna (Ffrench-Davis,

4 Sin embargo, la repatriación del capital estaba sujeta a un plazo mínimo de permanencia de tres años.

2001b, caps. II y IV). De hecho, la compra neta de divisas por parte del Banco Central constituyó desde 1975 la principal fuente de la emisión; en el trienio 1978-80, estas operaciones representaron más del 100% de la emisión (Ffrench-Davis y Arellano, 1981, cuadro 13).

No obstante, hacia mediados de 1976, las autoridades juzgaron que la política monetaria no era suficiente por sí sola para controlar la inflación. Por ello, acudieron además a la política cambiaria, como una forma de anclar expectativas futuras sobre la variación del nivel de precios. Así, entre junio de 1976 y junio de 1979, el objetivo explícito de la política cambiaria fue generar expectativas anti-inflacionarias; primero, mediante revaluaciones abruptas seguidas de devaluaciones diarias que debían compensar por la inflación del período pasado, y desde febrero de 1978, con un programa de devaluaciones basado en la inflación esperada, conocido como la tablita. Las políticas fueron efectivas en reducir la inflación, pero a expensas de una menor competitividad del sector transable.⁵

Desde septiembre de 1977, se permitió a los bancos nacionales intermediar créditos externos, pero sujetos a cuotas que fueron relajadas en abril de 1978. En abril de 1979, se estableció un encaje no remunerado para los créditos externos, con porcentajes variables según el plazo. Se mantuvo la prohibición para el ingreso de créditos con una madurez promedio inferior a los 24 meses (requerían un encaje de 100%), aplicándose al resto una tasa decreciente según el plazo de las operaciones. Los créditos que excedían el umbral de los 66 meses de madurez estaban exentos. (Ffrench-Davis y Arellano, 1981; Valdés-Prieto, 1994). Sin embargo, estas restricciones no fueron eficaces, pues el segmento más dinámico del mercado era el de los créditos sindicados entre 6 y 10 años (Ffrench-Davis, 1984, cuadro 11).

El programa de liberalización comercial se completó en junio de 1979, llevando el arancel uniforme a 10%. Junto con ello, las autoridades se trasladaron al enfoque monetario de economía abierta, fijando el tipo de cambio nominal. Juzgaron que, por el grado de

5 Con estas políticas, pasaron a un segundo plano las intenciones de compensar las rebajas arancelarias que se siguieron realizando (véase Ffrench-Davis, 2001b, cap. III).

apertura de la economía, debía primar la “ley del precio único” y, por tanto, la inflación nacional convergería rápidamente a la externa. Por otra parte, la política monetaria debía ser neutra, pues la oferta monetaria quedaba determinada por los flujos de capitales, a su vez determinados por el sector privado. Por ello, en agosto de 1979 y en julio de 1980, fueron relajados los controles para los préstamos de entre 24 y 66 meses. Finalmente, en abril de 1980, se levantaron las restricciones específicas que aún afectaban a la banca, dejando a los bancos en igualdad de condiciones que el resto de los agentes para contraer créditos externos.

c) Generación de desequilibrios

La gran recesión de 1982-83 fue el resultado de una persistente acumulación de desequilibrios ocurrida desde mediados de los años setenta. Esto es, gran parte de los logros macroeconómicos del período –tales como el retorno a la frontera productiva y el control de la inflación– habían sido conseguidos a expensas de desequilibrios tanto del sector externo, reflejados en una gran vulnerabilidad ante *shocks* financieros y comerciales, como de la estructura productiva interna, lo que se tradujo en inversiones escasas.

i) *Vulnerabilidad externa*

Chile no sólo fue –junto a Uruguay– el país de América Latina más afectado por la crisis de la deuda, sino también el que recibió una mayor cantidad de recursos con relación a su tamaño en 1979-81, acumulando la mayor deuda externa per cápita (véase el cuadro 2.2). Hay una obvia causalidad entre este alto grado de endeudamiento y la posterior recesión.

Cuadro 2.2
Crisis de la deuda: vulnerabilidad externa de América Latina

	Deuda externa por habitante, 1981 (dólares corrientes)	Entrada de capitales 1979-81 (% del PIB)	Crecimiento PIB 1982-83 (tasa anual)
Argentina	1 251	2.7	1.7
Bolivia	485	4.6	-4.4
Brasil	578	3.4	-1.1
Chile	1 377	12.4	-7.3
Colombia	293	3.1	1.5
México	1 083	4.5	-2.2
Uruguay	499	6.6	-9.3
América Latina (19)	775	3.8	-1.6

Fuente: CEPAL y cuadro 2.1 para Chile.

Una característica interesante del caso chileno es que el alto endeudamiento externo no preocupó a las autoridades de la época. Por el contrario, señalaban que “el crecimiento de la deuda externa es el reflejo de una economía que está sana, que está creciendo con fuerza y en la cual existen muchos proyectos rentables por realizarse” (De la Cuadra, 1981, pág. 1 025). Evidentemente, había una visión sesgada e idealizada del funcionamiento de los mercados de capital. Además, para medir la exposición de la economía, se utilizaron indicadores tradicionales de endeudamiento, que en los hechos subestimaron el peso de los pasivos externos de la economía chilena.

El cuadro 2.3 recoge la evolución de un conjunto de indicadores de vulnerabilidad externa. Puesto que el pensamiento oficial confiaba plenamente en el comportamiento optimizador de los agentes privados como medio asignador de recursos en todos los mercados, la política del gobierno apuntó a la reducción de la deuda pública, mientras la apertura de la cuenta de capitales permitía acceso progresivo a los agentes privados. Producto de esta decisión, la deuda externa del sector público pasó de representar el 85% del total en 1975 a sólo el 35% en 1981 (línea 3), lo que aparecía como un indicador tranquilizador para las autoridades; sin embargo, mientras tanto, la deuda privada aumentaba a una tasa real anual de 41%, elevando la deuda total al equivalente del 314% de las exportaciones de bienes y servicios.

Uno de los elementos más distorsionadores en la medición de los pasivos externos es el tipo de cambio. La acumulación de pasivos tiende

Cuadro 2.3
Indicadores de vulnerabilidad externa, 1975-1983

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Deuda externa									
1 Porcentaje de X	296.7	218.8	213.0	236.3	186.5	189.7	313.5	371.9	393.8
2 Porcentaje del PIB	73.3	53.1	42.0	45.5	41.8	41.1	48.1	70.9	91.7
Composición (%)									
3 Deuda externa pública	85.1	81.7	77.1	72.1	60.5	45.8	35.1	38.6	57.4
4 Deuda externa privada	14.9	18.3	22.9	27.9	39.5	54.2	64.9	61.4	42.6
Déficit en cuenta corriente									
5 Porcentaje del PIB efectivo	-6.8	1.5	-4.1	-7.1	-5.7	-7.1	-14.5	-9.5	-5.7
6 Porcentaje de PIB de tendencia	-5.1	1.4	-4.6	-7.2	-5.9	-8.6	-21.0	-12.2	-6.3
Madurez y liquidez									
7 Plazos (años)	15	11	8	9	10	8	11	9	12
8 DCP sobre X (%)	32.9	18.6	26.2	25.0	21.0	28.0	59.7	71.9	56.4
9 DCP + Servicio de DMLP sobre X (%)	64.1	58.1	70.1	69.5	62.2	68.2	123.8	136.3	105.1

Fuente: Banco Central de Chile y Banco Mundial, *Global Development Finance* (2001).

X: Exportaciones de bienes y servicios.

DCP: Deuda de corto plazo.

DMLP: Deuda de mediano y largo plazo.

a producir una apreciación cambiaria que, a su vez, hace caer el valor nominal del *stock* de deuda medido en moneda nacional. En tanto que esa apreciación obedece a un estado transitorio, lo más probable es que el pago futuro de la deuda se realice con un tipo de cambio más alto, e incluso por sobre su nivel de equilibrio permanente. En la línea 5 se muestra el déficit en cuenta corriente medido a precios de cada año. Sin duda, los niveles alcanzados a partir de 1978 eran crecientemente preocupantes. En efecto, si el cálculo se hace con un tipo de cambio de tendencia, las cifras son alarmantes (línea 6). Los déficit de 9% del PIB en 1980 y de 21% del PIB en 1981 dan una idea más clara del peso agobiante que tendría la deuda externa para Chile en los años siguientes.

Otro de los aspectos destacados por el gobierno como señal de fortaleza externa y liquidez fue el plazo promedio al que se contraía la deuda, que superaba los 8 años (línea 7). Además, la deuda de corto plazo representaba menos del 20% de la deuda total. Sin embargo, el gran tamaño de la deuda hacía que su servicio fuera una pesada carga. La línea 8 mide la importancia del servicio anual de la deuda de mediano y largo plazo (amortizaciones e intereses), más la deuda de corto plazo como porcentaje de las exportaciones de cada

año; es decir, la solvencia de corto plazo de la economía. El hecho de que este indicador se mantuviese en niveles altísimos durante todo el período refleja la dependencia de financiamiento externo para sostener el elevado ritmo de las importaciones. Más aún, desde 1981, el total de las exportaciones anuales de bienes y servicios eran insuficientes para hacer frente a los pagos comprometidos durante el año. Si trasladamos esta realidad a un nivel microeconómico, el deudor promedio debía contraer nuevos compromisos para servir la deuda antigua, lo que a su vez generaba mayores obligaciones para el futuro; era una escalada evidentemente insostenible, agravada por los problemas del sector productivo que veremos más adelante. Aun en ausencia de los *shocks* externos que golpearon a la economía chilena, se había entrado en una situación en sí misma insostenible, que desembocaría en insolvencia.

ii) *¿Por qué se aceptó una mayor vulnerabilidad?*

El alto sobreendeudamiento de la economía chilena durante ese período es prueba de problemas serios en la evaluación de riesgo realizada por la mayoría de los agentes involucrados: el gobierno, los agentes privados nacionales y los acreedores extranjeros. En tal sentido, la pregunta es por qué no se reaccionó frente al desequilibrio, para corregirlo oportunamente.

• *FALLAS DE CONTROL INTERNO*

El exceso de endeudamiento de la economía tuvo importantes causas internas, vinculadas principalmente a la aplicación ideologizada de las reformas económicas, la cual impidió una oportuna corrección de los desequilibrios que se iban generando. Las fallas de control estuvieron presentes tanto en el proceso de liberalización financiera externa, como en la desregulación interna de los intermediarios financieros.

Por una parte, las decisiones de apertura de la cuenta de capitales no consideraron los problemas de sobreendeudamiento que causarían, sino sólo sus beneficios potenciales. Dada la participación predominante de los agentes privados (deudores y acreedores) en la

contratación de créditos, se estimó que el proceso sería eficiente y que, por lo tanto, la participación del Estado no era necesaria.⁶

Además, los flujos de capitales fueron funcionales a la obtención de algunos de los equilibrios macroeconómicos. Tanto la reducción de la inflación como la reactivación económica estuvieron estrechamente asociadas a la llegada de financiamiento externo. La falta de reacción de las autoridades al problema pudo responder a una subestimación ingenua de los desequilibrios externos que se generaban en paralelo. Pero también cabe la interpretación de un gobierno que veía lo que quería ver, mientras aún era posible cosechar un poco más los dividendos de un auge cada vez más insostenible y, por ende, más difícil de corregir.⁷

Muchos análisis atribuyen la crisis chilena a la liberalización financiera interna. Efectivamente, el sistema financiero interno presentaba serias fallas de mercado: la expansión de las colocaciones fue desproporcionada, la calidad de la cartera se deterioró y hubo numerosos préstamos a partes relacionadas, entre otros problemas (Harberger, 1985a; Held y Jiménez, en este volumen). Detrás de todo ello, evidentemente, estuvo la responsabilidad de un gobierno que confió en la autorregulación entre privados.

Sin duda, el sobreendeudamiento bancario jugó un papel importante en la generación de los desequilibrios que incrementaron la vulnerabilidad externa de Chile y promovieron una ineficiente asignación de recursos. Pero atribuir la crisis sólo a la desregulación de los bancos es una interpretación incompleta. Por una parte, durante los setenta el endeudamiento bancario externo había sido más bien reprimido: sólo en abril de 1980 la banca local pudo contraer deuda externa en igualdad de condiciones con el resto de los agentes nacionales. Por otra, en 1978-82 casi la mitad de los créditos financieros ingresados no fue intermediada por los bancos. Ello indica que ni una eficaz supervisión de la banca ni mayores restricciones al endeudamiento bancario hubieran evitado la crisis, sino sólo reducido su severidad.

6 "¿Qué injerencia le cabe a la autoridad económica en estas condiciones de endeudamiento? La respuesta es (...) ninguna. Este es un problema exclusivamente entre privados: del que ofrece el crédito y del que lo toma" (De la Cuadra, 1981, p. 1 025).

7 Debe tenerse presente que en 1980 se sometió a plebiscito la nueva Constitución que, entre muchas transformaciones estimadas claves por el régimen militar, incluía su institucionalización por al menos 9 años más.

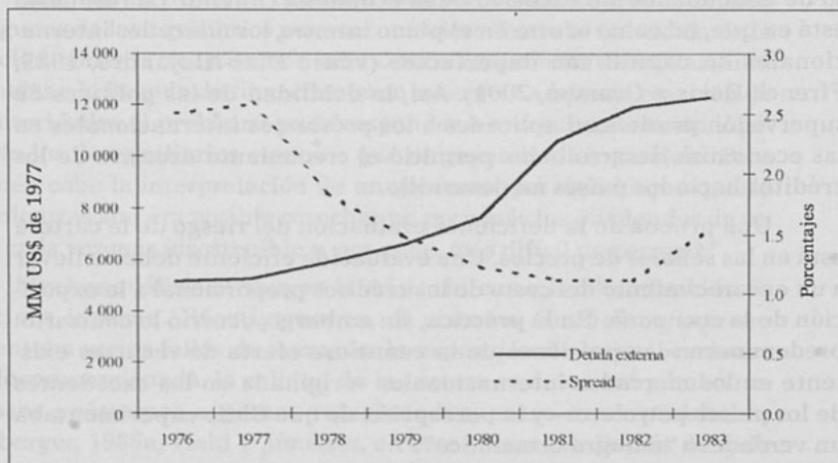
¿Por qué los acreedores externos no detuvieron antes el proceso de endeudamiento excesivo de la economía chilena? La respuesta está en que, tal como ocurre en el plano interno, los mercados internacionales de capital son imperfectos (véase Díaz-Alejandro, 1985; Ffrench-Davis y Ocampo, 2001). Así, la debilidad de las políticas de supervisión prudencial aplicadas a los préstamos internacionales en las economías desarrolladas permitió el crecimiento excesivo de los créditos hacia los países en desarrollo.

Una prueba de la deficiente evaluación del riesgo de la cartera está en las señales de precios. Una evaluación eficiente debería llevar a un encarecimiento del costo de los créditos proporcional a la exposición de la economía. En la práctica, sin embargo, ocurrió lo contrario: predominaron las presiones de la cuantiosa oferta de recursos existente en los mercados internacionales –originada en los excedentes de los países petroleros– y la percepción de que Chile experimentaba un verdadero “milagro económico”.⁸

Esto último es evidente al constatar que no sólo disminuyó el costo real del endeudamiento externo, sino que también hubo una persistente caída del riesgo país, medido como la diferencia (*spread*) entre las tasas cobradas a créditos hacia Chile y la tasa internacional libre de riesgo (LIBOR). El gráfico 2.1 muestra cómo, mientras el *stock* real de deuda externa de Chile fue aumentando vigorosamente, y con ello la vulnerabilidad de su economía ante *shocks* externos, el *spread* cayó sostenidamente por varios años desde 1977. Este efecto, común en los mercados sobreoptimistas, actuó como un resorte desestabilizador adicional, pues, a su vez, las menores tasas de interés estimulaban la contratación de nuevos créditos. A ello contribuyó también la apreciación cambiaria en Chile y su efecto sobre la mayor capacidad de pago aparente.

8 Esta percepción se filtraba en los medios financieros internacionales: “Cuando Washington termine con sus sermones políticos al gobierno de Pinochet, tal vez como retribución por la restauración de relaciones amistosas, Chile debería prestarnos a su equipo económico. Economistas que pueden simultáneamente reducir la inflación, los aranceles y el desempleo serían bienvenidos en Washington”, *Wall Street Journal*, 18 de enero de 1980, editorial. Citado por Foxley (1980).

Gráfico 2.1
 Deuda externa y spreads, 1976-1983
 (Millones de dólares de 1977 y porcentajes)



Fuente: Banco Central de Chile. El *spread* corresponde al de los créditos ingresados a través del Artículo 14 a tasas variables.

Así, los mercados financieros internacionales premiaron los logros en materia de crecimiento y reducción del déficit fiscal en Chile, pero fueron displicentes con relación a sus desequilibrios externos y al inquietante desempeño de la inversión y ahorro nacionales. Con todo, su acción fue más bien *indisciplinadora* para la economía chilena, incentivando el mayor endeudamiento.

Sin embargo, no todo puede ser atribuido a un fenómeno de euforia irracional. Al examinar las características de la solución al problema del endeudamiento de los países de América Latina, sobresalen dos elementos que avalarían la hipótesis de un proceso de *riesgo moral* a escala global. Primero, al desencadenarse la crisis internacional, se constituyó un *prestamista internacional de última instancia* para renegociar las deudas, constituido a instancia de los países del Grupo de los Siete —encabezados por Estados Unidos— y los principales bancos *prestamistas*. Segundo, tanto este *prestamista de última instancia* como las instituciones financieras internacionales tuvieron amplias facultades para imponer

medidas de condicionalidad –en la forma de severos ajustes recesivos– a los países deudores, asegurando así el servicio de la deuda. Este desequilibrio de poderes para negociar implicó una distribución asimétrica de los costos de un problema de origen compartido (Ffrench-Davis, 1999, cap. IV). La percepción (si existió) por parte de una banca internacional bien organizada de que gozaría de tales garantías, pudo actuar como un incentivo adicional para subestimar los riesgos de su cartera.

iii) Flujos de capitales y asignación de recursos

El proceso de excesivo endeudamiento no sólo tuvo consecuencias sobre la exposición de Chile frente a *shocks* externos: también afectó los fundamentos macroeconómicos internos y, en particular, al sector real de la economía. El cuadro 2.4 muestra la evolución de los principales precios de la economía durante el período 1976-82. Los efectos de las reformas económicas se filtran a través de varios de ellos. En algunos casos, la relación es directa, como sucede con el costo de importar, que depende de los aranceles (líneas 4 y 5). En otros, es algo menos evidente, como acontece con las altas tasas de interés del sistema financiero interno (línea 1) resultantes de la privatización y desregulación del sector.⁹

Cuadro 2.4
Precios macroeconómicos claves, 1975-1982

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
1 Tasas de interés interna	121.0	51.2	39.4	35.1	16.9	12.2	38.8	35.2
2 Tasas de interés externa	n.d.	-21.1	0.2	3.8	-0.9	-8.0	12.4	45.0
3 Competitividad exportadora (TCR)	93.5	75.5	62.8	69.7	69.7	60.9	51.8	60.1
4 Costo de importar	139.6	102.4	78.1	80.0	78.1	67.1	57.0	66.2
5 Arancel promedio	49.3	35.6	24.3	14.8	12.1	10.1	10.1	10.1
6 Spreads bancarios	67.1	20.7	30.9	15.5	9.2	5.9	8.7	11.0
7 Precios de acciones (1986=100)	8.0	20.0	41.1	76.3	86.1	159.5	127.8	97.1
8 Propiedades (1986=100)	116.4	121.0	115.8	125.1	156.2	158.8	203.7	110.9

Fuentes: (1) y (2): Arellano y Ffrench-Davis (1981). (3): Banco Central de Chile y Ffrench-Davis (2001b). (4): (3)*[1+(5)] (5): Banco Central de Chile. (6): Arellano (1983). (7) y (8): Morandé (1992).

9 Uno de los mayores *puzzles* del caso chileno es la subsistencia de altas tasas de interés internas, entre 1975 y 1982, incluso luego de que se fijara el tipo de cambio y se abriera casi absolutamente la cuenta de capitales. Entre las hipótesis más importantes está la existencia de una alta segmentación del mercado bancario (véanse Held y Jiménez, en este volumen; Ffrench-Davis, 2001b, cap. V). Otra interpretación, complementaria, es que las altas tasas reflejaban la *oferta falsa por créditos*, proveniente de empresas golpeadas por las reformas, que pudieron usar la mayor disponibilidad de créditos para mantenerse funcionando (Harberger, 1985b; Mizala, 1992).

La apertura de la cuenta de capitales en Chile coincidió con un período de fuerte expansión de la oferta internacional de crédito a los países en desarrollo. El ingreso de capitales, en magnitudes considerables respecto del tamaño de la economía, llegó a representar el 11% del PIB en 1977-81. Estos no sólo financiaron los elevados déficit en cuenta corriente, sino que también incrementaron significativamente el stock de reservas internacionales. La abundancia de dólares generó una progresiva apreciación del tipo de cambio real (línea 3)¹⁰ –que alcanzó un 48% entre abril de 1975 y junio de 1982– y redujo el costo del crédito externo para los deudores nacionales, provocando incluso tasas de interés reales negativas (línea 2). Esto, sumado a la sobrestimación de la capacidad de pago ya descrita, retroalimentó el proceso, generando aún más endeudamiento.

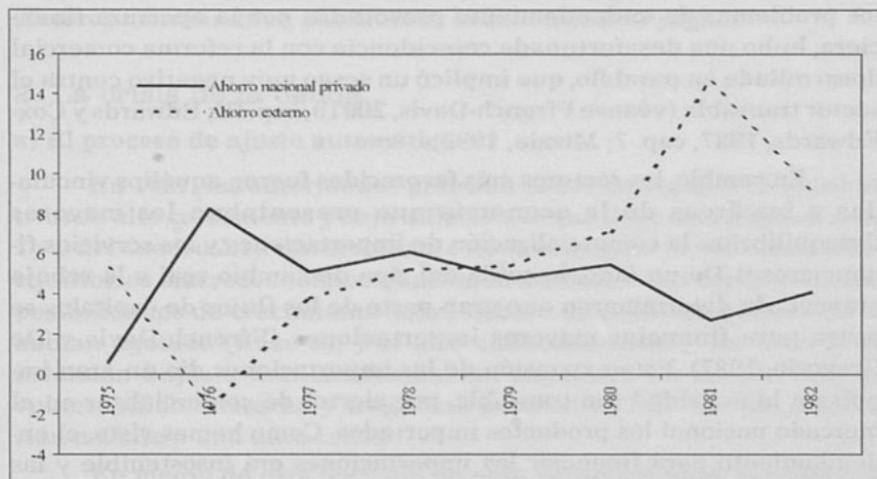
Los nuevos recursos permitieron la recuperación de la demanda interna, severamente golpeada por la recesión de 1975. La gran capacidad instalada subutilizada existente posibilitó alcanzar tasas de crecimiento del PIB efectivo muy altas, sin necesidad de elevar la inversión. Esto conformó un ambiente de euforia¹¹ que provocó un aumento del consumo. En efecto, a pesar de las altas tasas de interés internas (línea 1), predominó en los agentes el efecto riqueza asociado a expectativas sobre-optimistas sobre el ingreso futuro, alimentadas por el mayor poder adquisitivo sobre los bienes importados (línea 4); el crecimiento del valor de los activos físicos y financieros (líneas 7 y 8); las altas tasas de crecimiento del PIB efectivo, y la expectativa –propiciada por la propaganda oficial– de que estas tasas se mantendrían indefinidamente. Así, para los agentes económicos el comportamiento óptimo habría sido aumentar el consumo a cuenta de un supuesto mayor ingreso futuro (Schmidt-Hebbel, 1988). Este ajuste intertemporal, a su vez, sólo fue posible gracias a la relajación de las restricciones de liquidez resultante de la liberalización financiera interna y a la amplitud de la oferta externa.

10 La causalidad entre apreciación cambiaria y masiva afluencia de capitales ha sido objeto de debate (véanse los ensayos en Morandé y Schmidt-Hebbel, 1988). Efectivamente, hubo retroalimentación entre ambos procesos, pero la variable dominante fueron los capitales que inundaron la economía nacional.

11 La euforia o triunfalismo ha sido documentada, entre otros, por Arellano y Cortázar (1982); Edwards y Cox-Edwards (1987) y Schmidt-Hebbel (1988).

El resultado natural del mayor consumo de los agentes privados fue un menor ahorro nacional, aun cuando el sector público mantuvo elevados niveles de ahorro. Como revela el gráfico 2.2, el ahorro externo terminó desplazando al ahorro nacional privado: en 1981, por ejemplo, el ahorro nacional privado alcanzó sólo a 2.7% del PIB. Como las expectativas no se cumplieron *ex post*, este proceso de ajuste intertemporal de consumo terminó siendo altamente desestabilizador (véase la sección 2).

Gráfico 2.2
Ahorro externo y nacional privado, 1975-1982
(Porcentajes del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile y Larraín (1991).

Uno de los mayores problemas durante el período 1976-82 fue que las reformas económicas dieron señales equivocadas para el desarrollo sostenible del sector productivo. En general, los principales precios macroeconómicos estaban desalineados, debido a que respondían a una notable abundancia *transitoria* de capitales externos. Prueba de ello es que, a partir de 1982, estos precios claves experimentaron bruscos cambios de tendencia.

La competitividad del sector exportador se vio severamente disminuida con el atraso cambiario. Como resultado, el gran dinamismo mostrado por el volumen de las exportaciones desde 1974 se vio interrumpido en 1981, con una caída de 9%. Naturalmente, este descenso afectó la solvencia de la economía para hacer frente a sus compromisos externos. Sin embargo, el sector más perjudicado fue el sustituidor de importaciones. Parte del ajuste era necesario por la excesiva protección existente en muchos rubros, pero las trayectorias seguidas por el tipo de cambio real y las tasas de interés desde 1975 terminaron dañando el desempeño de productores que en condiciones normales habrían sido eficientes. Este punto deja en evidencia que, además de los problemas de endeudamiento provocados por la apertura financiera, hubo una desafortunada coincidencia con la reforma comercial desarrollada en paralelo, que implicó un sesgo muy negativo contra el sector transable (véanse Ffrench-Davis, 2001b, cap. III; Edwards y Cox-Edwards, 1987, cap. 7; Mizala, 1992).

En cambio, los sectores más favorecidos fueron aquéllos vinculados a las áreas de la economía que presentaban los mayores desequilibrios: la comercialización de importaciones y los servicios financieros.¹² De un lado, la caída del tipo de cambio real y la rebaja arancelaria determinaron que gran parte de los flujos de capitales se usara para financiar mayores importaciones (Ffrench-Davis y De Gregorio, 1987). Esta expansión de las importaciones dio un gran impulso a la actividad (no transable, por cierto) de comercializar en el mercado nacional los productos importados. Como hemos visto, el endeudamiento para financiar las importaciones era insostenible y las exportaciones habían comenzado a caer en 1981. De otro lado, las condiciones de ineficiencia en que operaba la industria bancaria, caracterizada por altos *spreads* (línea 6), le permitieron utilidades elevadas durante varios años. El aumento descontrolado en cantidad y calidad de las colocaciones –también alimentadas por el endeudamiento externo– derivó en una excesiva expansión sectorial (Held y Jiménez, en este volumen). Así, el valor agregado de ambos sectores registró

12 También se registró un auge en la construcción, pero sólo en 1977-80, con un crecimiento de 16% anual. Sin embargo, éste se explica por la depresión del sector en 1975-76; de hecho, su participación en el PIB total en 1981 era la misma que en 1973 (Marcel y Meller, 1986).

una expansión anual de 13% entre 1974 y 1981 (Ffrench-Davis, 2001b, cuadro II.1).

De este modo, se avanzó en contra de lo que debe ser un proceso de endeudamiento sano, donde lo deseable es que los recursos sean usados en actividades productivas y de preferencia vinculadas a la generación de divisas para hacer frente al pago de la deuda. Ninguna de estas condiciones se cumplió en el caso chileno. En un entorno económico caracterizado por escaso ahorro nacional, macroprecios fuera de línea y gran subutilización de la capacidad productiva, el resultado natural fue una baja formación de capital fijo, que promedió sólo un 17.8% en 1974-81.¹³ Además, los recursos se dirigieron predominantemente a sectores no transables, debilitando la capacidad de pago.

2. La crisis de la deuda

a) El proceso de ajuste automático

En 1981, las autoridades parecían haber cumplido con los objetivos de alto crecimiento y baja inflación, la que llegó a un dígito (líneas 1 y 6 del cuadro 2.1). Sin embargo, esto se consiguió sacrificando otros equilibrios macroeconómicos, haciendo necesaria una corrección. Las posibilidades de crecimiento sobre la base de capacidad instalada se habían agotado (línea 5), y el alto endeudamiento y los niveles de inversión bajos e ineficientes habían sembrado las condiciones de vulnerabilidad externa y fragilidad productiva interna que someterían a Chile a una dura crisis.

En medio de esta posición de gran vulnerabilidad, la economía chilena sufrió tres *shocks* externos negativos muy significativos, que llevaron a una caída abrupta de la demanda agregada. El *shock* más fuerte se relacionó con los flujos de capital. Si bien éstos se mantuvieron en niveles significativos gracias a los créditos de entidades internacionales (línea 13 del cuadro 2.5), su sola disminución resultó

13 El sesgo *financierista* del modelo hacía más rentable, por ejemplo, la especulación en la Bolsa de Comercio que invertir en el sector productivo real. Con ello se fue creando una burbuja reflejada por las escasas emisiones de nuevas acciones entre 1975 y 1980 (Edwards y Cox-Edwards, 1987, p. 58), mientras los precios reales bursátiles crecieron más de 1 000%.

costosa para una economía en extremo dependiente de ellos para cubrir sus compromisos (línea 7). El segundo *shock* correspondió al aumento de las remesas de intereses, asociado tanto con el creciente endeudamiento como con el espectacular salto que experimentaron las tasas de interés ya desde fines de 1979. El tercer *shock* externo correspondió a la caída en los términos de intercambio, encabezada por el precio del cobre (línea 12).

Cuadro 2.5
Crecimiento, equilibrios macroeconómicos y macrosociales, 1981-1989

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1982-1989
Indicadores de crecimiento										
1 Crecimiento PIB efectivo (%)	5.1	-13.8	-0.4	8.1	1.3	5.7	5.7	7.4	10.0	2.7
2 Crecimiento de capacidad productiva (%)	3.2	5.0	2.5	1.7	1.9	2.5	2.6	3.2	3.6	2.9
3 Tasa de inversión (% del PIB)	23.2	15.8	13.7	16.3	17.7	17.1	19.6	20.8	24.5	18.2
4 Crecimiento de exportaciones (%)	-9.0	4.5	0.1	2.2	12.4	10.1	6.7	11.6	16.1	7.8
Equilibrios macroeconómicos										
5 Brecha Y/Y*	-1.0	17.0	19.4	14.3	14.8	12.1	9.5	5.8	0.0	11.6
6 Inflación (%)	9.5	20.7	23.1	23.0	26.4	17.4	21.5	12.7	21.4	20.8
7 Balance cuenta corriente (% del PIB)	-14.5	-9.5	-5.7	-11.0	-8.8	-6.7	-3.6	-1.0	-2.5	-6.1
8 Balance fiscal (% del PIB)	2.9	-2.3	-3.0	-3.5	-3.7	-0.8	1.9	1.0	1.5	-1.1
Equilibrios macrosociales										
9 Salario promedio (1970=100)	96.8	97.1	86.5	86.7	83.2	84.6	84.3	89.8	91.6	88.0
10 Desempleo (% de fuerza de trabajo)	15.1	26.1	31.3	24.6	21.7	17.3	13.8	10.5	7.9	19.2
11 Distribución del ingreso (Q5/Q1)	15.8	18.5	17.0	17.8	17.7	18.0	22.5	19.0	16.8	18.4
Shocks										
12 Términos de intercambio (% del PIB)	-1.8	0.1	-0.3	-1.9	2.8	2.5	-3.4	0.6	-3.0	0.2
13 Entradas de capitales (% del PIB)	14.7	4.7	2.9	11.1	8.2	5.4	3.8	4.0	4.1	5.5

Fuente: Véase cuadro 2.1.

Las autoridades decidieron hacer frente al desequilibrio mediante un proceso de ajuste automático basado en la conservación del tipo

de cambio fijo. La idea era que, de cara a los *shocks* de balanza de pagos existentes, habría una disminución de las reservas internacionales, con la consiguiente contracción monetaria; ello frenaría el exceso de gasto de la economía y las importaciones, equilibrando el sector externo. Estos mecanismos funcionaron en la dirección esperada desde mediados de 1981, pero los resultados fueron desastrosos para el sector productivo.

Un ajuste automático como el realizado no discrimina entre los distintos componentes de la demanda agregada, lo que dificulta la reasignación de recursos. En 1982, el gasto agregado cayó 24% y la inversión se redujo 34%, mientras que el desempleo se empinaba al 26% de la fuerza de trabajo y el PIB experimentaba una contracción de 14%. Ante la gravedad de los efectos de la política neutral, las autoridades decidieron cambiar de enfoque y aplicar una devaluación. Esta medida trajo aun mayores problemas a los agentes altamente endeudados en moneda extranjera, golpeando duramente al sector financiero y profundizando la crisis.

Sin embargo, la devaluación era una corrección necesaria para un tipo de cambio excesivamente apreciado, que había debilitado la estructura exportadora. En ese sentido, el error no fue la devaluación de 1982, sino la permisividad gubernamental mientras se acumulaban los desequilibrios. La instauración de un tipo de cambio fijo durante el auge, en 1979, y su conservación, actuaron retardando la corrección de los desequilibrios externos, pero no fue la fuente de ellos: ante la cuantiosa oferta de dólares, un régimen de tipo de cambio más flexible pudo llevar incluso a una mayor apreciación (Edwards y Cox-Edwards, 1987; Harberger, 1985a; Morandé, 1988, pág. 143). El problema fue que la cuantiosa e insostenible oferta de capitales impidió realizar oportunamente el ajuste en una economía cuyo desarrollo exportador ya enfrentaba una crisis. Muchos analistas coinciden, *ex post*, en que esta oferta de capitales debió regularse (Edwards y Cox-Edwards, 1987, pág. 22; Ffrench-Davis, 2001b, cap. V; Morandé, 1988, págs. 143-4).

b) La lenta recuperación

La gran paradoja de la experiencia chilena es que la severa crisis de la deuda obligó a las autoridades a modificar sus políticas

ortodoxas, recurriendo a un conjunto de medidas más pragmáticas que permitieran enfrentar los desequilibrios existentes que, como se aprecia en el cuadro 2.5, fueron generalizados. En el frente externo, la cuenta corriente continuó con un déficit considerable, a pesar del superávit comercial registrado desde 1982, producto del elevado pago de intereses (línea 7). En el frente interno, la inflación volvió a elevarse, como consecuencia de la gran devaluación efectuada para equilibrar las cuentas externas (línea 6). El gobierno, a su vez, vio disminuidos sus ingresos y aumentadas sus demandas por gastos, por lo que volvió a registrar déficit (línea 8).

En la dimensión real, la profunda recesión de 14% significó el resurgimiento de una gran brecha de utilización de la capacidad productiva, que alcanzó a casi el 20% en 1983 (línea 5). En el campo social, el desempleo se empujó a niveles sin precedentes, llegando al 31% de la fuerza de trabajo en 1983, en un contexto de redes de seguridad social débiles o incluso inexistentes para muchos chilenos (véase Mizala y Romaguera, en este volumen). En medio de este ambiente recesivo, los salarios cayeron, produciéndose un incremento de la pobreza y un empeoramiento de la distribución del ingreso (líneas 9 a 11).

En este contexto, nuevamente crítico, la prioridad fue corregir el desequilibrio externo y conseguir un superávit comercial que permitiera generar divisas para servir la deuda. Esto se implementó con medidas que rompieron la ortodoxia de los años previos: entre otras, la elevación del arancel uniforme¹⁴ y la promoción de las exportaciones por medio de una batería de instrumentos que incluyó subsidios a las exportaciones no tradicionales.

También se adoptó una política cambiaria que fue funcional para aumentar la competitividad externa de la economía chilena. En efecto, se retornó a un régimen de tipo de cambio programado, aunque esta vez con un sistema de bandas simétricas con respecto a un precio de referencia –denominado Tipo de Cambio Acuerdo–, que fueron progresivamente ampliadas desde $\pm 0.5\%$ en 1984 a $\pm 5\%$ en 1989. El uso

14 El arancel uniforme aumentó en etapas sucesivas hasta 35% en septiembre de 1984. Desde marzo de 1985, cuando las restricciones externas se comenzaron a relajar, el arancel se disminuyó gradualmente, para llegar a 11% en 1991. Este proceso es conocido como la *segunda reforma comercial*.

de esta política se tradujo en una gran devaluación del tipo de cambio real –de 130% entre 1982 y 1988– lo cual fue facilitado por la aguda escasez de financiamiento externo del período.

Al tornarse restringido el financiamiento externo, era fundamental un aumento del ahorro nacional (que había descendido a un 2.1% del PIB en 1982) para financiar una mayor inversión. Con tal propósito, se efectuó en 1984 una reforma tributaria. El debilitamiento de las finanzas públicas¹⁵ se enfrentó implementando varias medidas, entre ellas, la fijación de reajustes salariales del sector público por debajo de la inflación y la reducción del gasto público, incluyendo el social. Como resultado, el déficit fiscal pasó desde un 3.5% del PIB a un superávit en 1987 (Larraín, 1991). Muchas de las intervenciones tuvieron un intenso sesgo regresivo (French-Davis, 2001b, cap. VIII).

En el campo financiero, la consecuencia de la crisis fue la *estatización* de parte de la banca que había sido privatizada la década anterior (!). El Estado chileno salió al rescate de los bancos y deudores locales, con un costo estimado equivalente al 35% de un PIB anual (Sanhueza, 1999). El programa incluyó, entre otras medidas, un tipo de cambio preferencial para deudores en dólares; líneas de crédito a tasas subsidiadas para el sector financiero, y la compra por el Banco Central de la cartera vencida de los bancos, con un compromiso de recompra por parte de éstos. La dura experiencia de esta crisis llevó a las autoridades a fortalecer las atribuciones de la Superintendencia de Bancos y a materializar una estricta supervisión prudencial del sistema.

Las políticas aplicadas fueron funcionales para imprimir dinamismo al sector exportador, que se había estancado en 1981-82. El tipo de cambio depreciado, el aumento de los aranceles y las políticas públicas de apoyo a las exportaciones actuaron eficazmente en la reasignación de recursos hacia el sector transable. Esto y los mejores términos de intercambio observados durante el período 1987-89 permitieron que las exportaciones se expandieran a una tasa de 8% anual en 1982-89. Sin embargo, el PIB no exportador creció sólo 1.1% en ese lapso.

15 Esto se debió tanto al elevado costo fiscal de la reforma a la seguridad social lanzada en 1981 (véase Uthoff, en este volumen), como a una actividad económica deprimida.

La fase final de la recuperación se vio favorecida por tres cambios positivos en el sector externo en 1987-89: un precio notablemente alto del cobre, un acuerdo con los bancos acreedores que permitió una relajación en las condiciones de pago, y el ahorro de divisas resultante del proceso de conversión de deuda. Además, de cara al plebiscito de 1988 y la elección presidencial de 1989, el gobierno encontró espacio para realizar una política fiscal expansiva (véase la caída en el superávit fiscal desde 1987, en la línea 8, a pesar de los *shocks* positivos).

Así, este período terminó en un ambiente de optimismo y altas tasas de aumento del PIB efectivo (línea 1). Estas, empero, respondieron predominantemente a la recuperación en el uso de recursos ya existentes, pues la generación de nueva capacidad productiva fue débil (línea 2), con una tasa de inversión que promedió sólo 18.2% en 1982-89; el PIB per cápita de 1981 recién fue superado en 1989. Por otra parte, el costo social fue muy elevado: la combinación de alto desempleo, menores salarios y reducido gasto social implicó un aumento de la pobreza, que llegó al 45% de la población en 1987, y un empeoramiento notable de la distribución del ingreso (líneas 9, 10 y 11; Ffrench-Davis, 2001b, cap. VIII; y Larrañaga, en este volumen).

3. El nuevo auge de los noventa y la reforma a las reformas

El primer quinquenio de los noventa constituyó una experiencia genuina de auge bien manejado, donde fue posible compatibilizar una eficiente absorción de abundante financiamiento externo con gran solidez en las cuentas externas. En la segunda mitad de la década, sin embargo, la economía entró en una *zona de vulnerabilidad*, que quedó en evidencia con la llegada de la crisis asiática.

a) Política económica y el retorno a la democracia

Junto con el retorno a la democracia, en 1990, Chile enfrentó un nuevo episodio de abundancia de capital extranjero hacia las economías emergentes. El buen desempeño económico de Chile en la

segunda mitad de los ochenta y el tranquilo proceso de transición democrática lo situaron como uno de los destinos privilegiados.

Revelando el aprendizaje de la experiencia pasada, las autoridades aplicaron una política activa para mantener los equilibrios macroeconómicos: introdujeron regulaciones prudenciales a la cuenta de capitales y la política cambiaria (véase más abajo) y efectuaron un continuo seguimiento de la demanda agregada y su consistencia con la capacidad productiva. Para ello se realizaron *miniajustes* (los más importantes se efectuaron en 1990 y 1993), a través del encarecimiento de los flujos de capital financiero y de aumentos de la tasa de interés. Esto evitó la acumulación de desequilibrios reales significativos y *maxiajustes*.

Cuadro 2.6
Crecimiento, equilibrios macroeconómicos y macrosociales, 1990-2000

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	1990-1995
Indicadores de crecimiento												
1 Crecimiento PIB efectivo (%)	3.7	8.0	12.3	7.0	5.7	10.6	7.4	7.4	3.9	-1.1	5.4	7.8
2 Crecimiento de capacidad productiva (%)	7.9	8.5	7.5	7.0	8.1	8.0	6.7	6.9	7.3	5.9	4.2	7.8
3 Tasa de inversión (% del PIB)	24.2	22.4	24.7	27.2	27.4	30.6	31.0	32.2	32.2	26.9	26.6	26.1
4 Crecimiento de exportaciones (%)	8.6	12.4	13.9	3.5	11.6	11.0	11.8	9.4	5.9	6.9	7.5	10.1
Equilibrios macroeconómicos												
5 Brecha Y/Y*	3.9	4.4	0.2	0.1	2.4	0.0	-0.7	-1.2	2.0	8.5	7.5	1.8
6 Inflación (%)	27.3	18.7	12.7	12.2	8.9	8.2	6.6	6.0	4.7	2.3	4.5	14.7
7 Balance cuenta corriente (% del PIB)	-1.6	-0.3	-2.3	-5.7	-3.1	-2.1	-5.1	-5.7	-5.7	-0.1	-1.4	-2.5
8 Balance fiscal (% del PIB)	0.8	1.5	2.3	2.0	1.7	2.6	2.3	2.0	0.4	-1.5	0.1	1.8
Equilibrios macrosociales												
9 Salario promedio (1970=100)	93.3	97.8	102.2	105.9	110.7	118.3	123.2	126.1	129.5	132.6	134.4	104.7
10 Desempleo (% de fuerza de trabajo)	7.8	8.2	6.6	6.5	7.8	7.3	6.4	6.1	6.2	10.5	10.0	7.4
11 Distribución del ingreso (Q5/Q1)	17.5	17.4	12.9	13.0	14.5	13.8	14.9	15.6	n.d.	n.d.	n.d.	14.8
Shocks												
12 Términos de intercambio (% del PIB)	-1.8	0.1	-0.3	-1.9	2.8	2.5	-3.4	0.6	-3.0	0.2	0.0	0.2
13 Entradas de capitales (% del PIB)	9.4	3.9	8.3	7.0	9.4	3.7	6.8	9.2	2.8	-0.9	1.7	6.9

Fuente: Véase cuadro 2.1.

El control de la inflación fue uno de los logros importantes de la política económica de los años noventa. La política del período se basó en dos pilares claves: la ya comentada consistencia entre el gasto agregado y la capacidad productiva, y la generación de expectativas de control de la inflación mediante un plan gradual de largo plazo basado en la credibilidad de las autoridades monetarias. Aunque la apreciación cambiaria del período sin duda aportó al proceso, no fue la variable en la que descansó el plan del gobierno.¹⁶

Durante este período, se perfeccionaron las regulaciones bancarias prudenciales introducidas después de la crisis de la deuda. Las autoridades resistieron presiones para rebajar la supervisión de sectores que argumentaban que el sistema ya estaba maduro para una autorregulación. Por el contrario, se intensificó la supervisión prudencial (Held y Jiménez, en este volumen), lo cual dificultó que la entrada de capitales desatara nuevamente un *boom* crediticio por parte de los bancos comerciales y facilitó—hasta 1995— la tarea de mantener el déficit en cuenta corriente y el tipo de cambio dentro de límites sostenibles.

Uno de los mayores desafíos del nuevo gobierno democrático fue consolidar una política fiscal responsable. Sectores amplios de la población demandaban un papel más activo del Estado en la lucha contra la pobreza y para revertir el deterioro acumulado en las condiciones de vida de muchos chilenos, recogido en los indicadores macrosociales de las secciones previas (véanse los cuadros 2.1 y 2.4); lo que se denominó el pago de la *deuda social*. Conscientes de ello, las autoridades desarrollaron una política de acuerdos entre gobierno y oposición para aumentar algunos impuestos y así financiar un salto en el gasto social, además de una reforma laboral que equilibró en parte la relación entre empresarios y trabajadores (véase Cortázar, 1995).

Los resultados fueron positivos, como puede observarse en las líneas 9, 10 y 11 del cuadro 2.6. Además, el porcentaje de la población por debajo de la línea de la pobreza disminuyó desde 45% en 1987 a

16 Por el contrario, una crítica frecuente contra las autoridades en la primera mitad del decenio, era que se estaban quedando atrás de México al no reducir más rápidamente la inflación, aprovechando la abundante oferta de fondos externos y permitiendo una mayor apreciación del tipo de cambio (véase Ffrench-Davis, 1999, cap. VIII.C).

27.5% en 1994 y a 21% en el 2000. Detrás de estos avances significativos en el campo social se encuentran dos factores. Primero, el esfuerzo gubernamental por mitigar la deuda social y, segundo, las tasas altas y sostenidas de crecimiento económico, que permitieron reducir el desempleo, aumentar la productividad y los salarios. Se logró un círculo virtuoso donde la responsabilidad fiscal, que se tradujo en un superávit del gobierno general de 1.8% del PIB en 1990-95, cooperó con el crecimiento de la economía, y éste, a su vez, fortaleció los ingresos fiscales, haciendo posible un mayor gasto social.

b) Apertura selectiva de la cuenta de capitales y política cambiaria

El manejo de la cuenta de capitales y de la política cambiaria de la primera mitad de los noventa tuvo como objetivos principales sustentar el modelo de crecimiento basado en la expansión y diversificación de exportaciones y alcanzar un entorno de estabilidad real sostenible, en una economía históricamente propensa a los ciclos. Para ello, se adoptó un enfoque de política activo que no descuidó ninguno de los equilibrios macroeconómicos importantes. Junto con la política fiscal responsable del gobierno, el Banco Central monitoreó permanentemente la consistencia entre el producto potencial y el efectivo, sus efectos inflacionarios y el equilibrio en las cuentas externas.¹⁷

En junio de 1991, en reacción a un entorno de creciente aumento de la oferta de fondos y un precio del cobre favorable, considerados como factores con un alto componente transitorio, se estableció un encaje no remunerado de 20% sobre los créditos externos (que cubrió toda la gama, desde los asociados con la IED hasta los créditos comerciales). Estos fondos debían depositarse en el Banco Central por un mínimo de 90 días y un máximo de un año, según el plazo de la operación. Al mismo tiempo, un impuesto al crédito interno, a una tasa anual de 1.2% sobre las operaciones de hasta un año plazo, fue aplicado también a los préstamos externos. El encaje y el impuesto a los créditos externos eran especialmente onerosos para los flujos con vencimientos a corto plazo.

17 Aunque no se trató de una regla explícita, las autoridades del Banco Central actuaron considerando que el déficit en cuenta corriente sostenible estaba en torno al 2.5-3.5% del PIB.

Como la entrada de capitales se hizo persistente, en mayo de 1992 la tasa del encaje se elevó a 30% y su cobertura se expandió a los depósitos a plazo en moneda extranjera y, en julio de 1995, a las compras de acciones chilenas (“ADR secundarios”) por residentes en el extranjero. Se amplió a un año el período durante el que debía mantenerse el depósito, independientemente del plazo de vencimiento del préstamo. Luego, con el fin de eliminar un resquicio que permitía evadir el encaje por la vía de IED (la inversión en capital de riesgo estaba exenta), las autoridades pasaron a analizar las solicitudes de IED: el permiso para ingresar al país exenta de encaje era denegado cuando se determinaba que ella disfrazaba capital financiero.

La política cambiaria fue utilizada activamente como un complemento de la apertura selectiva de la cuenta de capitales. En 1992, luego de una ampliación de la banda cambiaria (a $\pm 10\%$), se inició la intervención intramarginal del Banco Central, con el propósito de influir directamente en el mercado cambiario. Finalmente, se estableció una canasta de monedas (integrada por el dólar, el marco y el yen) para determinar el tipo de cambio Acuerdo o centro de la banda. Con esto se flexibilizaron los ajustes de corto plazo del tipo de cambio, desestimulando los ingresos especulativos, al tiempo que los retornos de las exportaciones chilenas –cada vez más diversificadas geográficamente– ganaron estabilidad en promedio.

c) Solidez externa y absorción productiva

i) *Control de la vulnerabilidad*

El retorno de los capitales a Chile volvió a plantear dilemas a las autoridades, que enfrentaron el desafío de aprovechar las oportunidades de mayor inversión asociadas a ellos y evitar el riesgo de entrar a una *zona de vulnerabilidad*.¹⁸ Se optó entonces por un enfoque de prudencia macroeconómica y la utilización de instrumentos como el encaje para alterar la composición de los flujos de capitales, disminuyendo de este modo las entradas especulativas y su efecto destabilizador (véase Ffrench-Davis, 2001b, cap. IX).

18 Para una definición de zona de vulnerabilidad, véase Ffrench-Davis y Ocampo (2001).

La evidencia empírica es contundente en señalar que los controles de capitales aplicados en Chile modificaron la estructura de madurez de las entradas de capitales, reduciendo la participación de su componente de corto plazo (Agosin 1998; De Gregorio *et al.*, 2000; Edwards, 1999; Le Fort y Lehmann, 2000; Schmidt-Hebbel *et al.*, 1999). Ello resalta un rasgo muy positivo de este instrumento, pues la probabilidad de crisis y la gravedad de sus consecuencias se asocian estrechamente a una mayor liquidez de los pasivos externos.

Además, el encaje actuó reduciendo el flujo total de ingresos y atenuando la apreciación cambiaria (Le Fort y Lehmann, 2000; Schmidt-Hebbel *et al.*, 1999).¹⁹ Un análisis cualitativo refuerza esta conclusión: Chile enfrentó una oferta de financiamiento externo (en relación con su PIB) mayor que la de otras naciones de América Latina, debido a su mejor desempeño económico y a su mayor estabilidad política. Sin embargo, la apreciación del tipo de cambio y el déficit en cuenta corriente (como proporción del PIB o de las exportaciones) fueron en promedio menores respecto de otros grandes receptores de capital extranjero de la región (véase Ffrench-Davis, 1999, cap. VIII.C).

Una prueba de la eficacia de las políticas preventivas utilizadas por Chile la encontramos durante la crisis del *Tequila* en diciembre de 1994 y su contagio hacia el resto de América Latina: mientras México y Argentina sufrieron fuertes recesiones con caídas del PIB de 6% y 3%, respectivamente, Chile se mostró inmune a sus efectos, creciendo más de 10% (Ffrench-Davis, 1999, cap. VIII.C).²⁰

ii) *Absorción eficiente de financiamiento externo*

A diferencia de los setenta, en este período los nuevos capitales sí contribuyeron eficientemente al desarrollo productivo. Gracias a la activa política monetaria y a sus miniajustes, la demanda agregada creció a niveles consistentes con la capacidad productiva. La

19 No obstante, otros estudios cuestionan esta conclusión (véase Valdés-Prieto y Soto, 1998; De Gregorio *et al.*, 2000). Para una discusión, véase Ffrench-Davis y Tapia (2001).

20 También hubo algo de "buena suerte", pues Chile enfrentó términos de intercambio muy favorables en 1995.

acumulación de reservas del Banco Central evitó el aumento del déficit en cuenta corriente –que se mantuvo en niveles controlados–, impidiendo que una inundación de capital distorsionara los precios macroeconómicos claves. A su vez, la buena regulación del sector financiero contrarrestó una expansión descontrolada de las colocaciones. Además, el ahorro nacional no sufrió un desplazamiento por el aumento del ahorro externo sino lo contrario, promediando 22% en 1990-95. Esta complementariedad entre ahorro externo y nacional en Chile fue una excepción en América Latina durante la primera mitad de los años noventa (Uthoff y Titelman, 1998).

Otro de los rasgos del período es que desde fines de los ochenta el tipo de cambio real se apreció persistentemente. Sin embargo, este movimiento fue más bien *equilibrador* durante la primera mitad de los noventa, pues representó el cambio desde el contexto de una economía muy endeudada y que enfrentaba una severa restricción externa en los años ochenta, a otro donde la deuda perdía importancia, la restricción externa experimentaba una gran relajación y la economía mostraba una creciente productividad. Una prueba revelada de ello es que esta apreciación real no causó desequilibrios en las cuentas externas, lo cual se reflejó en un moderado déficit en cuenta corriente, equivalente al 2.5% del PIB en 1990-95.

En el sector productivo, gracias a que la apreciación cambiaria se mantuvo controlada, las exportaciones de bienes y servicios mantuvieron un gran dinamismo, expandiéndose más de 10% por año. Asimismo, el sector no transable enfrentó excelentes condiciones para su desarrollo, con una economía interna que crecía vigorosa y sostenidamente.

La composición de las entradas de capital fue un determinante clave de su eficiente absorción productiva. Como hemos visto, esta vez los flujos correspondieron en una proporción predominante a IED. No todo ingreso de IED significa creación de capacidad productiva –también los recursos pueden dirigirse a adquisiciones de activos ya existentes– pero la probabilidad de que sí lo haga es más alta que cuando se trata de los flujos especulativos de corto plazo o créditos bancarios, que pueden filtrarse al consumo. Además, en 1990-95 el

75% de la IED bruta se dirigió a la expansión de actividades exportadoras, favoreciendo la generación futura de divisas y el equilibrio externo de largo plazo.

Estas condiciones de elevado ahorro nacional y eficiente absorción de los flujos de capitales externos, en un contexto de macroprecios correctos, estabilidad y elevada utilización de la capacidad productiva, determinaron que las tasas de inversión alcanzaran sus máximos históricos hasta ese momento (cuadro 2.6, línea 3). La gran formación bruta de capital fue la variable fuerte detrás del crecimiento sostenido de los años noventa, el cual –a diferencia de los períodos 1977-81 y 1986-89– no se basó en el uso de recursos ociosos, sino en el desplazamiento vigoroso de la frontera productiva.

d) El nuevo auge de 1996-97 y la crisis asiática

Pocos meses después de la crisis del *Tequila*, Chile y el resto de América Latina enfrentaron un nuevo auge de capitales externos. Pero a diferencia de lo ocurrido en 1990-95, las autoridades del Banco Central reaccionaron pasivamente, al mantener inalteradas las políticas de control prudencial de capitales a pesar de la mayor magnitud de los flujos, lo que significó aceptar una mayor vulnerabilidad externa. Esto obedeció a que se subestimaron los desequilibrios externos –confiando en la inmunidad mostrada por Chile en 1995– y a que se privilegiaron metas inflacionarias más ambiciosas.

De esta forma, si bien durante 1996-97 Chile presentó tasas de inversión notablemente elevadas, un alto crecimiento (líneas 3 y 1) y la inflación se acercó a los niveles de países desarrollados (línea 6), el tipo de cambio experimentó una apreciación real sustancial y el déficit en cuenta corriente se empujó a 5.7% del PIB, más del doble del registrado en 1990-95 (línea 7).

A fines de 1997, comenzaron a sentirse los efectos de la crisis asiática, que llegaron tanto por el lado comercial como financiero. La economía enfrentó fuertes ataques especulativos en 1998 por medio de alzas en la tasa de interés real. Esta vez, las fugas de capitales –que se extendieron hasta 1999– no sólo correspondieron a capital extranjero, sino también a salidas de parte de los fondos de pensiones y de

otros agentes nacionales.²¹ Como resultado del ajuste externo, Chile experimentó una desaceleración en 1998 y una caída del PIB de 1% en 1999 (línea 1). En consecuencia, se abrió nuevamente una brecha entre producción efectiva y PIB potencial (línea 5), provocando una reducción significativa de la tasa de inversión y una inflexión en el crecimiento de la capacidad productiva a partir de 1999 (línea 2).

4. Conclusiones

La búsqueda de equilibrios macroeconómicos sostenibles es una tarea que requiere de un enfoque pragmático, activo y, sobre todo, integral. Por una parte, está la necesidad de una política fiscal responsable, una política monetaria que vigile la demanda agregada y un sistema financiero interno sólido, acompañado de una estricta supervisión prudencial. Pero ello no es suficiente. También deben concurrir una política cambiaria que evite la acumulación de desequilibrios y una gestión de la cuenta de capitales *flexible* y consistente, que permita maximizar los beneficios y minimizar los riesgos de acceso al financiamiento externo. No existe una receta única, pero sí indicadores de desequilibrios que deben ser atendidos para ajustar las políticas públicas.

La experiencia histórica muestra que la oferta internacional de capitales responde a ciclos, caracterizados por períodos donde se contagia el optimismo de los auges y el pesimismo de las caídas (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001). Dada la escasa regulación del sistema financiero a nivel global, las políticas nacionales de regulación prudencial –dotadas de componentes contracíclicos– son muy importantes para asegurar una oferta consistente con la capacidad de absorción de la economía, su solvencia de largo plazo y condiciones que no pongan en juego la liquidez de corto plazo.

Durante este análisis hemos procurado vincular los aspectos macroeconómicos con el desarrollo social, que es uno de los fines

21 Esto fue posible ya que a partir de 1995 se intensificó el proceso de apertura a las salidas de capitales, ampliándose el porcentaje permitido de inversión externa de los fondos de pensiones (véase Ffrench-Davis 2001b, cap. IX).

últimos de la política pública. Ambos son claves y deben ser mirados en conjunto. La experiencia chilena muestra las consecuencias negativas del experimento socialista de la Unidad Popular, que propició un mejoramiento insostenible de las condiciones de vida de los trabajadores, descuidando los equilibrios macroeconómicos. En contraste, los planes de estabilización del gobierno militar y, sobre todo, las crisis a las que se expuso, determinaron altas tasas de desempleo y un deterioro social muy marcado. Finalmente, en los primeros años de los noventa se demostró que ambos aspectos *pueden mejorar simultáneamente*, en la medida que se logren altas tasas de inversión y se suavicen los ciclos económicos del lado real de la economía, compatibilizando crecimiento, empleo y equidad.

Referencias bibliográficas

- Agosin, M. R. (1998), "Entrada de capitales y desempeño de la inversión: Chile en los años noventa", en R. Ffrench-Davis y H. Reisen (eds.), *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*, OECD/CEPAL, McGraw-Hill Interamericana, Segunda edición, Santiago.
- Arellano, J. P. (1983), "De la liberalización a la intervención: el mercado de capitales en Chile, 1974-83", *Colección Estudios CIEPLAN* 11, diciembre.
- _____ y R. Cortázar (1982), "Del milagro a la crisis: algunas reflexiones sobre el momento económico", *Colección Estudios CIEPLAN* 8, julio.
- _____ y M. Marfán (1987), "25 años de política fiscal en Chile", *Colección Estudios CIEPLAN* 21, junio.
- Bitar, S. (1979), *Transición, socialismo y democracia: la experiencia chilena*, Siglo XXI, México.
- Cortázar, R. (1995), "Una política laboral para una nueva realidad", en C. Pizarro, D. Raczynski y J. Vial (eds.), *Políticas económicas y sociales en el Chile democrático*, CIEPLAN/UNICEF, Santiago.
- _____ y J. Marshall (1980), "Índice de precios al consumidor en Chile: 1970-78", *Colección Estudios CIEPLAN* 4, noviembre.
- De la Cuadra, S. (1981), "Política cambiaria y deuda externa", *Boletín Mensual*, Banco Central de Chile.
- De Gregorio, J., S. Edwards y R. Valdés (2000), "Controls on capital inflows: do they work?", *Working Paper* N° 7645, NBER.
- Díaz-Alejandro, C. F. (1985), "Goodbye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, N° 1/2.
- Edwards, S. (1999), "How effective are capital controls?", *Journal of Economic Perspectives*, otoño.
- _____ y A. Cox-Edwards (1987), *Monetarism and Liberalization: The Chilean Experiment*, Ballinger, Cambridge, Mass.

- Ffrench-Davis, R. (1984), "International private lending and borrowing strategies of developing countries", *Journal of Development Planning*, N° 14.
- _____ (1999), *Macroeconomía, comercio, finanzas: para reformar las formas en América Latina*, McGraw-Hill, Interamericana Santiago.
- _____ (2001a), comp, *Crisis financieras en países 'exitosos'*, McGraw-Hill Interamericana, Santiago.
- _____ (2001b), *Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad: tres décadas de política económica en Chile*, Dolmen Ediciones, Segunda Edición, Santiago.
- _____ y J. P. Arellano (1981), "Apertura financiera externa: la experiencia chilena en 1973-80", *Colección Estudios CIEPLAN* 5, julio.
- _____ y J. De Gregorio (1987), "Orígenes y efectos del endeudamiento externo en Chile: antes y después de la crisis", *El Trimestre Económico* N°s 213 y 214, México.
- _____ y J. A. Ocampo (2001), "Globalización de la volatilidad financiera: desafíos para las economías emergentes", en Ffrench-Davis (2001a).
- _____ y H. Tapia (2001), "Tres variedades de políticas en Chile frente a la abundancia de capitales externos", en Ffrench-Davis (2001a).
- Foxley, A. (1980), "Hacia una economía de libre mercado: Chile 1974-78", *Colección Estudios CIEPLAN* 4, noviembre.
- Harberger, A. (1985a), "Observations on the Chilean economy", *Economic Development and Cultural Change*, vol. 33, abril.
- _____ (1985b), "Lessons for Debtor-Country Managers and Policy-makers", en G. Smith y J. Cuddington (eds.), *International Debt and the Developing Countries*, Banco Mundial, Washington D. C.
- Larraín, F. (1991), "Public sector behavior in a highly indebted country: the contrasting Chilean experience, 1970-85", en F. Larraín y M. Selowsky (eds.), *The Public Sector and the Latin American Crisis*, ICS Press, San Francisco.

- _____ y R. Vergara (2000), "Un cuarto de siglo de reformas fiscales" en F. Larraín y R. Vergara (eds.) *La transformación económica de Chile*, CEP, Santiago.
- Le Fort, G. y S. Lehmann (2000), "El encaje, los flujos de capitales y el gasto: una evaluación empírica", *Documento de Trabajo* N° 64, Banco Central de Chile.
- Marcel, M. y P. Meller (1986), "Empalme de las cuentas nacionales de Chile, 1960-85: métodos alternativos y resultados", *Colección Estudios CIEPLAN* 20, diciembre.
- Mizala, A. (1992), "Las reformas económicas de los años setenta y la industria manufacturera", *Colección Estudios CIEPLAN* 35, septiembre.
- Morandé, F. (1992), "The dynamics of real asset prices, the real exchange rate, trade reforms and foreign capital inflows: Chile, 1976-1989"; *Journal of Development Economics*, vol. 39, N° 1, especial, julio.
- _____ (1988), "Apreciación del peso y capitales externos ¿cuál viene antes? (Chile, 1977-82)", en Morandé y Schmidt-Hebbel (1988).
- _____ y K. Schmidt-Hebbel (1988), eds., *Del auge a la crisis de 1982: ensayos sobre liberación financiera y endeudamiento en Chile*, Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Georgetown University/ILADES, Santiago.
- Sanhueza, G. (1999), "La crisis financiera en los años ochenta en Chile: análisis de sus soluciones y su costo", *Economía Chilena*, vol. 2, N° 1, Banco Central de Chile.
- Schmidt-Hebbel, K. (1988), "Consumo e inversión en Chile (1974-82): una interpretación 'real' del boom" en Morandé y Schmidt-Hebbel (1988).
- _____, L. Hernández y F. Gallego (1999), "Capital controls in Chile: effective? efficient?", *Documento de trabajo* N° 59, Banco Central de Chile.
- Uthoff, A. y D. Titelman (1998), "La relación entre el ahorro externo y el ahorro nacional en contextos de liberalización financiera", en R. French-Davis y H. Reisen (eds.), *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*, OECD/CEPAL, McGraw-Hill Interamericana, Santiago, segunda edición.

- Valdés-Prieto, S. (1994), "Financial liberalization and the capital account: Chile, 1974-84", en G. Caprio, I. Atiyas y J. Hanson (eds.) *Financial Reform: Theory and Experience*, Cambridge University Press.
- _____ y M. Soto (1998), "New selective capital controls in Chile: are they effective?", *Empirica*, vol. 25, N° 2.

Introducción

Justificadamente el rol del FMI ha llegado a implicarse en círculos académicos y de investigadores de políticas económicas del éxito que atribuyen a un gobierno la implementación exitosa como parte de un paquete y determinar un reformismo por las fuerzas del mercado. En el presente (1994) el gobierno chileno que derrocó al presidente Allende en 1973 experimentó un período de liberalización económica, donde las medidas fueron feroces y abrió la cuenta de capitales (Meltzer, 1994; French-Davis, Leiva y Mery, 1994; Agosin y Pfluech, 1994). Estas reformas tenían por objetivo reducir el déficit de la balanza industrialización por sustitución de importaciones. En consecuencia han enfrentado por la idea de que una vez establecido el mecanismo fuerte del mercado, las empresas locales reducidas (en sus industrias de exportación en un nivel por tanto una ventaja competitiva, lo cual conduciría al crecimiento económico no sólo de las exportaciones sino también del producto interno.

Por lo tanto es necesario una evaluación de las reformas y, más que un especial interés, estudiar el comportamiento de las exportaciones.

Señala el Agosin (1994) que los cambios en el régimen de comercio de Chile, en particular la liberalización de los mercados de capitales, se atribuyen a un conjunto de factores, entre los que se encuentran: el apoyo del FMI, el liderazgo de los investigadores, el apoyo de la comunidad académica, el apoyo de la prensa, el apoyo de la industria, el apoyo de la academia, el apoyo de la comunidad internacional y el apoyo de la comunidad de los países desarrollados.

CAPÍTULO 3

Reformas comerciales, exportaciones y crecimiento*

Manuel Agosin

Introducción

Justificadamente o no, Chile ha llegado a identificarse en los círculos académicos y de formulación de políticas como un ejemplo señero del éxito que acompaña a los países lo suficientemente audaces como para poner en marcha y perseverar en reformas a favor de las fuerzas del mercado. En el período 1974-79, el gobierno militar que derrocó al Presidente Allende en 1973 emprendió un proceso a fondo de liberalización comercial, liberó los mercados financieros internos y abrió la cuenta de capitales (véase Meller, 1996, capítulo 3; Ffrench-Davis, Leiva y Madrid, 1993; Agosin y Ffrench-Davis, 2001). Estas reformas tenían por objetivo bajar el telón sobre el modelo de industrialización por sustitución de importaciones. En cambio, estaban orientadas por la idea de que, una vez asentado el imperio de las fuerzas del mercado, los recursos serían reasignados (sin costo) a las industrias de exportación en que el país tenía una ventaja comparativa, lo cual conduciría al rápido crecimiento, no sólo de las exportaciones sino también del producto global.

Por lo tanto, en cualquier evaluación de las reformas chilenas tiene un especial interés estudiar el comportamiento de las exportaciones

* Basado en Agosin (1999). El autor agradece las valiosas sugerencias de Gustavo Crespi y la discusión con Leonardo Letelier, así como los valiosos comentarios a versiones preliminares efectuados por Héctor Assael, Gerry Helleiner, Mikio Kuwayama, Verónica Silva y Heriberto Tapia. Expresa también su reconocimiento a Julio Cáceres y a Ernesto Pastén por su eficaz asistencia en la investigación.

y su relación con el crecimiento global de la economía. Las exportaciones aumentaron rápidamente después de 1974, y han seguido creciendo hasta ahora. Sin embargo, el proceso de expansión y diversificación de las exportaciones, aunque muy exitoso, ha sido un motor de crecimiento para el resto de la economía sólo en años recientes. Hasta fines de los años ochenta, el crecimiento vigoroso de las exportaciones no estuvo apoyado por un alza significativa de la tasa de inversión o por una mejora concomitante del resultado económico global. Por el contrario, el crecimiento económico durante el gobierno militar fue mucho más lento que durante los años sesenta, mientras que las tasas de ahorro y de inversión decayeron marcadamente. De hecho, el crecimiento basado en las exportaciones es relativamente reciente, y sigue pendiente el juicio respecto de su sustentabilidad a largo plazo.

Este artículo traza la evolución de las exportaciones y del producto global en un período largo: 1960-95. Intenta identificar las tendencias principales en el crecimiento de las exportaciones y procura asignar responsabilidad a distintos factores que inciden en el comportamiento de las exportaciones. Da respuesta a las preguntas siguientes:

- ¿Fue la liberalización del comercio responsable del evidente éxito exportador que Chile ha tenido desde mediados de los años setenta y que ha podido mantener hasta el presente?
- ¿Qué peso puede asignarse a otras políticas de gobierno que alentaron las exportaciones en general y a políticas selectivas a nivel sectorial?
- ¿Por qué la correlación entre el crecimiento de las exportaciones y el desempeño económico global ha sido fuertemente positiva sólo en el decenio de 1990 y no antes?
- ¿Cuáles son las perspectivas de un crecimiento liderado por las exportaciones en las próximas décadas?

La sección 1 plantea si la experiencia chilena puede describirse como un ejemplo de “crecimiento inducido por las exportaciones” o de “exportaciones inducidas por el crecimiento”. La sección 2 examina las causas de la expansión y diversificación de las exportaciones, particularmente el nexo entre la liberalización del comercio y la política

cambiaría. Aunque exitosa en estimular el crecimiento de las exportaciones después de un largo rezago, la liberalización del comercio de 1974-79 fue innecesariamente costosa, porque una parte importante de la capacidad manufacturera instalada fue destruida y no reorientada gradualmente hacia el sector exportador. Aunque no existe una tesis contrafáctica verificable para evaluar el grado de éxito de las reformas, un conjunto de políticas distinto (con un tipo de cambio más depreciado y tasas de interés reales más bajas) habría ayudado a la readecuación del sector manufacturero y resultado a la postre más eficiente. En la sección 3 se presenta una estimación econométrica de los determinantes de las exportaciones y su composición.

En la sección 4 se examinan las políticas sectoriales y otras políticas que afectaron a las exportaciones, concluyéndose que no es posible ignorar estas otras políticas y condiciones iniciales, pues a la postre reforzaron la respuesta de la oferta y fueron muy importantes para explicar el éxito exportador a nivel sectorial.

La sección 5 resume los resultados del estudio y proporciona una visión panorámica de los requisitos de política para asegurar la sustentabilidad del modelo orientado a la exportación que Chile ha estado aplicando por tres decenios. Sostenemos que la etapa "fácil" del fomento de las exportaciones ya está agotada. Hasta ahora, salvo unas pocas intervenciones concretas (con un efecto muy importante en el crecimiento exportador), el papel principal del Estado ha sido desmontar el sistema de incentivos que rigió durante el período de la sustitución de importaciones (1938 a 1973). La etapa siguiente del desarrollo de las exportaciones debería involucrar la diversificación hacia bienes y servicios más elaborados y satisfacer requisitos de política mucho más complejos. También será indispensable una mayor articulación entre los sectores privado y público.

1. ¿Crecimiento inducido por las exportaciones o exportaciones inducidas por el crecimiento?

¿Se compadece la experiencia chilena con la tesis de que las exportaciones han sido el sector líder de la economía, y su expansión,

la fuerza motriz que determinó los altos índices de crecimiento logrados desde mediados de los años ochenta? ¿O, por el contrario, fue el crecimiento acelerado del producto el factor principal de la expansión exportadora? La primera visión destaca el papel de las exportaciones en la promoción del crecimiento global, mientras quienes defienden el paradigma de las exportaciones inducidas por el crecimiento subrayan la importancia de la acumulación de capital y del esfuerzo para erigir una capacidad tecnológica nacional como condiciones previas para el auge exportador.¹

La mayoría de las teorías del desarrollo económico no distingue entre las exportaciones y la producción no exportable. En casi todos los modelos de crecimiento económico, sean de corte neoclásico (Solow, 1956), de inspiración keynesiana (Pasinetti, 1974) o de la corriente del “crecimiento endógeno” (véase Barro y Sala-i-Martin, 1995), las variables centrales que explican el crecimiento económico son la tasa de inversión y el progreso tecnológico. Los que asignan un papel clave a las exportaciones enfrentan un problema de identificación: como las exportaciones son una parte del PIB –y a veces una grande–, los aumentos rápidos de éstas tienen un impacto automático en la tasa de crecimiento del PIB, sin que para ello exista una relación causal determinada.

¿Hay, sin embargo, algo especial respecto de las exportaciones? En una economía pequeña y de industrialización rezagada, el crecimiento y la diversificación de las exportaciones son importantes por dos razones. En primer lugar, como los mercados internos son pequeños, su demanda no puede apoyar un crecimiento sostenido del PIB: cualquier impulso al desarrollo económico originado en la expansión de la demanda interna tenderá a agotarse con cierta rapidez. Por el contrario, los mercados de exportación son (casi) ilimitados para un

1 Rodrik (1995) y Akyüz y Gore (1996) dan gran importancia al aumento de la tasa de inversión como la causa fundamental del elevado crecimiento de la República de Corea y de Taiwán. En la opinión de estos autores, el alza de la tasa de inversión puede, por sí misma, explicar los altos índices de crecimiento de las exportaciones en esas dos economías, sin necesidad de recurrir a políticas comerciales. Sobre la base de estos análisis, cabe preguntarse si los evidentes aumentos de la inversión hubieran ocurrido, o se hubieran tornado sostenibles, en ausencia de políticas comerciales activas que hicieron altamente rentable la exportación de nuevos productos.

país pequeño y, por lo tanto, no presentan restricciones al crecimiento por el lado de la demanda.² En segundo lugar, como los países pequeños en vías de desarrollo no producen maquinaria, el cambio tecnológico proviene en buena parte del extranjero, principalmente en la forma de bienes de capital. Aunque tales importaciones pueden ser financiadas, por un tiempo, con la entrada de capitales, la capacidad de sustentación de las altas tasas de crecimiento económico requiere normalmente un vigoroso impulso de las exportaciones. Así, la expansión de las exportaciones proporciona la base para el desarrollo económico general, asegurándose la estabilidad del proceso con la diversificación de las exportaciones.³

Cada una de las dos concepciones excluyentes, cualquiera sea la correcta, tiene consecuencias de política. Si la acumulación de capital físico y humano y el cambio técnico son las claves para el crecimiento, no habría razón para emprender políticas de promoción de las exportaciones. En cambio, si los hechos confirman el paradigma del crecimiento liderado por las exportaciones, para lograr el desarrollo económico habría que estimular su aumento y diversificación. Sería importante apoyar el proceso de crecimiento con políticas que corrijan las fallas del mercado que impiden la diversificación de las exportaciones; así también, como los países en desarrollo están lejos de su frontera tecnológica, se necesitarían políticas para apoyar a sectores exportadores “incipientes”.

-
- 2 Para que se sostenga el crecimiento inducido por las exportaciones por el lado de la demanda, el país exportador debe seguir siendo “pequeño” en los mercados mundiales, lo cual requiere la diversificación continua de las exportaciones.
 - 3 La diversificación de las exportaciones puede ser aconsejable también por otras razones: al ascender por la “escala tecnológica” con la diversificación de las exportaciones, una economía puede elevar sus salarios reales, con lo cual estimula aún más el crecimiento y mejora la distribución del ingreso. Pero éste no ha sido el caso de la economía chilena: aunque las exportaciones se han diversificado, con pocas excepciones, su contenido tecnológico sigue siendo muy poco sofisticado y los salarios siguen siendo mucho más bajos que los de países industrializados avanzados.

a) Las exportaciones y el crecimiento del PIB, 1960-95

El proceso de crecimiento económico de Chile puede ser comprendido mejor en sus grandes rasgos si se divide el período posterior a 1960 en cinco subperíodos, a saber: i) 1960-70, marcado por la sustitución de importaciones y la dominación del cobre, que aportaba el 70% de los ingresos de exportación; ii) 1971-73, que corresponde al experimento socialista; iii) 1974-81, período en el cual el gobierno militar introdujo las principales reformas a favor del mercado libre, incluida una profunda liberalización del comercio; iv) 1982-89, marcado por cierto pragmatismo en la formulación de políticas; y, finalmente, v) los años noventa, después de la vuelta a la democracia.

Desde 1974, el crecimiento de las exportaciones ha liderado el del PIB (cuadro 3.1). En efecto, el grado de apertura de la economía chilena ha aumentado significativamente desde entonces. Sin embargo, sólo a partir de 1989 el crecimiento de las exportaciones ha sido acompañado por un incremento fuerte y sostenido del PIB y por una tasa elevada de inversión. Así, en 1974-89 el PIB no sólo creció mucho menos que las exportaciones, sino que las tasas de crecimiento y de inversión fueron muy inferiores a las alcanzadas durante los años sesenta.

Cuadro 3.1
Crecimiento del PIB y las exportaciones, 1960-1995
(Porcentajes)

	Crecimiento del PIB	Inversión bruta ^{a/}	Crecimiento de las exportaciones	
			Total ^{b/}	Excluido el cobre
1960-70	4.2	25.1	5.6	4.6
1971-73	0.5	16.9	-4.4	-11.9
1974-81	3.7	22.2	12.0	20.9
1982-89	2.4	19.8	6.5	8.2
1990-95	6.7	28.5	9.0	9.8

Fuente: Cálculos del autor, basados en Banco Central de Chile (1989 y varios años).

a/ Como porcentaje del PIB a precios constantes de 1986.

b/ Sólo bienes.

En 1970, las exportaciones de bienes y servicios representaban cerca de 15% del PIB (a precios corrientes), proporción que en 1995 había subido al 29%. En ese sentido, puede decirse que se ha alcanzado

uno de los objetivos de las políticas de liberalización comercial: la economía ha evolucionado de una situación en la que su centro gravitacional eran los sectores no transables o importables, a otra en donde su sector principal son las exportaciones. Pero en el curso de este proceso desaparecieron grandes franjas del sector manufacturero (como los textiles y el sector metalmecánico). A la postre surgieron otras, orientadas principalmente hacia los mercados externos.

Desde 1974, el crecimiento de las exportaciones ha sido muy rápido, y el de las exportaciones no-minerales, espectacular. Para propósitos analíticos, las exportaciones de bienes se han dividido aquí en siete categorías: cobre, otros minerales, productos agrícolas (principalmente fruta fresca y hortalizas), harina de pescado y productos pesqueros, madera y productos de madera (incluyendo un pequeño pero creciente renglón de muebles), papel y celulosa (sobre todo celulosa) y otras manufacturas. Esta última categoría abarca cerca de 3 000 artículos de naturaleza muy variada: confitería, zumos de fruta, alimentos preparados, pescados en conserva y congelados, salmón de criadero, vino, piezas automotrices, equipo sanitario y productos de metal, entre otros. Todos ellos se caracterizan por el uso intensivo de recursos naturales o la aplicación de tecnologías estandarizadas. Sus mercados principales están en otros países latinoamericanos, pero son un componente cada vez mayor de las exportaciones a los Estados Unidos y Europa.

También las exportaciones de servicios no factoriales se han elevado significativamente. Aunque no ha sido posible desagregar las exportaciones de servicios por categoría, la información cualitativa disponible indica que algunas nuevas industrias de servicio han comenzado a exportar con éxito en años recientes (programas de computación y servicios de ingeniería, por ejemplo). Estos son rubros en los que el país ha sido capaz de adquirir ventajas comparativas con las políticas de largo plazo de desarrollo de recursos humanos, que, dicho sea de paso, sufrieron serios reveses durante el régimen militar.

De esta forma, las exportaciones no sólo han crecido, sino que se han diversificado cada vez más. Mientras en 1971-73, la participación de los minerales era de casi 90%, en la primera mitad del decenio de 1990 la del cobre cayó al 40% y la de todos los minerales a menos del 50%. Por otra parte, la participación de "otras manufacturas"

aumentó desde el 5% en 1971-73 a casi 30% hacia la primera mitad del decenio de 1990. Si agregamos papel y celulosa, harina de pescado y productos de madera, las exportaciones manufactureras representan más del 40% de los embarques totales en el período más reciente, comparado con el 10% en 1971-73.

Para cada una de estas siete categorías de productos, se estimaron índices de precios con los cuales derivar tasas de crecimiento de los volúmenes de exportación por categoría.⁴ Los volúmenes de exportación de no minerales han crecido rápidamente desde 1974 (cuadro 3.2). Las tasas de crecimiento de los volúmenes de exportación durante el primer período del gobierno militar (1974-81) son particularmente impresionantes, pero esto se debe sobre todo a los niveles iniciales pequeños (y artificialmente deprimidos, en el caso de la manufactura) existentes en 1973.

Asimismo, el crecimiento de las exportaciones de “otras manufacturas” –entre ellas artículos que se producen tanto para la exportación como para los mercados internos– en gran parte fue inducido en este período por el enorme exceso de capacidad creada por las políticas anti-inflacionarias y de liberalización del comercio. El ajuste para reducir un déficit fiscal que había crecido hasta representar casi 20% del PIB, junto con tasas de interés muy altas (resultantes no sólo de políticas monetarias contractivas, sino también de una liberalización financiera con escaso o nulo control bancario), contribuyeron a la depresión de la demanda global y a la contracción de 13% del PIB en 1975 (véase French-Davis, 2001, cap. V). Para atenuar los efectos de esta crisis, los productores internos

4 No se dispone en la estadística oficial chilena de series cronológicas largas respecto de volúmenes y precios de las exportaciones. Entre 1960 y 1989, utilizamos como los deflatores estadísticos de valor los índices de precios de exportación calculados por Sáez (1991). Para el período 1990-95, hay estimaciones del Banco Central sobre precios y volúmenes de exportación. Desafortunadamente, no hay datos para empalmar ambos conjuntos de información. Por lo tanto, los índices de precios para 1990 fueron pronosticados con los datos de Sáez (1991) usando un esquema autorregresivo con siete rezagos. Puesto que tanto los índices de precios de manufacturas de Sáez como los del Banco Central incluían celulosa y papel, harina de pescado y productos de madera, y deseábamos estimar precios y volúmenes de exportación exceptuando estos artículos, procedimos a calcular un índice propio de precios de exportación de manufacturas. Para esos tres artículos, se construyó un índice de precios usando promedios móviles anuales.

buscaron mercados externos donde colocar los bienes que no podían vender en el país (Ffrench-Davis, 1979), pese a lo cual el sector se contrajo en términos absolutos y la producción manufacturera no recuperó sus niveles de 1972 sino hasta 1987; producto de ello, la participación de las manufacturas en el PIB cayó del 26.6% en 1972, al 20.8% en 1987 (a precios de 1977).

Cuadro 3.2
Tasas medias anuales de crecimiento del volumen de
exportaciones, por tipo de bien, 1960-1995
(Porcentajes)

	1960-1970	1971-1973	1974-1981	1982-1989	1990-1995
Cobre	6.2	-1.0	7.8	4.6	7.6
Otros minerales	1.6	-2.6	6.7	6.5	3.4
Productos agrícolas	2.4	-2.5	32.6	11.8	7.0
Harina de pescado y productos de la pesca	18.7	-31.1	45.8	11.1	3.0
Madera y productos de madera	15.9	-25.1	41.0	7.3	4.3
Celulosa y papel	16.7	-7.6	18.5	0.8	22.7
Otras manufacturas	7.1	-28.0	38.6	9.2	12.7
Total no cobre	4.6	-11.9	20.9	8.2	9.8
Total bienes	5.6	-4.4	12.0	6.5	9.0
Servicios	...	...	18.8	0.1	8.0

Fuente: Cálculos del autor basados en datos del Banco Central de Chile y en Sáez (1991).

El exceso de capacidad también influyó en el auge de las exportaciones de manufacturas en el período 1982-89. De nuevo hubo una severa contracción económica en 1982-83, con una caída del PIB de cerca del 15%. Sólo después de 1985 cabe hablar de un crecimiento inducido por las exportaciones y de inversión neta positiva en este sector. Por lo tanto, es solamente desde mediados de los años ochenta que se asentó el crecimiento inducido por las exportaciones, transformándose los embarques no tradicionales en el componente más dinámico de la economía. En los noventa, las tasas de inversión se incrementaron desde los estándares latinoamericanos hacia los del Este asiático, y el crecimiento de la economía en su conjunto fue elevado y sostenido. Como entre 1989 y 1998, el PIB efectivo estuvo cerca del producto potencial, el exceso de capacidad en la manufactura permaneció cerca de cero. Por lo

tanto, no puede atribuirse a este último factor el aumento de las exportaciones manufactureras. Dado lo anterior, las exportaciones se convirtieron en un motor del crecimiento sólo después de la recuperación de la crisis de la deuda: en años anteriores a 1989, el exceso de capacidad había evitado que ellas arrastraran al resto de la economía.

b) Evolución del crecimiento y las exportaciones, 1960-95: un análisis de series de tiempo

Para contestar a la pregunta principal planteada al comienzo de esta sección utilizamos un modelo de vectores autorregresivos (VAR) y la técnica de estimación de Johansen.⁵ Esto se justifica porque en un sistema que determina simultáneamente el PIB y las exportaciones, no sabemos qué variable es exógena y cuál endógena. De hecho, el propósito del ejercicio es determinar la dirección de causalidad entre las exportaciones y el PIB (véase Agosin, 1999, sección II.2 y apéndice 1).

Las exportaciones y la inversión resultan ser variables muy significativas que explican el comportamiento de equilibrio de largo plazo del PIB. El PIB es endógeno y la inversión fija, y las exportaciones son débilmente exógenas en el sistema. Las elasticidades obtenidas indican que, en el largo plazo, un aumento de 3% de las exportaciones o de la inversión se traduce en términos gruesos en un 1% de crecimiento del PIB.

En resumen, las exportaciones aparecen como uno de los factores causales principales del crecimiento económico chileno. Los aumentos en la tasa de inversión han sido igualmente importantes. Tanto la inversión como las exportaciones son aparentemente exógenas. Es decir, los aumentos en las exportaciones no influyeron en la inversión, sino en el PIB. Al mismo tiempo, los aumentos en el PIB no tuvieron un impacto apreciable en las exportaciones ni en la inversión.

5 Figueróa y Letelier (1994) obtienen resultados muy similares usando datos trimestrales para el período 1979-93.

2. Liberalización del comercio, política cambiaria y tasas de interés: una cronología

Una de las primeras medidas del gobierno militar después del golpe de septiembre de 1973 fue anunciar una reforma de la política de importaciones. De hecho, en aquella época la política comercial podía describirse como caótica: el arancel medio (simple) era de 94% en diciembre de ese año; había 57 tasas arancelarias distintas, que iban desde cero a 220% (más sobretasas en varios artículos); muchas medidas no arancelarias (depósitos previos de importación, prohibiciones, contingentes, etc.), y un sistema de tipos de cambios múltiples con ocho precios para el dólar, el mayor de los cuales era 10 veces más alto que el más bajo. Este particular sistema de protección no respondía a ningún objetivo de desarrollo. La desorganización del período de Allende había conducido al estancamiento de la producción manufacturera, a la desaparición del crecimiento económico y a una fuerte contracción de un naciente sector de exportaciones no tradicionales (que incluía varias manufacturas).

La liberalización comercial anunciada a fines de 1973 involucró la eliminación de todas las barreras no arancelarias, la reducción gradual de los aranceles aduaneros y su consolidación en tres niveles (con una tasa máxima de 60%), la unificación del tipo de cambio, y una *devaluación para compensar la reducción del arancel medio*. En efecto, el tipo de cambio real se depreció en términos reales durante los dos años y medio que siguieron a la reforma. A falta de flujos de capital, ello fue el resultado de las fuerzas del mercado: la apertura de la economía trajo consigo una marejada de importaciones, forzando a que el tipo de cambio fuese depreciado agudamente (gráfico 3.1).

Varios acontecimientos influyeron para cambiar el rumbo de la reforma. Por un lado, a medida que progresaba, el programa de liberalización del comercio fue radicalizándose. En 1975, las autoridades anunciaron un nuevo rango de tasas arancelarias, fluctuante entre 10 y 35%, que se alcanzaría gradualmente hacia 1978. A fines de 1977 se fijó el objetivo de alcanzar—mediante reducciones mensuales—un arancel de 10% para todas las importaciones a mediados de 1979.

Además, las perspectivas de acceder a los mercados financieros internacionales cambiaron favorablemente a mediados del decenio, permitiendo que las autoridades asignaran a la política cambiaria el objetivo de reducir la inflación (esencialmente, por la vía de apreciar el tipo de cambio real). Por consiguiente, las limitaciones a los movimientos internacionales de capital fueron eliminadas sistemáticamente, mientras que los ajustes del tipo de cambio nominal se subordinaron a la política anti-inflacionaria. Finalmente, el tipo de cambio nominal se fijó a mediados de 1979. Como la inflación cayó lentamente, en el período 1976-81 se acumuló una considerable apreciación del peso, promovida por las grandes entradas de capitales. Empero, el efecto combinado de la apreciación cambiaria real y la liberalización de las importaciones afectó negativamente al sector transable: en vez de acometer la reconversión y la orientación de su producción hacia los rubros transables, éstos se contrajeron, mientras los no transables se expandieron.

También la forma cómo fueron liberalizados los mercados financieros locales tuvo un gran influjo en los magros resultados iniciales del programa de liberalización comercial. Antes del golpe militar, los mercados financieros internos se caracterizaban por una represión financiera extrema: los bancos habían sido nacionalizados; existían toques a las tasas de interés, que además no guardaban relación con la inflación interna, lo que había desembocado en tasas reales extremadamente negativas y en la desintermediación financiera; las autoridades monetarias intervenían con gran fuerza en la asignación del crédito, proliferando líneas de préstamo especiales que no constituían nada parecido a una política industrial. Las reformas de 1975 incluyeron la privatización de los bancos, la eliminación de los toques máximos de las tasas de interés, la reducción de las tasas de encaje bancario y la eliminación de toda restricción al crédito. Al mismo tiempo, para promover la competencia, se redujeron perceptiblemente las barreras de entrada a las actividades financieras: en los hechos, no hubo regulaciones prudenciales efectivas a las actividades de los bancos o de otras instituciones financieras. Por consiguiente, el sector creció enormemente, las operaciones financieras desplazaron a las inversiones reales, y las tasas de interés pasaron desde muy negativas a ser extremadamente elevadas

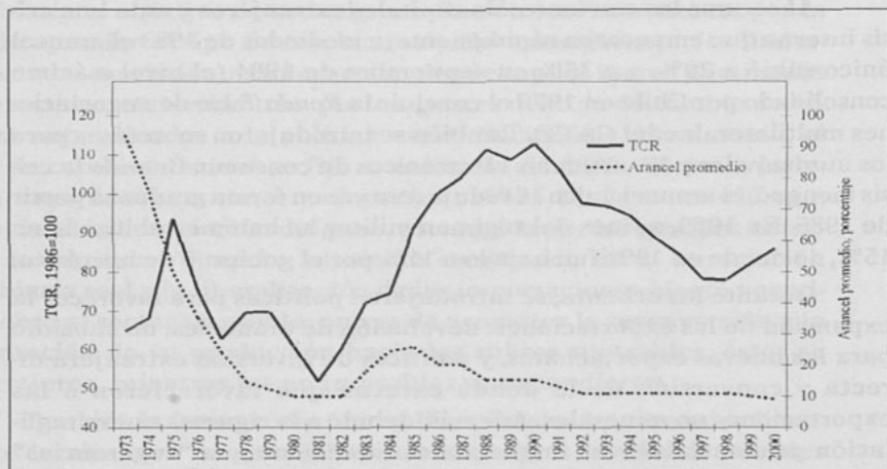
en términos reales.⁶ En este escenario, la reestructuración de empresas que producían para el mercado interno, o su transformación en exportadoras, resultaba casi imposible.

Al secarse las corrientes de capitales extranjeros y ante una crisis interna que empeoraba rápidamente, a mediados de 1983 el arancel único subió a 20%, y a 35% en septiembre de 1984 (el nivel máximo consolidado por Chile en 1979 al concluir la *Ronda Tokio* de negociaciones multilaterales del GATT). También se introdujeron sobretasas para los automóviles y los artículos electrónicos de consumo. Cuando la crisis menguó, el arancel único se redujo otra vez en forma gradual a partir de 1985. En 1989, a fines del régimen militar, se había estabilizado en 15%, de donde en 1991 fue bajado a 11% por el gobierno democrático.

Durante los ochenta, se introdujeron políticas para favorecer la expansión de las exportaciones: devolución de aranceles, un subsidio para las nuevas exportaciones, y políticas de inversión extranjera directa y conversión de la deuda externa que favorecieron a las exportaciones no-minerales. Además, debido a la rigurosa nueva regulación prudencial de las instituciones financieras y a "sugerencias" de la autoridad, las tasas de interés reales se asentaron en niveles razonables, favoreciendo la inversión y la adquisición de tecnología. Por último, una persistente escasez de divisas se tradujo en una serie de devaluaciones reales en el período 1982-88.

6 En su último artículo publicado, Díaz-Alejandro (1985) entrega una descripción magistral y una crítica devastadora de la liberalización financiera chilena.

Gráfico 3.1
Tipo de cambio real y arancel promedio, 1973-2000
(Tipo de cambio de 1986=100; aranceles en %)



Fuente: Basado en Ffrench-Davis (2001) y Banco Central de Chile. En 1973, los datos corresponden a diciembre.

El gráfico 3.1 aporta antecedentes sobre la evolución del tipo de cambio real y el arancel medio.⁷ A grandes rasgos, en los primeros años de la reforma arancelaria, la relación entre el tipo de cambio real y el arancel promedio se comportó como podría esperarse: los aranceles mucho más bajos desde 1973 fueron acompañados por un tipo de cambio real más alto. Sin embargo, entre 1976 y 1981 las dramáticas rebajas en los aranceles estuvieron asociadas con una aguda apreciación del tipo de cambio real.

Durante los años noventa y hasta fines de 1997, la economía chilena volvió a experimentar una gran abundancia de capital extranjero.

7 Se estima el tipo de cambio real como el precio nominal del dólar de los Estados Unidos, deflactado por el Índice de Precios al Consumidor y multiplicado por un índice de los precios externos relevantes a la economía chilena calculado por el Banco Central. La serie del Banco Central se utilizó para el período 1986 en adelante. Para períodos anteriores, se utilizó el índice de precios externos estimado por Ffrench-Davis (1984 y 2001, cap. IV). Las cifras para 1974-78 corrigen la subestimación oficial de la tasa de inflación. En lo que concierne a aranceles es la tasa uniforme.

Pero esta vez el manejo de la cuenta de capital fue más flexible que en el episodio de abundancia de los años ochenta. Las autoridades respondieron a la oferta creciente de capital externo desalentando la afluencia de capital de corto plazo y manteniendo las puertas abiertas para la inversión extranjera directa (Agosin y Ffrench-Davis, 2001). Aunque el sistema logró en 1993-95 reducir los créditos y los flujos de corto plazo, en 1996 y 1997 las entradas de capital fueron muy grandes, esencialmente por la evaluación muy positiva de Chile en los mercados financieros internacionales. En consecuencia, los instrumentos de política usados con una intensidad inalterada, a pesar de la mayor oferta externa de fondos, no lograron evitar la apreciación considerable del tipo de cambio, haciendo nuevamente peligrar la estrategia de desarrollo orientada a las exportaciones. En realidad, desde 1995 ha sido mucho más lento el crecimiento de los volúmenes de exportaciones no minerales.⁸ La lección de la experiencia reciente es obvia: si se desea una mayor estabilidad del tipo de cambio real, es esencial manejar más vigorosamente los flujos de capital.

3. La explicación del aumento de las exportaciones manufactureras: un modelo econométrico

Quizás la característica más importante de la historia del éxito de las exportaciones chilenas es la aparición de un grupo diversificado de manufacturas para la exportación, que abarca una gran variedad de productos, la mayoría de manufactura ligera o de uso intensivo de recursos naturales. Es este grupo de productos –su crecimiento posterior y su diversificación continuada– el que proporciona una mayor esperanza de crecimiento futuro de las exportaciones y de la economía en general. Por lo tanto, hay gran interés en conocer los factores que explican su desempeño.

Nos referiremos a dos estudios econométricos sobre el comportamiento de las exportaciones chilenas en el pasado. Mediante un análisis

8 Esto es exactamente lo que se habría podido pronosticar con nuestro análisis econométrico de las exportaciones manufactureras (véase la sección siguiente).

de ajuste parcial, De Gregorio (1984) estimó las funciones de oferta de las exportaciones no-cobre y encontró elasticidades-precio estadísticamente significativas de la oferta de exportaciones. Con un modelo de corrección de errores, Moguillansky y Titelman (1993) estimaron funciones de oferta para diversas categorías de exportaciones no-cobre, concluyendo que las elasticidades-precio de largo plazo son consistentemente más elevadas que las elasticidades de corto plazo (y ambas son estadísticamente significativas). En sus funciones de la oferta para las exportaciones de manufacturas, los aranceles –incorporados como una variable explicativa adicional– resultan estar asociados negativamente con dichas exportaciones. Aunque Moguillansky y Titelman aplican una metodología econométrica más avanzada que De Gregorio, no incluyen una variable de capacidad ociosa en un contexto donde la brecha recesiva entre PIB efectivo y potencial a mediados de los setenta desempeñó un papel dominante en el arranque inicial del crecimiento exportador a mediados de los años setenta.

Como esos autores, analizamos –en el marco de una función de oferta– el papel de los distintos factores: reducción de aranceles, depreciación del tipo de cambio real y capacidad ociosa. Con el supuesto de país pequeño, que en general (con ciertas excepciones) es apropiado en el caso de Chile, puede postularse con seguridad que las exportaciones manufactureras de este país no afectan los precios de esos bienes en el mercado mundial, desestimando eventuales efectos de retroalimentación de los volúmenes de exportación sobre los precios internacionales.

En este ejercicio, las exportaciones de manufacturas (XM) son una función del precio real de las manufacturas para el mercado de exportación (PM , definido como el índice de precios para manufacturas en dólares multiplicado por el tipo de cambio nominal para el dólar y deflactado por los salarios nominales en la manufactura); el arancel medio simple (TR), y un índice de capacidad ociosa en la manufactura (EX , definido como el porcentaje por el cual la producción manufacturera potencial, calculada uniendo linealmente los *peaks*, excede la producción observada). La idea básica del modelo es que hay dos grupos de manufacturas: i) los productos para el mercado interno y que se podrían exportar bajo ciertas circunstancias, cuyo precio relativo es la

tasa arancelaria, y ii) las mercancías producidas mayoritariamente para los mercados de exportación debido a la estrechez de los mercados internos. El precio relativo de estas mercancías se expresa en términos de no transables, aquí aproximados por la tasa de salario nominal. Todas las variables, salvo la capacidad ociosa, se expresan en logaritmos.

De acuerdo con el estadígrafo de Dickey-Fuller aumentado (ADF), el logaritmo de las exportaciones de manufacturas ($\ln XM$) y el logaritmo del arancel medio ($\ln TR$) resultaron ser variables estacionarias con tendencias determinísticas. El resto de las variables ($\ln EX$, $\ln PM$) son también estacionarias, pero sin tendencia. Procedimos así a explicar variaciones en $\ln XM$ por el siguiente conjunto de variables: una tendencia cronológica (para incorporar la tendencia determinística en dos variables: $\ln XM$ y $\ln TR$), $\ln TR$, $\ln PM$ y $\ln EX$.

Los resultados se muestran en el cuadro 3.3. Presentamos dos ecuaciones, una con la variable precio y otra sin ella. La primera ecuación, que incluye todas las variables de interés, tiene un problema de autocorrelación imposible de eliminar.

Cuadro 3.3
Explicación de las variaciones en las exportaciones de manufacturas, 1960-1995
(Variable dependiente: $\ln XM$)

Variable explicativa	Ecuación (1)		Ecuación (2)	
	Coefficiente	Valores t	Coefficiente	Valores t
Constante	1.268	1.07	5.191	5.84 ^a
Tendencia	0.041	3.04 ^a	0.077	5.98 ^a
$\ln TR$	-0.298	-2.43 ^b	-0.476	-4.32 ^a
$\ln PM(-1)$	0.375	3.57 ^a		
$\ln EX$	0.028	2.17 ^b	0.026	2.20 ^b
$\ln XM(-1)$	0.561	4.23 ^a	0.781	5.85 ^a
$\ln XM(-2)$			-0.577	-4.92 ^a
R ² ajustado	0.976		0.981	
Estadística F de				
Breusch-Godfrey	0.019 [0.019] ^b		0.108 [0.898]	
Normalidad (Jarque-Bera)	2.769 [0.250]		1.999 [0.368]	
Heterocedasticidad (X_i^2)	0.847 [0.591]		0.471 [0.892]	
Heterocedasticidad ($X_i * X_i$)	0.841 [0.647]		1.031 [0.490]	

a/ Significativamente distinto de cero al nivel de 1%.

b/ Significativamente distinto de cero al nivel de 5%.

Por esta razón, también incluimos la segunda, en la cual eliminamos la variable precio y agregamos dos rezagos en la variable dependiente. Esto entrega una ecuación con residuos bien comportados. La razón por la que son necesarios los dos rezagos para la variable dependiente es el alto grado de persistencia en el volumen de las exportaciones de manufacturas. Las dos ecuaciones nos dicen que las reducciones en el arancel, los aumentos de los precios relativos de las manufacturas para los mercados de exportación y la capacidad ociosa inducen cambios positivos en la función de oferta de exportaciones manufactureras, pero no afectan la tendencia en la tasa de crecimiento de dichas exportaciones.

Las dos ecuaciones de largo plazo se obtienen igualando los valores rezagados y contemporáneos de las variables.

$$\ln XM = 2.888 + 0.093t - 0.679 \ln TR + 0.854 \ln PM_{-1} + 0.064 \ln EX \quad (1)$$

$$\ln XM = 6.52 + 0.097t - 0.598 \ln TR + 0.032 \ln EX \quad (2)$$

Estas ecuaciones son razonablemente similares. Utilizamos la primera para determinar órdenes aproximados de magnitud de los efectos que los cambios en las variables explicativas (reducciones de arancel, capacidad ociosa y depreciación cambiaria) tienen en el crecimiento de las exportaciones manufactureras. Los resultados, que se deben considerar solamente como ilustrativos, son los siguientes:

- Capacidad ociosa en los años setenta: entre 1973 y 1975, la capacidad ociosa se elevó del 8% al 46%. Esto agregó 8 puntos porcentuales a la tasa anual de crecimiento de las exportaciones manufactureras y un total de 18% en todo el período.
- Exceso de capacidad en los años ochenta: entre 1981 y 1985, la capacidad ociosa en las manufacturas aumentó de cerca de cero al 23%. Esto contribuyó en 7 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento anual de las exportaciones manufactureras, totalizando un 34% para el período completo.
- Liberalización del comercio en 1974-79, con apreciación del tipo de cambio en 1976-82: los aranceles declinaron desde cerca de 100% en 1974 a 10% a principios de 1979. Como resultado, por

este solo efecto las exportaciones manufactureras crecieron un 205% (25% anual). Sin embargo, este efecto positivo se revirtió parcialmente por el impacto adverso de la apreciación cambiaria: entre 1976 y 1982, la relación entre precios de las exportaciones de manufacturas y salarios de la industria manufacturera decreció 75%, lo que produjo una caída en el volumen de estas exportaciones de 69% (cerca de 15% anual).

- Depreciación del tipo de cambio en 1982-88: el precio real en pesos de las exportaciones manufactureras subió 118% durante este período, incrementándolas en un 96% (12% anual).

4. Otras políticas que influyen sobre el crecimiento de las exportaciones

Aun si las señales de precio son favorables a la exportación, hay restricciones importantes para una respuesta rápida y potente de la oferta. Algunas de ellas se asocian con la información. Los productores locales no tienen información adecuada acerca de i) las tecnologías para producir las mercancías o los servicios que podrían vender en mercados extranjeros o que podrían ayudarlos a competir con los productores extranjeros en el país; ii) los canales de distribución y comercialización en los mercados externos, y iii) los gustos del consumidor y las necesidades de los productores en los mercados potenciales. Los países exitosos, como los de Asia Oriental, han podido superar estos inconvenientes (véase Lall, 1994). Lo peculiar de la información es su alto costo y su naturaleza de bien público: por un lado, es un bien **no rival**, en el sentido de que su consumo por un agente no reduce su valor para otro; por otro lado, es **no excluyente** —es decir, a los agentes individuales se les hace difícil evitar que otros lo usen.⁹ Por ello, las respectivas políticas tienen un papel importante en la exitosa apertura económica. Ellas

9 Estas características de la información tienden a ser ignoradas por la teoría estándar del comercio y las recomendaciones de política comercial convencional, que suponen que toda la información relevante está disponible sin costo para todos los agentes. La consecuencia de flexibilizar este supuesto es que la liberalización comercial será más costosa, ya que los agentes serán menos capaces de reasignar recursos hacia actividades orientadas a la exportación. Por lo tanto, son imprescindibles políticas complementarias que aseguren respuestas fuertes y oportunas de la oferta ante los cambios en los precios.

incluyen: i) subvenciones a la recopilación de información sobre tecnologías, mercados extranjeros y gustos foráneos; ii) subvenciones a la creación de reputación de los productores locales (lo que en años recientes se ha llamado “crear una imagen del país”), y iii) ayudas para que las empresas existentes reorienten sus actividades hacia los mercados externos y eleven su competitividad en ellos.

Una forma menos directa de ocuparse de este tipo de externalidad evidente –y que utiliza al mercado– es crear instituciones o empresas para internalizarla. Por ejemplo, las asociaciones de exportadores pueden encontrar rentable recopilar información sobre mercados o tecnologías en representación de sus miembros.

Adicionalmente, en la mayoría de los países en desarrollo, los mercados de capitales son poco profundos o inexistentes. Como lo destaca una abundante literatura (Stiglitz y Weiss, 1981), en cualquier lugar del mundo hay asimetrías de información importantes que provocan imperfecciones en los mercados de capitales, pero en los países en vías de desarrollo éstas se magnifican (Stiglitz, 1994). Las respuestas de la oferta se insensibilizan si los empresarios potenciales no tienen acceso adecuado a financiamiento de largo plazo para sus proyectos de inversión. Por lo tanto, las políticas para profundizar los mercados financieros internos y para mejorar su operación (mediante, por ejemplo, una mejor regulación y transferencia) son complementarias a la liberalización del comercio. Incluso es probable que basten estas políticas: los mercados financieros formales, por desarrollados que sean, tienden a discriminar contra los productores y las empresas pequeñas sin reputación o que no disponen de garantías. Será pues necesario suplir los mercados financieros privados con una acción pública apropiada.

Otros embotellamientos por el lado de la oferta son los bajos niveles de formación del capital humano y la carencia de infraestructura adecuada, áreas donde la política pública es también indispensable. Como la educación y la capacitación tienen fuertes externalidades, el mercado privado tenderá a desatenderlas. Además, la formación de capital humano es una inversión para la cual prácticamente no existe financiamiento privado. Asimismo, el planeamiento,

el diseño y –a pesar de la moda actual– la construcción de infraestructura continúan siendo tareas de prioridad para los gobiernos en los esfuerzos por mejorar las respuestas de oferta.

En este contexto, la liberalización eficiente del comercio adquiere un papel más limitado, pero aún importante, en la puesta en marcha del proceso de crecimiento orientado a las exportaciones. Pero como ésta no propende en absoluto a corregir las fallas de mercado asociadas con los factores mencionados antes, es una herramienta algo tosca para promover entre los productores la creación de nuevas ventajas comparativas.¹⁰

En Chile, a pesar de su sesgo libre-mercadista, hubo algunos casos de aplicación de una política industrial y de fomento a las exportaciones después de 1974. Estas políticas se pueden clasificar en dos grandes grupos: políticas generales que afectan a todas las exportaciones (políticas horizontales) y políticas y factores sectoriales.

a) Políticas horizontales

i) *Reintegros*

Desde mediados de los años ochenta, han prevalecido dos sistemas de reintegro. Uno es un reintegro regular, por el cual se recuperan los aranceles de importación de insumos usados en las exportaciones, después de que éstas se efectúan. Este programa tiene algunas debilidades: demanda papeleo y tiene un costo financiero para la empresa, puesto que primero debe pagar el arancel, que luego recupera con un retardo considerable. El otro sistema es el de “reintegro simplificado”, introducido en 1985. Para las exportaciones de menos de 20 millones de dólares, en un renglón dado del arancel, todos los exportadores reciben un subsidio en efectivo de 3.5 o 10% (según el valor de las exportaciones para la partida arancelaria completa) sobre el valor de la exportación, en lugar de un reintegro regular. Aunque se ha tratado de presentar el esquema como un simplificador de los

10 De hecho, algunas economías, como la sudcoreana o la taiwanesa, promovieron procesos muy exitosos de crecimiento orientado a las exportaciones, sin liberalizar el comercio (Wade, 1990; Amsden, 1993 y 1994; Rodrik, 1995).

trámites para los exportadores pequeños, a quienes el reintegro regular les resulta costoso, este instrumento contiene un elemento de subsidio, cuyo máximo estimado bordea el 6%, correspondiendo a la tasa de reintegro de 10% (que se aplica a las exportaciones inferiores a 10 millones de dólares para la respectiva partida arancelaria).¹¹

El sistema de reintegro simplificado se tornó cada vez más importante como incentivo a la exportación: en 1994, el Estado pagó un total de 150 millones de dólares por este concepto y apenas 26 millones de dólares por reintegro regular. Ese mismo año, aproximadamente un 13% del valor de las exportaciones (y 70% del número de productos exportados) obtuvo el reintegro simplificado (French-Davis y Sáez, 1995, pp. 79 y 89).

Aunque no ha habido estudios econométricos cuidadosos del impacto del reintegro simplificado en la aparición de nuevas exportaciones, no puede ser coincidencia que después de la introducción del sistema tanto el número de productos manufactureros exportados como sus valores crecieran rápidamente. De hecho, esta clase de incentivo está cerca del óptimo económico: las nuevas exportaciones ciertamente tienen externalidades fuertes relacionadas con el acopio de información; cuando las exportaciones de un artículo crecen, las externalidades desaparecen. Así, la extinción automática del subsidio es una característica particularmente atractiva de este sistema.

Además, los importadores de bienes de capital pagan aranceles en plazos que alcanzan hasta los siete años, y los exportadores se eximen de esos pagos. Esto indudablemente estimula la inversión para exportar. Tanto esta disposición como la del reintegro simplificado son consideradas subsidios por la Organización Mundial de Comercio (OMC), y deberán ser eliminadas hacia el año 2002.

ii) Políticas de inversión extranjera directa

Las políticas de inversión extranjera directa (IED) han desempeñado un papel directo e indirecto en el estímulo de las exportaciones.

11 Dado el arancel parejo de 11% en 1998, el 10% de "reintegro simplificado" no constituiría un subsidio si los insumos importados tuvieran una incidencia del 90% en el valor de las exportaciones. Sin embargo, es probable que la participación real de aquéllos se sitúe en torno a un tercio.

Aunque el régimen se liberalizó por completo en 1974 (véase Riveros, Vatter y Agosin, 1996), la inversión extranjera directa no aumentó sino hasta 1987, pero desde entonces su crecimiento ha sido ininterrumpido. Cerca de 60% de todas las nuevas inversiones efectuadas a través del régimen regular ha ido al sector minero, en el cual Chile tiene claras ventajas comparativas naturales.

En 1985, las autoridades instituyeron un programa de conversión de deuda en capital cuyos objetivos eran disminuir la carga de la deuda externa y fomentar la IED. Pero este canal no tuvo la neutralidad y el automatismo del régimen de IED. Según lo observado por Ffrench-Davis (2001, cap. VII), el programa de conversión de deuda implicó un fuerte subsidio a la inversión extranjera en proyectos que eran aprobados caso por caso, con prioridad para las nuevas exportaciones no-mineras. Así, las autoridades hicieron de la necesidad una virtud e impulsaron una política industrial con otro rótulo. Durante los años en que estuvo en operación (1985-91), cerca de 60% de las inversiones efectuadas en virtud de este programa se orientó a las manufacturas y a los sectores forestal y de papel y celulosa.

iii) Información sobre mercados externos

Como ya se dijo, el acopio de información sobre mercados extranjeros es una actividad costosa en la cual la rentabilidad social es muy superior a la rentabilidad privada. El gobierno chileno ha hecho una inversión significativa en esa actividad. Con la ayuda de 32 oficinas comerciales en el exterior, una división de promoción comercial del Ministerio de Relaciones Exteriores (ProChile) ha estado dedicada a realizar estudios de mercado y a recopilar información comercial de interés para los exportadores, lanzando recientemente una agresiva campaña para crear una imagen positiva del país. Durante el decenio de 1990 se intensificaron las actividades de promoción comercial subvencionadas por el fisco, estimulándose a grupos de empresas para que formen asociaciones a fin de promover sus productos y realizar en conjunto actividades que permitan un mejor conocimiento de los mercados. El financiamiento de las actividades en el extranjero y los costos de administración de estas

asociaciones o Comités de Exportación son subvencionados en escala decreciente por un período máximo de seis años.

iv) El desarrollo tecnológico

El problema del déficit de inversión en desarrollo tecnológico se ha manejado de una manera ingeniosa. Fundación Chile —una institución cuyo capital es propiedad por partes iguales del Estado de Chile y la ITT¹²— ha desarrollado nuevas tecnologías apropiadas para los productos de exportación y puesto en marcha nuevas empresas que luego ha vendido al sector privado. Como cualquier emprendimiento de capital de riesgo, ha tenido muchos fracasos, pero también aciertos notables, entre los cuales el más importante es el desarrollo de la industria exportadora de salmón. El estímulo a la investigación aplicada en el sentido más amplio (incluido el desarrollo de productos nuevos para los mercados externos) es un componente importante de un esfuerzo orgánico del fomento a las exportaciones. De hecho, el crecimiento y la diversificación sostenidos de las exportaciones del futuro requerirán una asignación de recursos mucho más grande para la investigación aplicada, y de los esfuerzos combinados del sector privado, el gobierno e instituciones como la Fundación Chile.

v) Desarrollo de infraestructura y de recursos humanos

Aunque la infraestructura de Chile en cuanto a caminos, puertos, aeropuertos, túneles, etc., constituye actualmente un cuello de botella serio para intensificar su proceso de crecimiento liderado por las exportaciones, la existencia a mediados de los años setenta de una infraestructura adecuada (para su tiempo) fue ciertamente un elemento importante que facilitó el despegue exportador. Sin la infraestructura existente en esa época (varios puertos grandes, un aeropuerto internacional recién inaugurado en 1967, una carretera de norte a sur

12 La génesis de Fundación Chile es interesante: cuando el gobierno militar tuvo que compensar a la ITT por la nacionalización de la Compañía de Teléfonos de Chile, se acordó establecer la Fundación Chile, enterando el gobierno el aporte de la ITT.

completada en los años sesenta), los meros cambios en las señales de precios habrían producido una respuesta más débil de la oferta.

También los recursos humanos eran entonces adecuados para la tarea de reorientar la economía hacia los mercados de exportación. A principios de los años setenta, Chile contaba con una gran cantidad de ingenieros y de gerentes formados en universidades públicas (o apoyadas por el Estado) en las décadas anteriores. Además, el período de sustitución de importaciones y el activo espíritu emprendedor del Estado presente desde los años cuarenta habían dejado un legado de profesionales industriales y de gestión que pudieron ponerse al servicio del esfuerzo exportador. Las universidades habían comenzado a formar ingenieros forestales en los años cincuenta, y en los sesenta establecieron programas para crear capital humano específico en la agricultura, que fueron esenciales para el desarrollo de la exportación de frutas y verduras. Así, en 1964 se creó con fondos públicos un Instituto de Investigación Agrícola semiautónomo (INIA), y en 1965 se inició un programa de diez años entre la Universidad de Chile y la Universidad de California para entrenar a economistas agrícolas y a agrónomos chilenos. Esta relación se convirtió en un mecanismo importante para la transferencia de tecnología entre dos regiones con clima y condiciones de suelo similares (Meller, 1994).

b) Políticas sectoriales

También la aplicación de políticas sectoriales importantes y la existencia de factores especiales han tenido un influjo directo en la expansión de productos particulares de exportación. Algunos de éstos se describen a continuación.

i) El conglomerado forestal

El conglomerado forestal ha contribuido de manera importante a aumentar las exportaciones (rollizos, chips, madera elaborada, papel y celulosa, y, recientemente, muebles). A precios de 1995, entre 1973 y 1995 las exportaciones de este grupo de industrias se multiplicaron por diecisiete, subiendo de 105 millones a 1 800 millones de dólares. A pesar de

las ventajas del recurso natural de Chile en este sector, era necesaria una política de desarrollo productivo para darle el “gran empuje” que la convertiría en una industria importante. Desde 1974, éste es quizás el único caso de una política industrial en gran escala, y de gran éxito por cierto. Esa política incluyó incentivos especiales para el desarrollo del sector y un marco jurídico favorable a la empresa privada y las exportaciones, que eliminaba las restricciones de liquidez a la inversión y favorecía la acumulación de capital humano específico en el sector.

Los programas públicos de forestación y de reforestación datan de los años sesenta. En 1974, se instituyó un subsidio de 75% del costo de plantación de árboles (Decreto Ley 701). Al mismo tiempo, la tierra privada plantada fue declarada inexpropiable, se derogó la prohibición de cortar árboles de menos de 18 años y se autorizaron las exportaciones de madera sin elaborar. Estos cambios legales hicieron posible y muy provechosa la integración vertical (véase Rossi, 1995). Además, entre 1975 y 1979, el Banco Central otorgó a los bancos comerciales privados y al Banco del Estado (un banco comercial público que abastece las necesidades de depositantes y empresas pequeños) una línea de crédito especial para financiar proyectos de desarrollo forestal, con condiciones particularmente favorables para las personas naturales y las empresas pequeñas.

Desde hace mucho tiempo se sabía que Chile tenía una ventaja comparativa en la silvicultura: las condiciones del clima y del suelo aseguran el crecimiento rápido de ciertas especies, particularmente del pino radiata. Dada esta dotación del recurso natural, durante los años cincuenta las Universidades de Chile y Católica (y luego otras) comenzaron a ofrecer programas en ingeniería forestal; así, cuando el sector empezó a desarrollarse, la industria contaba con un cuerpo significativo de especialistas en la materia, parte importante de los cuales devino en empresarios forestales y de la madera al mejorar las condiciones del sector.

ii) La industria del salmón de cultivo

Las exportaciones de salmón de cultivo, insignificantes en 1986, llegaron a unos 700 millones de dólares en 1998 (1% del PIB nacional).

Chile abastece hoy cerca del 15% del mercado mundial de salmones y truchas cultivados, y es el segundo exportador del mundo detrás de Noruega. La industria del salmón constituye una verdadera historia de éxito donde la adaptación y el desarrollo tecnológicos desempeñaron un papel dominante.

Fundación Chile comenzó a experimentar con la tecnología del salmón de cultivo en la segunda mitad de los años setenta. A principios del decenio de 1980 organizó una empresa para producir salmones cultivados en el lago Llanquihue usando jaulas flotantes, tecnología desarrollada en Noruega y Escocia y que se pensó podría adaptarse muy bien a las condiciones naturales de la región chilena de los lagos. La empresa, Salmones Antártica, fue vendida más tarde a Nippon Suisan, empresa japonesa que es una de las pesqueras más grandes del mundo. El ejemplo de Salmones Antártica atrajo muchas otras inversiones de empresarios locales y de compañías extranjeras (Achurra, 1995).

La industria del salmón es muy interesante por varias razones: combina el cambio tecnológico inducido por una institución semipública con las ventajas naturales del país, sus exportaciones representan la explotación de un nicho de exportación y tiene muchos eslabonamientos positivos hacia atrás. Ha impulsado las industrias locales productoras de jaulas flotantes, alimentos, redes de pesca, materiales de embalaje y servicios de transporte. Puesto que emplea a profesionales altamente calificados (ingenieros, técnicos en acuicultura, biólogos), también ha tenido un impacto beneficioso en la demanda para la construcción, la educación y el comercio al por menor en la región.

iii) El vino

Las exportaciones chilenas de vino han crecido meteóricamente durante los últimos años, de 10 millones de dólares en 1985 a alrededor de 550 millones en 1998. Aunque la vinificación es una actividad económica tradicional que en Chile se remonta a la época colonial, hasta mediados de los ochenta los tipos de vino producidos por sus viñateros no eran apetecidos por los consumidores de países desarrollados. Se

precisaba un cambio tecnológico en gran escala para que los vinos chilenos se vendieran en el exterior, el cual incluía la introducción de cubas de acero inoxidable; el uso de toneles nuevos, pequeños y de madera (en vez de los grandes usados para envejecer el vino), e inversiones en equipo de refrigeración y en maquinaria para prensar y triturar. Se sabía que los vinos chilenos se podrían producir con mucha ventaja con las nuevas tecnologías utilizadas en Europa y los Estados Unidos, pero era necesario un efecto de demostración. Así, en 1981, la firma española de Miguel Torres adquirió terrenos de gran tamaño en el valle central (Curicó) y comenzó a producir vinos con la nueva tecnología. Su éxito llevó a la rápida adopción de los nuevos métodos por las empresas chilenas.

La apertura de la economía ayudó al proceso de importar maquinaria nueva. Además, muchos de los productores tradicionales de vino son empresas grandes –comparadas con las europeas– y se desempeñan también en otros sectores de la exportación (particularmente la fruta). Por lo tanto, no enfrentan limitaciones de liquidez para invertir. En años más recientes ha habido inversiones de otras empresas grandes de Europa y de Estados Unidos (por ejemplo, Rothschild, Larose Trintaudon, Grand Marnier, Roberto Mondavi y Christian Brothers). Asimismo, varios viñedos pequeños especializados están fabricando productos nuevos para el mercado de exportación e intentando colocar sus vinos con precios más altos y calidad superior que los viñedos tradicionales. Estos productores, con menos capitales que las viñas grandes y los inversionistas extranjeros, se apoyan en asociaciones de nuevos fabricantes para colocar sus vinos en el exterior (Bordeu, 1995). Los servicios de comercialización de ProChile y los nuevos programas conjuntos de exportación antes mencionados también han sido aprovechados activamente por los productores más pequeños.

iv) La industria automotriz

Las piezas automotrices han sido un componente pequeño pero significativo de las exportaciones de manufacturas por más de una década. Han sido estimuladas por el único requisito de desempeño

que seguía vigente en la política chilena de inversión: un programa especial (llamado “Estatuto Automotriz”) permitía a los ensambladores importar sin arancel equipos CKD o SKD, mientras dichas importaciones se compensasen con exportaciones de igual valor de componentes de producción interna. El Estatuto también concedía a los ensambladores un crédito tributario por los componentes que se producen nacionalmente o se exportan. Para optar a ese crédito, un componente debía tener por lo menos un 70% de valor agregado local si es para uso interno, o un 50% si lo es para exportación. Estos incentivos son incompatibles con el Acuerdo sobre medidas en materia de inversiones relacionadas con el comercio de la Organización Mundial de Comercio y debieron ser eliminados en 1999.

5. Mirando hacia adelante

La expansión y diversificación de las exportaciones, que comenzó a mediados de los años setenta pero cuyo papel determinante en el desarrollo se verificó desde mediados de los ochenta, ha sido uno de los motores principales del crecimiento de la economía chilena. Sin embargo, la fase siguiente del desarrollo orientado a las exportaciones será mucho más difícil. La etapa fácil de expansión se ha agotado, y es poco probable que más de los mismos rubros puedan seguir manteniendo los altos índices de crecimiento logrados. En primer lugar, Chile tendrá que abandonar ciertos instrumentos de política que en el pasado le han sido muy rentables (el reintegro simplificado, la importación sin aranceles de bienes de capital para los exportadores, y el Estatuto Automotriz). En segundo lugar, llegar a ser internacionalmente competitivo en mercancías más sofisticadas tiene requisitos más complejos que la exportación de productos primarios o similares: éstos suponen el desarrollo de los recursos humanos y de la capacidad empresarial, la adquisición de información, mayores esfuerzos de investigación aplicada por parte de las empresas locales y mejoras en la infraestructura de puertos, caminos y túneles. Todo ello requerirá un Estado más activo —y eficiente— que en el pasado.

Para profundizar el crecimiento orientado a las exportaciones también será necesario abandonar el apego dogmático a un arancel

parejo. No hay razón para mantener aranceles sobre los bienes de capital y la amplia gama de bienes intermedios que no se producen en el país. El crecimiento orientado a las exportaciones requiere un arancel cero para estos bienes, especialmente a la luz de las restricciones que Chile deberá enfrentar dentro de poco para compensar el sesgo que provocan los aranceles a esas partidas.

Avanzar en el modelo de crecimiento orientado a las exportaciones también requiere un mejor acceso a los mercados. El potencial que el comercio intra-latinoamericano tiene para Chile, como exportador de manufacturas ligeras y bienes agroindustriales y como importador de alimentos, otorga al MERCOSUR una importancia estratégica como socio comercial.

La política de inversión extranjera directa se puede utilizar para captar inversiones en sectores de mayor relevancia futura. Aun preservando un enfoque liberal respecto de la inversión extranjera directa, las autoridades chilenas deberán realizar un esfuerzo mayor por atraer a empresas transnacionales con activos tecnológicos o de gestión deseables y con acceso a los mercados de manufacturas. En tal sentido, la asociación con el MERCOSUR podría resultar importante para atraer tales empresas a las manufacturas, donde hasta hoy se han destacado por su ausencia.

Finalmente, Chile deberá reinventar el banco de desarrollo, cuya misión sería conceder crédito de largo plazo a tasas de interés de mercado a empresas con buenos proyectos de exportación, pero que generalmente no tienen acceso a los mercados de capitales privados. Asimismo, podría ser utilizado para canalizar fondos hacia préstamos para la educación superior y técnica y para el financiamiento de gastos en investigación aplicada. El banco de desarrollo no necesita intervenir directamente en la concesión de préstamos a las empresas o a los individuos: puede funcionar como un banco de segundo piso poniendo a disposición de instituciones financieras privadas líneas de crédito para propósitos específicos. Puede también ser un intermediario entre los mercados financieros internacionales y las firmas pequeñas y medianas cuyas actividades son congruentes con la estrategia de desarrollo, pero no tienen acceso a tales recursos.

Esta es la manera más eficiente de apoyar a la industria naciente y, además, una que no está prohibida por las normas de la OMC. De hecho, debería transformarse en el instrumento principal para promover sectores y actividades específicos. Carlos Díaz-Alejandro (1985, pp. 20-21), en un preclaro artículo publicado en forma póstuma, sostiene que la experiencia latinoamericana, y por cierto la de Europa continental durante el siglo pasado, nos inculca cierto escepticismo ante la posibilidad de que los mercados privados por sí solos generen corrientes de intermediación financiera suficientes como para apoyar una tasa de formación de capital que aproveche por completo las altas rentabilidades sociales disponibles en inversiones a largo plazo. Al proporcionar crédito a largo plazo a actividades nuevas, no tradicionales, los bancos de fomento eliminarían uno de los argumentos esgrimidos con frecuencia para otorgar una protección exagerada contra las importaciones.

Referencias bibliográficas

- Achurra, M. (1995), "La experiencia de un nuevo producto de exportación: los salmones", en P. Meller y R. E. Sáez (eds.), *Auge exportador chileno: lecciones y desafíos futuros*, Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica (CIEPLAN)/Dolmen Ediciones, Santiago.
- Agosin, M. (1999), "Comercio y crecimiento en Chile", *Revista de la Cepal*, N° 68, agosto.
- _____ y R. Ffrench-Davis (1995), "Trade liberalization and growth: Recent experiences in Latin America", *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, vol. 37, N°3, Miami.
- _____ (2001), "Managing capital inflows in Chile", en S. Griffith-Jones, M.F. Montes y A. Nasution (eds.), *Short-Term Capital Flows and Economic Crises*, Oxford University Press/WIDER, Londres y Nueva York.
- Akyüz, Y. y C. Gore (1996), "The investment-profit nexus in East Asian industrialization", *World Development*, vol. 24, N°3, Oxford.
- Amsden, A. H. (1993), "Trade policy and economic performance in Korea", en M. R. Agosin y D. Tussie (eds.), *Trade and Growth. New Dilemmas in Trade Policy*, St Martin's Press, Nueva York.
- _____ (1994), "Why isn't the whole world experimenting with the East Asian model to develop?", *Review of The East Asian Miracle*, *World Development*, vol. 22, N°4, Oxford.
- Banco Central de Chile (1989), *Indicadores económicos y sociales 1960-88*, Santiago.
- _____ (varios años), *Boletín Mensual*, Santiago.
- Barro, R. J. y X. Sala-i-Martin (1995), *Economic Growth*, McGraw-Hill, Nueva York.
- Bordeu, E. (1995), "Exportaciones de vino: la importancia del mejoramiento de la calidad", en P. Meller y R. E. Sáez (eds.), *Auge exportador chileno: lecciones y desafíos futuros*, CIEPLAN/Dolmen Editores, Santiago.

- De Gregorio, J. (1984), "Comportamiento de las exportaciones e importaciones en Chile: un estudio econométrico", *Colección Estudios CIEPLAN* 13, Santiago.
- De la Cuadra, S. y D. Hachette (1992), *Apertura comercial: experiencia chilena*, Universidad de Chile, Editorial de Economía y Administración, Santiago.
- Díaz-Alejandro, C. F. (1985), "Goodbye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, N°1/2.
- Ffrench-Davis, R. (1979), "Exportaciones e industrialización en un modelo ortodoxo: Chile, 1973-1978", *Revista de la CEPAL* N°9, Santiago.
- _____ (1984), "Índice de precios externos: un indicador para Chile de la inflación internacional", *Colección Estudios CIEPLAN* 13, Santiago.
- _____ (2001), *Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad*, Dolmen Ediciones, segunda edición, Santiago.
- _____, P. Leiva, y R. Madrid (1993), "Trade liberalization and growth: The Chilean experience in 1973-89", en M. R. Agosin y D. Tussie (eds.), *Trade and Growth. New Dilemmas in Trade Policy*, St. Martin's Press, Nueva York.
- _____ y R. E. Sáez (1995), "Comercio y desarrollo industrial en Chile", *Colección Estudios CIEPLAN* 41, Santiago.
- Figueroa, L. y L. Letelier (1994), "Exportaciones, orientación al comercio y crecimiento: un enfoque de cointegración", *Cuadernos de Economía*, vol. 31, N°94, Santiago, diciembre.
- Lall, S. (1994), "The East Asian Miracle: Does the bell toll for industrial strategy?", *World Development*, vol. 22, N°4, Oxford.
- Meller P. (1994), "Chilean export growth, 1970-90: An assessment", en G. K. Helleiner (ed.), *Manufacturing for Export in the Developing World. Problems and Possibilities*, Routledge, Londres.
- _____ (1996), *Un siglo de economía política chilena (1890-1990)*, Editorial Andrés Bello, Santiago.
- Moguillansky, G. y D. Titelman (1993), "Estimación econométrica de funciones de exportación en Chile", *Estudios de Economía*, vol. 20, N°1, Santiago.

- Pasinetti, L. I. (1974), *Growth and Income Distribution. Essays in Economic Theory*, Cambridge University Press, Londres.
- Riveros, L. A., J. Vatter y M. R. Agosin (1996), "La inversión extranjera directa en Chile, 1987-93: aprovechamiento de ventajas comparativas y conversión de deuda", en M. R. Agosin (ed.), *Inversión extranjera directa en América Latina: su contribución al desarrollo*, Fondo de Cultura Económica, Santiago.
- Rodrik, D. (1995), "Getting interventions right: How South Korea and Taiwan grew rich", *Economic Policy*, N°22, Centre for Economic Research, Londres, abril.
- Rossi, I. (1995), "Desarrollo y competitividad del sector forestal-maderero", en P. Meller y R. E. Sáez (eds.), *Auge exportador chileno: lecciones y desafíos futuros*, CIEPLAN/Dolmen Ediciones, Santiago.
- Sáez, S. (1991), "Indicadores para las exportaciones chilenas: 1950-89", *Notas Técnicas*, CIEPLAN 138, Santiago.
- Solow, R. M., (1956), "A contribution to the theory of economic growth", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 70, N°1.
- Stiglitz, J. E. (1994), "The role of the state in financial markets", *Proceedings of the World Bank Conference of Development Economics, 1993*, Washington, D.C.
- _____ y A. Weiss (1981), "Credit rationing in markets with imperfect information", *The American Economic Review*, vol. 71, N°3.
- _____ y M. Uy (1996), "Financial markets, public policy, and the East Asian Miracle", *The World Bank Research Observer*, vol. 11, N°2, Washington, D.C.
- Wade, R. (1990), *Governing the Market. Economic Theory and the Role of Government in East Asian Industrialization*, Princeton University Press, Princeton.

CAPÍTULO 4

Liberalización, crisis y reforma del sistema bancario: 1974-99

Günther Held

Luis Felipe Jiménez

Introducción

Entre 1981 y 1986, Chile sufrió la peor crisis financiera de su historia reciente, la que fue agravada por una reversión en los flujos de capital externo y una profunda recesión económica entre 1982 y 1983. Precedieron a esa crisis tasas de crecimiento anormalmente altas del crédito bancario y elevadas tasas de interés y de rentabilidad. En 1998-99, como consecuencia de la secuela de la crisis financiera asiática y de otros factores, la economía chilena experimentó nuevamente un importante ajuste recesivo. Sin embargo, esta vez el sistema bancario no evidenció ninguno de los comportamientos que antecedieron a la eclosión de la crisis de los ochenta.

Los principales propósitos de este capítulo son analizar tanto los factores involucrados en la crisis financiera de la primera mitad de los ochenta como el buen desempeño del sistema bancario durante la presente coyuntura. En la sección 1 se examinan los principales rasgos del proceso de liberalización y privatización de la banca a partir de 1974. La sección 2 efectúa un recuento de la crisis de 1981-86, destacando la liberalización del sistema financiero en el contexto de severas fallas en su regulación y supervisión. La sección 3 presenta las principales medidas adoptadas para enfrentar la crisis y algunas estimaciones de los recursos públicos comprometidos en recuperar la solvencia de la banca y de los deudores. En la sección 4, se discuten las reformas dirigidas a fortalecer el régimen de regulación y

supervisión, en el contexto de ampliaciones del giro bancario y de facilidades para la formación de filiales de bancos. La sección 5 trata el desempeño pos-reformas del sistema bancario, principalmente respecto de su solvencia. Finalmente, se destacan las conclusiones más relevantes.

1. Principales rasgos de la liberalización financiera y reprivatización de la banca en los setenta

A fines de 1973 se inició la liberalización financiera de un sistema bancario que se encontraba fuertemente reprimido y donde la mayoría de los bancos se había estatizado en los años precedentes. Ese proceso fue acompañado desde 1975 por la privatización de bancos y la reorganización del sistema, transitando desde una banca especializada por tipos de créditos y plazos hacia una multibanca.

a) Liberación de las operaciones de intermediación

Los controles cuantitativos de diversa índole que regían el otorgamiento de créditos se derogaron en diciembre de 1973 al ponerse término a toda disposición legal que obligara a los bancos a otorgar préstamos en condiciones predeterminadas.¹ Lo anterior se reforzó en 1977 al limitarse las facultades del Banco Central para dictar normas relativas a controles crediticios y a la captación de fondos.² No obstante, éste retuvo facultades para imponer determinadas restricciones a las operaciones de la banca, de acuerdo con las necesidades de la política monetaria y crediticia.

A fines de 1975, prevalecían elevadas tasas de encaje que alcanzaban a 80% para los depósitos a la vista (bancos); 9.2% para las captaciones entre 30 días y un año (bancos, financieras y Asociaciones de Ahorro y Préstamo, AAP), y 8% en el caso de los depósitos a más de un año (bancos). Esas tasas se redujeron considerablemente en los años siguientes, estabilizándose en diciembre de 1980 en 10% y

1 DL 231 de diciembre de 1973.

2 DL 1 818 de junio de 1977.

4% para depósitos a la vista y captaciones sobre 30 días, respectivamente. Ello aumentó la capacidad del sistema financiero de otorgar crédito a una velocidad mayor que la de los agregados monetarios básicos (Banco Central de Chile, 1981).

Mientras a fines de 1973 el endeudamiento externo de los bancos comerciales para financiar créditos liquidables en moneda extranjera –principalmente ligados al comercio exterior– no podía exceder de dos veces su capital y reservas, seis años más tarde este límite terminó de eliminarse por completo. Por otra parte, el Artículo 14 del Compendio de Normas Internacionales permitió a los bancos otorgar créditos de libre disponibilidad, en moneda nacional pero documentados en moneda extranjera, con el producto de la liquidación en el Banco Central de créditos externos (Ffrench-Davis y Tapia, 2001). Las restricciones de *stock* y de flujo inicialmente impuestas a este endeudamiento fueron siendo levantadas de manera gradual y extinguidas del todo hacia abril de 1980 (Banco Central de Chile, 1981), permitiendo a la banca un amplio acceso al crédito externo.

Con la eliminación de las restricciones al endeudamiento externo, sólo quedaron vigentes los límites globales dados por las relaciones deuda-capital, en el caso de los bancos, de uno a veinte; en el de las sociedades financieras, esta relación –que venía incrementándose desde 1976– se estabilizó en quince a uno en enero de 1989.

b) Liberación de las tasas de interés

En 1974 se liberaron las tasas de interés de captación y colocación para operaciones reajustables y no reajustables, estas últimas bajo ciertas restricciones. Pero en diciembre de 1975 las tasas de interés quedaron enteramente libres, salvo topes de interés “máximo convencional” para colocaciones de crédito. Desde 1976 y hasta fines de 1982, las tasas de interés se determinaron libremente en el mercado; a partir de entonces y como consecuencia de los problemas financieros surgidos en 1981, se estableció un régimen de tasas “sugeridas” para las captaciones no reajustables a 30 días. En 1987, una vez

superados los problemas de solvencia de la banca y habiéndose iniciado una reactivación económica, se levantó esta medida.

Hasta 1974, solamente el Banco del Estado, los bancos de fomento y las AAP podían emitir instrumentos financieros con cláusula de reajuste basadas en la Unidad de Fomento (UF), cuyo valor es indizado según la variación del Índice de Precios al Consumidor. La normativa de mayo de ese año permitió a todas las instituciones efectuar colocaciones y captaciones reajustables, con un plazo mínimo de un año,³ lapso que fue reducido a 90 días desde julio de 1976.

c) Reorganización del sistema bancario

En septiembre de 1975, la estatal Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) inició la licitación de paquetes de acciones de los bancos de su propiedad, proceso que había concluido a fines de 1978, y que excluyó al Banco del Estado y a dos bancos privados, estos últimos sujetos a problemas legales (Dahse, 1979).

Para difundir su propiedad, la política de privatización de la banca estableció en un comienzo límites a la tenencia de acciones de bancos, fijándolos en 1.5% y 3% respectivamente para las personas naturales y jurídicas, como proporción del capital pagado y reservas. Adicionalmente, se prohibió al sector público invertir en el sector bancario.⁴

Sin embargo, los límites a la concentración de la propiedad accionaria fueron ampliamente sobrepasados pues el proceso global de privatizaciones –que involucraba la licitación de sustanciales paquetes accionarios a precios subsidiados– incentivó la formación de “grupos” o conjuntos de empresas relacionadas entre sí por el hecho de tener los mismos propietarios (Baeza, 1981). La tendencia hacia la concentración accionaria y la dificultad práctica de controlar los límites individuales a la tenencia de acciones bancarias condujeron a la

3 DL 455 de mayo de 1974.

4 DL 818 de diciembre de 1974 y DL 3 345 de abril de 1980.

derogación de éstos a comienzos de 1978, facilitando a esos conglomerados el control de un importante número de instituciones financieras y el acceso al crédito para extender sus vínculos hacia las empresas del sector productivo. Las complejas redes de interconexión establecidas por aquéllos elevaron la participación de las colocaciones “relacionadas” dentro de las carteras totales de crédito.

La normativa de mayo de 1974 permitió a particulares realizar operaciones de crédito en dinero y captaciones de depósitos no sujetos a ningún requisito ni supervisión.⁵ El consiguiente florecimiento de sociedades financieras derivó en 1975-76 en un número de insolvencias de estas empresas, tanto formales como informales. A fines de 1976 se puso término a este experimento de banca libre y se incrementó en siete veces el capital mínimo de las sociedades financieras sujetas a la supervisión de la Superintendencia de Bancos.

Entre 1974 y 1981 se verificó un avance hacia un régimen de multibanca, basado en la expansión y en la uniformización de las operaciones que podían efectuar las instituciones financieras (en contraste con el régimen de especialización existente hasta entonces), y en la liberación de las condiciones de entrada impuestas a la banca. También durante el primero de esos años se levantó la restricción al establecimiento de bancos extranjeros.

A fines de 1974 y comienzos de 1975 se autorizó nuevas operaciones a las AAP con el fin de diversificar sus captaciones y colocaciones de fondos, incluyendo la emisión de certificados de depósito y el otorgamiento de préstamos a menos de un año a tasas de interés libremente pactadas.⁶

Las AAP fueron afectadas en 1975 por problemas de liquidez y descalces de plazos entre sus fondos activos largos y sus pasivos de corto plazo, producto de alzas en las tasas de interés resultantes de una política monetaria restrictiva, la cual también restringió la liquidez de los principales instrumentos de captación de aquéllas. La consiguiente

5 Artículo 3 del DL 455.

6 DL 944 de marzo de 1975.

pérdida de confianza en las AAP y la competencia proveniente de los bancos –que fueron autorizados a emitir letras hipotecarias– condujeron a una rápida paralización del sistema. Tras de un proceso de fusiones que condujo a una sola AAP a fines de 1978, en abril de 1980 ésta suspendió el otorgamiento de nuevos préstamos para vivienda.

Las normativas de 1980 y 1981⁷ eliminaron las diferencias entre bancos comerciales, de fomento e hipotecarios, culminando así el proceso de uniformización de la banca.

Todo este escenario explica que entre 1974 y 1981 el número de bancos más que se duplicase –principalmente por la entrada de entidades extranjeras–, mientras que el de nuevas sociedades financieras compensó la virtual desaparición de las AAP. Al mismo tiempo, las colocaciones crediticias tendieron a concentrarse en los bancos y sociedades financieras privadas, en desmedro del Banco del Estado y de las AAP (Held y Szalachman, 1989).

2. La crisis financiera de 1981-86

En 1981 irrumpió una crisis financiera de insospechada gravedad, que condujo a una masiva intervención por la Superintendencia de Bancos de numerosas instituciones financieras nacionales entre 1981 y 1986, incluyendo en 1983 a los dos principales bancos privados del país y al 56% del sistema: de los 26 bancos nacionales privados y 17 sociedades financieras en operación hacia 1981, entre este año y 1986 fueron intervenidos 14 bancos y 8 sociedades financieras. Ocho de estos bancos y todas las sociedades financieras intervenidas fueron finalmente liquidadas.

a) Anormal crecimiento del crédito

La liberalización del crédito dio pié a un incremento explosivo de las colocaciones, como se ilustra en el cuadro 4.1. El crédito de la banca se expandió muy rápidamente entre 1975 y 1981, al extremo que en varias ocasiones sus tasas reales de crecimiento más que

7 DL 3 345 y Ley 18 022.

quintuplicaron las del PIB. Aun cuando desde 1981 las cifras excluyen a las instituciones intervenidas y sujetas a liquidación, ese año las colocaciones fueron equivalentes al 50% del PIB—en comparación con menos del 10% en 1975—, elevándose al 70% del PIB en 1982, si bien la significativa contracción que sufrió el Producto este último año contribuyó a magnificar esa proporción. La evidente sobre-expansión del crédito y el severo problema de sobre-endeudamiento asociado quedan reflejados en el hecho de que la relación colocaciones/PIB se multiplicó por siete veces entre 1975-76 y 1982-83.

Cuadro 4.1
Crecimiento del sistema financiero^{a/}, 1975-1986

	1975	1977	1979	1981	1982	1984	1986
1. Tasas reales de variación							
Colocaciones totales	-13.2	76.0	31.9	17.8	20.7	12.4	0.9
Activo circulante	-17.1	58.2	30.7	11.2	20.9	15.0	-1.6
Activos totales	-15.3	50.4	29.6	11.3	22.6	19.0	-0.8
Depósitos, captaciones y otras obligaciones	-26.3	44.8	26.3	2.5	-0.1	14.1	9.3
Préstamos y otras obligaciones contraídas en el país	-39.8	141.1	19.5	-26.1	40.5	20.0	-14.4
Préstamos y otras obligaciones contraídas en el exterior	-26.5	30.6	53.3	56.8	72.5	27.4	-9.5
Pasivo circulante	-27.7	49.9	29.9	11.6	24.7	19.8	-3.7
Provisiones totales	.....	.....	.....	.....	.....	86.8	-3.9
Bonos subordinados	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capital y reservas	20.9	-3.0	12.1	7.2	15.2	0.7	26.6
Producto (PIB)	-12.9	9.9	8.3	5.5	-13.6	6.2	5.5
2. Proporciones del PIB ^{b/}							
Colocaciones totales	0.08	0.16	0.28	0.50	0.73	0.74	0.73
Activos totales	0.19	0.27	0.39	0.64	0.93	1.19	1.31

Fuente: Elaborado sobre la base de cifras de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

a/ Incluye Bancos y Sociedades Financieras.

b/ Obtenidas a partir de los Promedios Geométricos de Fondos y el PIB a precios corrientes.

- 8 Estas cifras no corresponden a tasas de "pizarra", las que se refieren a flujos de colocaciones y captaciones. En el caso de las tasas activas, se trata de rendimientos derivados a partir de estados de resultados y balances, comparándose aquella parte registrada como intereses promedios, ganados y devengados (así como otros ingresos financieros ligados a la operación), sin incluir reajustes e impuestos, con el *stock* promedio real de activos. De un modo similar, para el caso de los pasivos y empleando las mismas fuentes, se compara aquella parte registrada como intereses gastados y devengados, excluyendo reajustes, con el *stock* real promedio de pasivos. Para un detalle de las fórmulas y definiciones empleadas, véase Held y Szalachman (1989).

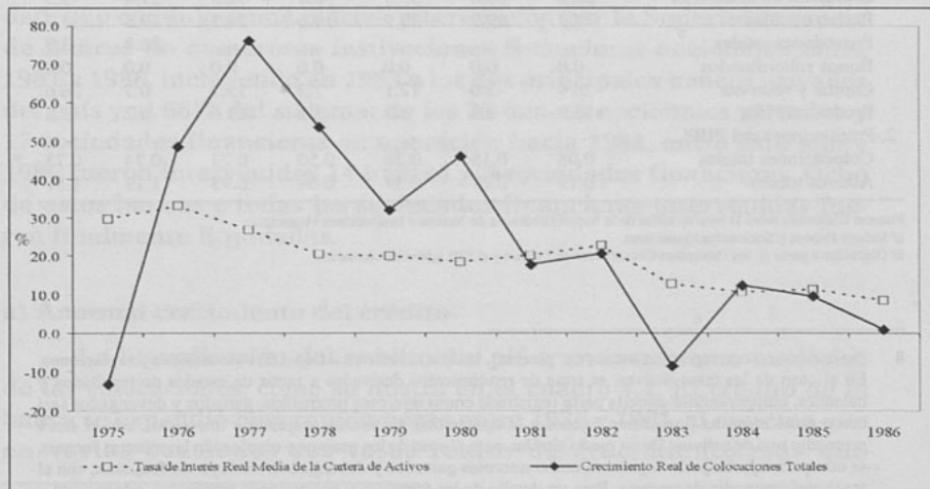
b) Elevadas tasas reales de interés

No obstante que las captaciones de fondos de la banca se expandieron a razón de un 40% promedio anual entre 1977 y 1980, las tasas reales de interés se mantuvieron muy elevadas, estimulando particularmente las obligaciones y préstamos con el exterior al cierre de este período.

El cuadro 4.2 presenta estimaciones de tasas de interés representativas del rendimiento “promedio” de los activos y de los pasivos;⁸ si bien fueron decreciendo en el período, las primeras equivalieron a alrededor de dos y media veces –y las pasivas a dos veces– la tasa de crecimiento del PIB entre 1977 y 1982.

Esta relación directa entre elevadas tasas reales de interés activas y rápido crecimiento de la cartera de créditos se explica en gran medida por la capitalización de intereses y la renovación continua de créditos de baja recuperación; se trataba, pues, de un fenómeno de crecimiento con “cartera falsa” (véanse el gráfico 4.1 y el cuadro 4.2).

Gráfico 4.1
Tasas de interés y crecimiento real de colocaciones, 1975-1986
(Porcentajes)



Fuente: Elaborado sobre la base de cifras de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Cuadro 4.2

Tasas reales medias de interés de fondos (stock) del sistema financiero^{a/}, 1975-1998
(Porcentajes)

	1975	1977	1979	1981	1982	1984	1986	1988	1990	1992	1994	1996	1998
1. Tasas activas													
Activo total	26.3	24.0	18.8	19.3	21.6	10.0	8.0	7.3	11.6	8.2	8.9	8.8	9.9
Cartera de activos (activo circulante)	29.5	26.7	19.8	20.1	22.7	10.5	8.5	7.8	12.3	8.6	9.3	9.1	10.3
2. Tasas pasivas													
Pasivo total	11.6	13.3	11.6	13.3	16.9	8.7	5.6	4.7	8.2	5.3	5.3	5.3	6.2
Pasivo circulante más bonos subordinados	13.9	16.1	13.1	14.5	18.4	9.7	6.2	5.2	9.2	5.9	5.8	5.8	6.8
3. Colocaciones vencidas/Colocaciones totales													
	...	...	1.6	2.3	4.1	8.9	3.5	2.0	2.1	1.2	1.0	0.9	1.4

Fuente: Elaborado sobre la base de estadísticas de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

a/ Incluye Bancos y Sociedades Financieras.

c) Solvencia aparente

Para fortalecer su solvencia y elevar sus bases de capital (o “capital de riesgo”), en diversas ocasiones durante el período 1974-1981 se incrementaron los requisitos de capital mínimo exigible a los bancos y las sociedades financieras. Estos se estabilizaron en septiembre de 1980 en el equivalente de US\$10 millones para los bancos comerciales y US\$5 millones para las sociedades financieras.

A pesar del aumento en el número de instituciones hasta el advenimiento de la crisis bancaria, el mayor grado de competencia que podría haberse suscitado no se tradujo en una reducción importante ni en las tasas de interés activas o en los márgenes de intermediación, ni en un acceso competitivo al crédito —como lo demuestra la evidencia de discriminación crediticia en favor de los grupos (Foxley, 1984). Por el contrario, la información disponible sobre márgenes de intermediación y rentabilidad de la banca entre 1977-81 (véase cuadro 4.3) indica que aquéllos permanecieron elevados durante todo el proceso de liberalización financiera y hasta la crisis bancaria. Inicialmente, los márgenes se explican en gran parte por los elevados encajes, y cuando éstos fueron reducidos, por los gastos de gestión —que representaban más del 50% de sus niveles totales. En cambio, los gastos de

cartera (variación en las provisiones y castigos) se mantuvieron relativamente bajos, dando la impresión de que el fuerte crecimiento de la banca contenía principalmente cartera sana. En suma, una banca en franco apogeo y sujeta a mayores requisitos de capital, que arrojaba una rentabilidad media anual cercana al 15%, parecía respaldar el dinamismo sectorial y su aparente solvencia entre 1977 y 1981.

Cuadro 4.3
Márgenes de intermediación y resultados del sistema financiero^{a/}, 1975-1998
(Porcentajes)

	1975	1979	1980	1981	1982	1986	1990	1994	1998
1. Márgenes como % de los activos totales									
Margen financiero	5.9	5.2	5.1	5.4	3.7	2.2	3.2	3.4	3.6
Margen de operación bruto	5.9	7.6	6.6	6.6	5.2	4.1	6.6	5.2	5.0
Gastos de cartera	2.6	1.3	1.2	1.7	2.8	0.9	1.4	0.7	1.2
Gastos de gestión o gastos operacionales no financieros	3.8	3.8	3.6	3.9	3.0	1.8	2.8	3.3	3.0
Otros gastos netos de ingresos no operacionales	-1.9	0.4	0.1	0.2	-0.8	0.4	0.7	-0.3	-0.2
Resultado antes de impuestos	1.4	2.0	1.7	0.9	0.3	1.0	1.8	1.5	1.1
2. En relación con capital y reservas									
Activos totales / capital y reservas	4.2	9.4	11.6	12.1	12.8	13.9	12.5	13.7	13.4
Resultado antes de impuestos / capital y reservas	5.8	18.5	19.2	10.4	3.5	13.5	23.0	20.1	14.3
3. Como % del margen de operación bruto									
Gastos de cartera	44.7	17.4	19.0	25.3	53.5	20.9	20.7	13.0	23.3
Gastos de gestión o gastos operacionales no financieros	64.5	50.9	55.0	58.6	57.0	44.9	41.6	63.8	59.4
Otros gastos netos de ingresos no operacionales	-32.3	5.8	0.8	3.0	-15.7	10.5	9.8	-5.1	-3.8
Resultado antes de impuestos	23.1	25.9	25.2	13.1	5.2	23.6	27.9	28.3	21.2

Fuente: Elaborado sobre la base de cifras de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

a/ Incluye Bancos y Sociedades Financieras.

d) Severas fallas en la regulación y supervisión de la banca

Las fallas en la regulación y supervisión fueron particularmente visibles en la falta de limitación y control de los riesgos de pérdida y en la insuficiente constitución de provisiones o reservas para enfrentarlos.

La ausencia de procedimientos de evaluación rigurosa de los riesgos posibilitó un anormal crecimiento de la cartera de créditos. Entre los componentes de cartera riesgosa se destacan el otorgamiento de créditos relacionados y la renovación de créditos de alto riesgo, incluyendo la capitalización de elevados intereses reales devengados, pero no pagados efectivamente.

i) Desbordamiento y evasión de los límites establecidos a créditos relacionados

La normativa vigente desde 1975 establecía que –sin garantías– un banco no podía conceder, directa o indirectamente, créditos a una persona natural o jurídica por un monto superior al 5% de su capital pagado y reservas.⁹ Estos créditos podían llegar hasta el 25% del capital pagado y reservas, si el exceso sobre el 5% era cubierto con garantías reales de un valor igual o superior a este límite.¹⁰

Cuando se trataba de créditos relacionados y para prevenir los riesgos derivados de su concentración, esos límites se hacían más estrictos, reduciéndose a la mitad. Por “relacionado” se entendía a un beneficiario de crédito que era una sociedad en cuya propiedad participaba el mismo banco, una persona natural dueña de más del 5% del capital del banco o una persona jurídica poseedora de más del 10% del mismo. Con idéntico propósito, el monto total de créditos otorgados a los directores y empleados de un banco no podía exceder del 1.5% de su capital pagado y reservas.

Empero, los grupos económicos sobrepasaron y eludieron ampliamente todas estas disposiciones, dejando en evidencia fallas en las normas internas de los propios bancos relativas a la limitación y el control de los riesgos de crédito. Para ello, los conglomerados utilizaron –entre otras– las siguientes prácticas: i) extensión de créditos a

9 Este límite llegaba al 20% si el total de créditos concedidos a una misma persona (o superiores al tope de 5% arriba señalado) se otorgaba en moneda extranjera, y su objetivo era facilitar las exportaciones y las importaciones destinadas a la producción.

10 El límite individual podía llegar al 40%, tratándose de créditos en moneda extranjera destinados a financiar exportaciones o importaciones destinadas a la producción, siempre que el exceso sobre el 5% estuviese cubierto con garantías reales.

sociedades de inversión (“empresas de papel”), una vez copados los límites individuales de crédito de las empresas con patrimonio efectivo (“empresas con chimenea”) pertenecientes a un grupo; ii) concesión de créditos “cruzados” a empresas y sociedades de inversión de otro grupo económico, a cambio de créditos recíprocos, y iii) canalización de créditos a través de instituciones *off shore*.

El cuadro 4.4 presenta estimaciones de la participación de los créditos relacionados tanto respecto de las colocaciones totales, como del capital y reservas. En 1982, aquéllos representaron en promedio el 25% de todas las colocaciones de los bancos intervenidos, lo que equivalía a más de tres veces su capital,¹¹ buena parte de las cuales –pos-crisis– resultó incobrable o de dudosa recuperabilidad. No resulta aventurado afirmar que casi el 50% de las colocaciones traspasadas al Banco Central con motivo de las medidas de saneamiento financiero puestas en marcha desde 1982 se relacionaba con sus anteriores propietarios (Held y Szalachman, 1989).

Cuadro 4.4
Colocaciones relacionadas de bancos intervenidos 1981-1983, pero no liquidados

	Colocaciones relacionadas como porcentaje de:			
	Colocaciones totales		Capital y reservas	
	Dic. 1982	Dic. 1985	Dic. 1982	Dic. 1985
Santiago	42.3	50.8	413.5	398.6
Hipotecario y Fomento Nacional	18.5	18.1	335.0	369.2
Colocadora	23.8	25.9	321.2	365.3
Chile	18.6	9.3	300.3	109.5
Internacional	16.9	9.6	164.6	81.7
Concepción	12.2	1.9	146.7	26.3
Promedio	24.6	21.5	323.3	231.9

Fuente: Tagle (1988) y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (1982, 1985).

ii) *Inadecuado manejo de los riesgos crediticio y cambiario*

En enero de 1978, la Superintendencia de Bancos fue facultada para calificar y evaluar el valor real de los créditos y de los activos

11 El cuadro 4.4 excluye a los bancos intervenidos y liquidados, por lo que en realidad estas cifras subestiman la importancia de las colocaciones relacionadas y del consiguiente compromiso del capital –que en el caso de las instituciones liquidadas fue considerablemente mayor.

financieros de los bancos y sociedades financieras, y para apreciar sus situaciones de solvencia contraponiendo estos valores con sus pasivos exigibles. Al mismo tiempo, se la autorizó para ordenar el registro contable de las inversiones a sus valores reales y proporcionar información de carácter general sobre estas materias al público.¹²

No obstante lo anterior, sólo en 1980 la Superintendencia de Bancos introdujo un método de clasificación de las colocaciones según categorías de riesgo, pero se abstuvo de informar al público sus estimaciones de riesgo de cartera. No cabe duda que las pérdidas esperadas eran de tal magnitud, que comprometían la solvencia de la mayor parte de la banca privada y de las sociedades financieras nacionales.

La dinámica de crecimiento de las colocaciones de crédito fue acompañada de un significativo cambio en la composición de los pasivos. Inicialmente, los depósitos y captaciones domésticos proveyeron la mayor parte del financiamiento, pero fueron progresivamente reemplazados por recursos externos, merced al levantamiento de las restricciones a su acceso: entre 1981-82, éstos financiaron casi el 100% de la expansión de los activos totales del sistema financiero chileno.¹³ Así, los fondos externos elevaron su participación en el financiamiento de los activos totales desde 9.3% en 1977 a 28% en 1981 y a 40% en 1982 (gráfico 4.2). Es decir, ya antes de la devaluación de 1982, la exposición de la cartera crediticia de la banca al riesgo cambiario se había triplicado, incrementando al mismo tiempo el riesgo total de crédito —el cual se hizo efectivo con la devaluación de 1982.¹⁴

El gráfico 4.2 también revela el significativo incremento de los préstamos del Banco Central (“préstamos y otras obligaciones contraídas en el país”) a partir de 1982, en respuesta a los apoyos a instituciones con severos problemas de iliquidez e insolvencia. Sólo desde 1986 y a medida que se normalizó la solvencia del sistema bancario, pudo revertirse esta situación.

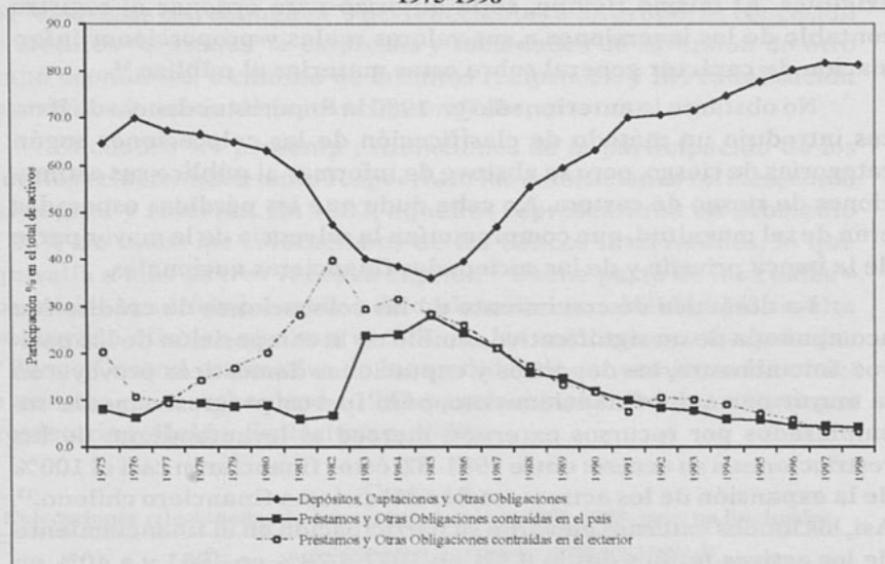
12 DL 2 099 de enero de 1978.

13 Las participaciones en la variación del total de activos se obtuvieron como la variación porcentual de cada ítem de pasivos. Para una descripción más detallada de esta descomposición, véase Held y Szalachman (1989).

14 Entre mayo y diciembre de 1982, el peso se devaluó en un 85.6%; véase Banco Central de Chile (1989).

Gráfico 4.2

Participación de los principales pasivos en el financiamiento de los activos totales, 1975-1998



Fuente: Elaborado sobre la base de cifras de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

iii) Rezago en la constitución de provisiones

La carencia de información sobre los riesgos de cartera durante la liberalización financiera mantuvo vigente un régimen tradicional de provisiones: una provisión general o “global” sobre las colocaciones de crédito, para cubrir riesgos genéricos de pérdida, y provisiones específicas o “individuales” sobre créditos calificados en cartera vencida, a fin de enfrentar riesgos de pérdida prácticamente configurados. En otras palabras, las provisiones sólo tenían un carácter genérico y *ex-post*, pero no se relacionaban preventivamente con los riesgos esperados.

Según las normas existentes hasta 1979, las provisiones globales debían equivaler al 2% del total de colocaciones de crédito, y las individuales, al 100% de las colocaciones ingresadas a cartera vencida durante el primer semestre y al 50% para las ingresadas en el segundo semestre; esto último incentivó la renovación de créditos riesgosos

e impagos a su fecha de vencimiento durante el primer semestre de cada año. Pese a ello, las dificultades enfrentadas por los bancos para cumplir los requisitos de provisiones asociadas al acelerado crecimiento del crédito condujeron en 1979 a relajar significativamente esta normativa: las provisiones globales se redujeron al 0.75% del total de colocaciones, y las individuales sobre colocaciones vencidas se acotaron a aquella fracción no cubierta por garantías reales, otorgándose además un plazo de 24 meses para constituir las.

Asimismo, las normas vigentes hasta 1976 señalaban que al cabo de 30 días desde su fecha de vencimiento los créditos impagos debían incorporarse a cartera vencida, permitiéndose que éstos siguieran devengando intereses. A partir de ese año, el plazo para registrar una colocación como vencida se extendió a 90 días y se suspendió el devengo de intereses cuando aquélla quedaba impaga a su fecha de vencimiento.

Calificada una colocación como vencida, la institución financiera debía constituir una provisión “individual” de cartera contra el resultado del ejercicio, generando con ello un fuerte impacto marginal en los resultados de su gestión. Ello indujo a las instituciones financieras a eludir la normativa mediante la renovación de créditos de baja calidad y la capitalización de una proporción sustancial de los intereses devengados. Ante dudas respecto de su legalidad, esta última práctica fue formalmente reconocida en la normativa de 1981.¹⁵

iv) Elevada rentabilidad y patrimonios aparentes

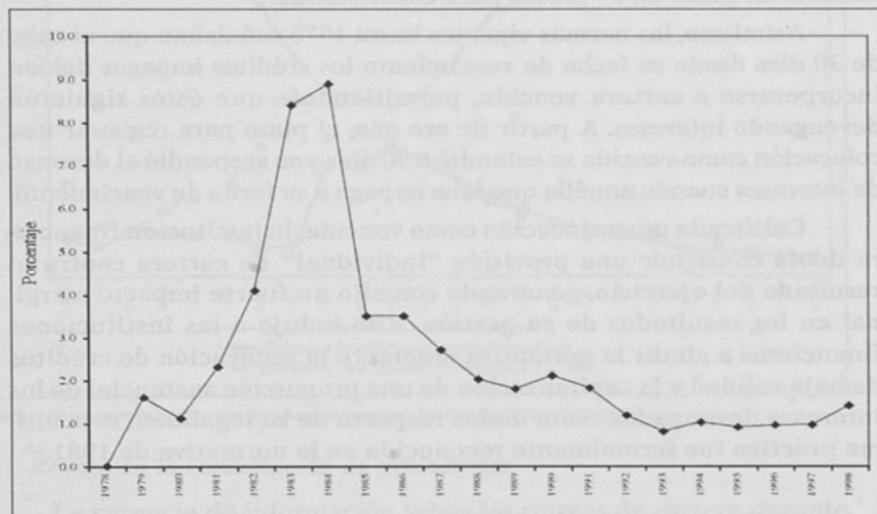
Las bajas cifras de cartera vencida registradas antes de 1981 fueron una expresión de la renuencia de la banca a reconocer la incobrabilidad de determinados créditos y a realizar las pérdidas correspondientes. Así también, el rezago en la constitución de provisiones tuvo importantes consecuencias, pues ni la cartera vencida –como indicador de la calidad de la cartera total– ni los resultados y patrimonio de los bancos reflejaban su verdadera situación de solvencia.

El porcentaje de colocaciones vencidas se mantuvo artificialmente en niveles reducidos hasta 1981, para luego elevarse abruptamente tras

15 Ley 18 010, artículo 9.

el inicio de las intervenciones de bancos e instituciones financieras. Pero las cifras de cartera vencida serían todavía más elevadas si se incluyesen las carteras de las instituciones que fueron liquidadas y aquella parte de las carteras que –por su incobrabilidad– fue traspasada al Banco Central (véase el gráfico 4.3).

Gráfico 4.3
Colocaciones vencidas como proporción de colocaciones totales, 1978-1998

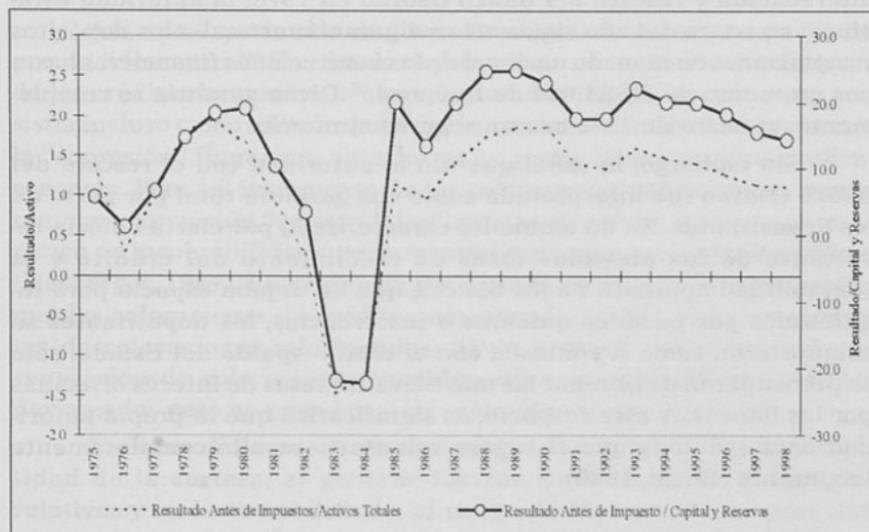


Fuente: Elaborado sobre la base de cifras de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Sin embargo, la desinformación que contenían los indicadores de cartera, de rentabilidad y patrimoniales no era un hecho nuevo: ella ya se había hecho patente cuando la intervención del Banco Osorno, a fines de 1976.

El carácter espurio de la rentabilidad y de los patrimonios entregados por la contabilidad de los bancos quedó de manifiesto en su brusco descenso a partir de la eclosión de la crisis financiera en 1981, apreciándose pérdidas significativas para la banca en su conjunto, que serían aún mayores si se incluyera a las instituciones intervenidas desde ese año (véanse el gráfico 4.4 y el cuadro 4.3).

Gráfico 4.4
Rentabilidad del sistema financiero, 1975-1998



Fuente: Elaborado sobre la base de cifras de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Las situaciones financieras problemáticas de 1981-83 también evidenciaron que las mayores dotaciones de capital exigidas durante el curso de la liberalización financiera fueron completamente insuficientes para enfrentar las pérdidas de cartera. Asimismo, resaltaron las pocas alternativas de que disponía la autoridad para regularizar una institución financiera con problemas de solvencia.

e) Garantías del Estado a los depósitos

La falta de información al público sobre el riesgo de cartera y la situación patrimonial de las instituciones financieras abrió las puertas a una garantía implícita del Estado a los depósitos y otros pasivos exigibles. Además, en el curso de la liberalización financiera, se introdujeron esquemas de garantía y seguros estatales a los depósitos y obligaciones para proporcionar estabilidad a estos fondos y proteger

a los pequeños ahorrantes. Precisamente como consecuencia de la intervención y rescate del Banco Osorno en 1976, la autoridad estableció en enero del año siguiente una garantía estatal a los depósitos y captaciones en moneda nacional de las instituciones financieras hasta por un monto de US\$3 000 de la época.¹⁶ Dicha garantía se complementó en enero de 1981 con un seguro voluntario.

Sin embargo, la señal que dio la autoridad con el rescate del Banco Osorno fue interpretada como una garantía total por parte de los depositantes. En un ambiente caracterizado por cierta euforia resultante de las elevadas tasas de crecimiento del crédito y la rentabilidad aparente de los bancos, que no dejaba espacio para inquietudes por posibles quiebras o insolvencias, los depositantes se comportaron como si contasen con el total respaldo del Estado: sólo se preocuparon de obtener las más elevadas tasas de interés ofrecidas por los bancos. A este respecto, es significativo que la propia autoridad haya señalado que el seguro voluntario resultó completamente inoperante (Büchi, 1986).

f) Factores de la crisis financiera

Diversos factores intervienen usualmente en la incubación de una crisis financiera, siendo difícil establecer la importancia relativa de cada cual. Estos factores son de naturaleza microeconómica e institucional, como también de carácter macroeconómico (Ffrench-Davis y Ocampo, 2000). Los primeros se refieren a falencias en las normas de regulación de solvencia y liquidez establecidas por la autoridad —o “externas” a la banca—, acompañadas de deficientes prácticas “internas” de evaluación y control de los riesgos. Los segundos están representados por fluctuaciones en la rentabilidad y los riesgos de las actividades productivas que se desprenden del entorno macroeconómico.

La liberalización financiera de los setenta en Chile tuvo lugar en presencia de severas fallas en las normas prudenciales tanto externas como internas a los bancos, y de una garantía implícita del Estado a los depósitos. Por ello, ni las autoridades ni los depositantes, y en

16 DL 1 683 de enero de 1977.

buena medida tampoco los propios gestores de los bancos, dieron la suficiente importancia a la limitación y al control de los riesgos.

Así, esa experiencia de liberalización financiera se caracterizó por un “descontrol” financiero expresado en el explosivo crecimiento de los créditos bancarios –a elevadas tasas reales de interés–, que persistía incluso cinco años después del inicio de la liberalización y cuando la “represión” financiera anterior ya no podía invocarse para explicar ese auge. Pero tal incremento de las colocaciones contenía una importante proporción de “cartera falsa”, esto es, de créditos con un elevado riesgo de incobrabilidad que se mantuvieron vigentes entre los activos (Harberger, 1984). La evidencia presentada en el cuadro 4 demuestra que las colocaciones de crédito contenían i) significativos componentes de colocaciones relacionadas, ii) un proceso autoalimentado de renovación de colocaciones vencidas, iii) capitalización de intereses devengados pero no pagados, y iv) colocaciones de alto riesgo.

Factores del entorno macroeconómico también afectaron la calidad de la cartera, al generar fuertes variaciones en los precios relativos y en la rentabilidad y el riesgo de las actividades productivas durante el desarrollo de la liberalización financiera. Esas variaciones derivaron principalmente de las recesiones económicas en 1975 y en 1982-83 –con caídas cercanas al 15% del PIB en ambos episodios–, de la rápida apertura de una economía altamente protegida y de importantes descensos en el tipo de cambio real.

La virtual eliminación del riesgo cambiario a partir de 1979 creó una amplia brecha entre las tasas activas en moneda nacional y extranjera (*ex-post*, de 13% en 1980 y 40% en 1981) y estimuló un fuerte endeudamiento bancario en el exterior. Fue este diferencial el que mantuvo la dinámica de crecimiento del crédito interno a razón de un 40% real anual, posibilitó alzas del gasto interno superiores al 10% real anual entre 1978 y 1981 y condujo a una reducción acumulada del tipo de cambio real de 33% hacia mediados de 1982. Pero este auge virtual concluyó con la devaluación en junio de 1982 y la posterior flotación del tipo de cambio, desencadenados por la abrupta interrupción de los flujos de capital externo luego de la moratoria externa de México en agosto de ese año: el valor real del dólar se

incrementó en un 70% hacia fines de 1983. Estos eventos desplomaron primero –entre 1979-82– la rentabilidad de los sectores transables, y en el período 1982-83 la de los sectores no transables y acrecentaron significativamente el riesgo de los créditos otorgados.

Aunque esas condiciones macroeconómicas son relevantes para explicar la crisis financiera de 1981-86, ésta afloró sin embargo en 1981, al cabo de cinco años de crecimiento del PIB a tasas de 8% promedio anual y *antes* del ajuste macroeconómico de 1982. Ello confirma que la crisis se configuró a partir de falencias en el control de los riesgos de la cartera de créditos y del anormal crecimiento de las colocaciones originados en los años precedentes. En definitiva, esta secuencia de eventos señala que el mencionado crecimiento del crédito y el concomitante exceso de gasto interno son factores básicos en la crisis financiera que se desató en 1981, y que el ajuste macroeconómico de 1982-83 sólo contribuyó a hacerla evidente y a agravar sus efectos.

La hipótesis de descontrol financiero queda dramáticamente ilustrada en primer lugar i) por la liquidación de 16 bancos y sociedades financieras, ii) por ventas de cartera que en promedio representaron un 30% de las colocaciones de los bancos y sociedades financieras no liquidadas, y iii) porque los dos principales bancos privados nacionales –propiedad de sendos grupos económicos– pasaron al Banco Central un 50% y un 60% de sus colocaciones, las cuales en importante proporción consistían en créditos relacionados (Sanhueza, 1999). En contraste, el Banco del Estado, cuyas colocaciones crecieron menos que las del resto del sistema bancario pero que en cambio mantuvo una política exigente de garantías para cubrir sus riesgos, no necesitó vender cartera al Banco Central.

En segundo lugar, el desplome del crecimiento de las colocaciones y de las tasas reales de interés a partir de 1983 no puede explicarse sólo por factores macroeconómicos: aquél se debió principalmente a la descarga de cartera falsa (vencida y de alto riesgo) inducida por las medidas de intervención, liquidación y saneamiento de la banca. Estas medidas desactivaron el crecimiento autoalimentado de las colocaciones y la consiguiente presión sobre las tasas de interés.

3. Saneamiento y recuperación de la solvencia

La crisis financiera de comienzos de los ochenta llevó a un primer plano de la política económica la necesidad de recuperar la solvencia de la banca nacional y de reducir el sobre-endeudamiento interno y externo. Sin embargo, la falta de información confiable sobre la calidad de la cartera y de la situación patrimonial de las instituciones financieras condicionó en tres aspectos relevantes el posterior proceso de recuperación de la solvencia de bancos y deudores: i) en la incertidumbre respecto de cuáles instituciones serían intervenidas y/o liquidadas, ii) en el número de años que tomó ese proceso, que en definitiva se extendió entre 1981-87, y iii) en la adopción de sucesivos programas de envergadura creciente, en la medida que se aquilató la gravedad de los problemas financieros.

Entre 1981 y 1986, se liquidaron instituciones financieras y materializaron diversos programas de traspaso de cartera mala al Banco Central; hubo recapitalizaciones de instituciones financieras bajo diversas modalidades; varias reprogramaciones masivas de deudas, entre 1983 y 1985, además de programas de acceso a divisas a precios preferenciales para deudores en moneda extranjera (Chamorro, 1985; Ramírez, 1985; Olmos, 1985; Feller, 1987).

El cuadro 4.5 resume los costos de los diversos programas de rescate de la banca y de los deudores, los que en conjunto involucraron recursos públicos estimados en el equivalente al 35% del PIB.

Cuadro 4.5
Costo de los programas de rescate de la banca
(Como porcentaje del PIB)

1. Liquidación de instituciones financieras	10.5
2. Programa de compra de cartera	6.0
3. Programa del dólar preferencial	14.7
4. Programas de reprogramación de deudores	1.6
5. Capitalismo popular	2.4
Total	35.2

Fuente: Sanhueza (1999).

Los referidos costos constituyeron en realidad transferencias de riqueza o ingreso en favor de instituciones, empresas y personas a fin de restablecerles su solvencia, y han representado una carga para quienes aportaron los recursos correspondientes, o bien se han traducido en una merma del gasto público en inversiones sociales y otros usos de alto valor alternativo.

La liquidación de 16 instituciones financieras –que a septiembre de 1981 representaban el 20% de las colocaciones del sistema– derivó en que el Estado asumiera sus pasivos e intereses, a través del Banco Central en el caso de aquéllas que lo fueron entre 1981-82. Para aquellas instituciones liquidadas en 1983, también se hicieron cargo de los pasivos domésticos la Tesorería de la República y el Banco del Estado; en este último caso se incluyó también a los pasivos externos. Los recursos públicos involucrados en todo este proceso se han estimado en el equivalente al 10.5% del PIB (véase el cuadro 4.5).

Para enfrentar el problema de insolvencia de bancos y sociedades financieras no liquidadas, hubo dos programas de venta de pasivos al Banco Central, con compromiso de su posterior recompra a partir de los excedentes que generaran esas instituciones. Las colocaciones en poder del Banco Central originadas por este traspaso constituyen el mejor indicador del nivel alcanzado por la cartera incobrable en poder de las instituciones financieras no liquidadas: a fines de 1987, las colocaciones en poder del Banco Central representaban el 30% del total del sistema, equivalían a casi tres veces sus capitales y reservas y al 25% del PIB. Ello, sin considerar los créditos malos de bancos y sociedades financieras nacionales que fueron liquidados. El costo de recursos públicos involucrado en estas operaciones representó un 6% del PIB.

Para enfrentar los problemas de pago de los deudores en moneda extranjera, principalmente derivados de la fuerte devaluación del peso ocurrida en 1982, el Banco Central definió diferentes alternativas que les permitieron acceder a un tipo de cambio inferior al de mercado. Los costos de esta política fueron muy significativos, aproximándose al 14.7% del PIB (Sanhueza, 1999; Eyzaguirre y Larrañaga, 1991).

Asimismo, con el propósito de capitalizar las instituciones intervenidas, se introdujo el programa de “capitalismo popular”, para

lo cual los bancos acogidos a éste emitieron nuevas acciones, estableciéndose estímulos tributarios y crediticios para su adquisición. Su costo en términos de recursos públicos se ha estimado en el equivalente a un 2.4% del PIB. No obstante el nombre del programa, los beneficios tributarios se concentraron en quienes tenían acceso a recursos para adquirir las acciones, que en su mayoría no fueron sectores de menores ingresos.

A todo lo anterior se sumaron diversos programas masivos de reprogramación de deudas, que beneficiaron principalmente a empresas medianas y pequeñas y a los deudores hipotecarios. Los recursos públicos comprometidos bordearon el equivalente a 1.6% del PIB.

4. Reformas a la regulación y supervisión prudencial de la banca

Las modificaciones introducidas a la Ley General de Bancos en 1986 culminaron un proceso que se había iniciado en 1980 con la clasificación, por parte de la Superintendencia de Bancos, de las carteras de crédito según categorías de riesgo.¹⁷ En 1981 también se habían ampliado sustancialmente las atribuciones del Superintendente, permitiéndole imponer prohibiciones a las decisiones de manejo de cartera por parte de aquellas instituciones que, a su juicio, presentasen inestabilidad financiera o administración deficiente.¹⁸

Esta normativa buscó proporcionar transparencia al riesgo y a la situación patrimonial de los bancos y fortalecer su situación de solvencia y liquidez. Así, los bancos y sociedades financieras debían tomar resguardos anticipados para cubrir las pérdidas esperadas (principio de pleno aprovisionamiento de los riesgos en los activos), liberando su capital y reservas para enfrentar imprevistos. Al mismo tiempo, el Estado retiró su garantía a los depósitos, exponiéndose a sus titulares al riesgo de pérdidas (principio de riesgo compartido) para que así vigilaran la solvencia

17 Ley 18 576.

18 Artículo 19 bis de la Ley Orgánica de la Superintendencia de Bancos, introducido por la Ley 18 022 de agosto de 1981.

de las instituciones financieras con que operaban. Bajo estas modificaciones de banca “bicontrolada”, la Superintendencia de Bancos y los depositantes compartirían el control y seguimiento de la solvencia.

a) Transparencia del riesgo en los activos y de la situación patrimonial

Inicialmente, los créditos fueron clasificados según el porcentaje de pérdidas esperadas: en tanto mayores los riesgos, mayores también las provisiones requeridas para cubrirlos. En 1985, esta evaluación de los riesgos se extendió al total de los activos financieros. De este modo, a fines de 1986 el 95% de los activos de la banca era objeto explícito de evaluación y todos los riesgos se encontraban plenamente provisionados. El resultado de esta evaluación comienza a ser informado al público desde 1987.

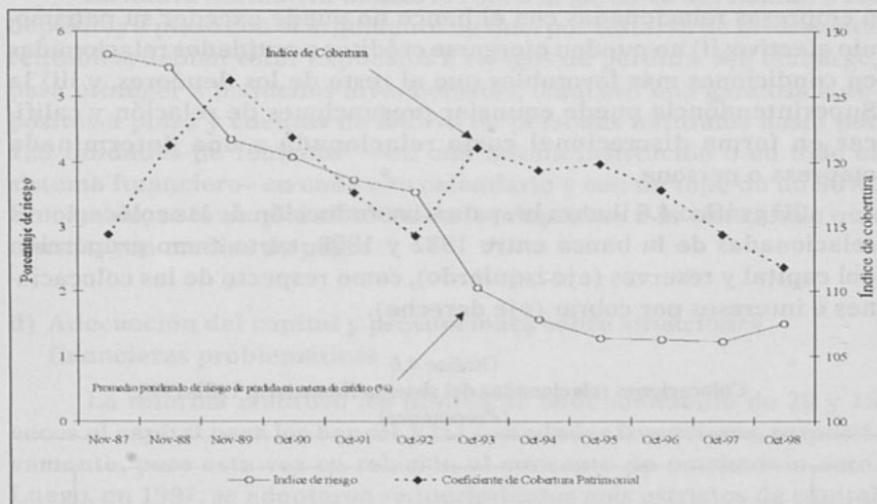
El gráfico 4.5 presenta la evolución promedio del riesgo de la banca y de su coeficiente de cobertura patrimonial.¹⁹ A partir de la publicación de estos indicadores en 1987, el riesgo (medido en el eje izquierdo) comenzó a exhibir una sistemática y sustantiva reducción, mientras que el coeficiente de cobertura patrimonial (medido en el eje derecho y en porcentaje) evidencia que la banca dispuso de provisiones más que suficientes para cubrir sus riesgos esperados de pérdida.

19 Para representar en forma sintética la situación patrimonial de un banco o sociedad financiera, se definió su patrimonio neto como: $(CyR + PROV + R - PE)$ (1)

en que: CyR = capital y reservas, PROV = provisiones, R = resultado, y PE = pérdidas esperadas en los activos. Si ese patrimonio se divide por el capital y reservas contables, se obtiene el coeficiente de cobertura patrimonial: $(cp) = (CyR + PROV + R - PE) / CyR$. (2)

En consecuencia, si $cp < 1$, la institución tiene pérdidas esperadas no provisionadas y un compromiso patrimonial equivalente a la diferencia con uno.

Gráfico 4.5
Riesgo de cartera de crédito del sistema financiero y su cobertura, 1987-1998



Fuente: Elaborado sobre la base de cifras de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

b) Limitación del riesgo de créditos relacionados

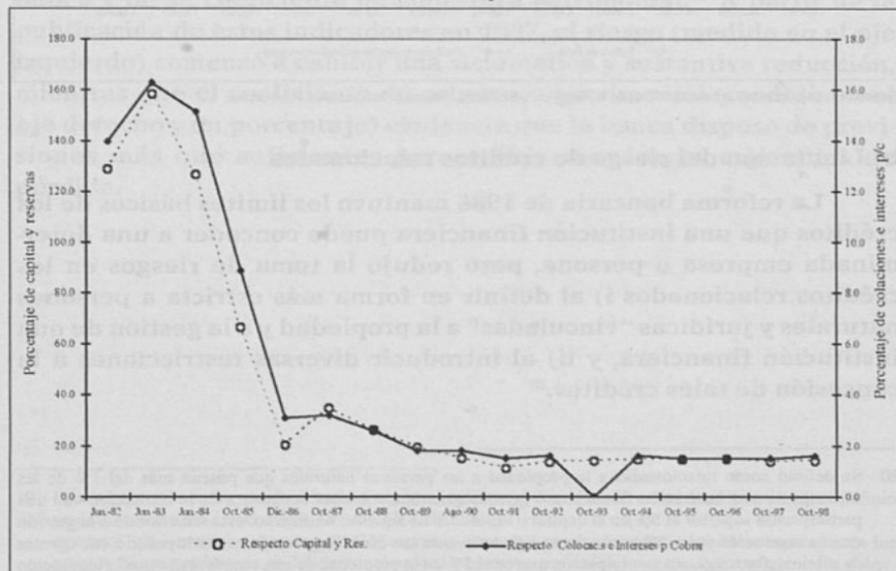
La reforma bancaria de 1986 mantuvo los límites básicos de los créditos que una institución financiera puede conceder a una determinada empresa o persona, pero redujo la toma de riesgos en los créditos relacionados i) al definir en forma más estricta a personas naturales y jurídicas “vinculadas” a la propiedad y a la gestión de una institución financiera, y ii) al introducir diversas restricciones a la concesión de tales créditos.²⁰

20 Se definió como relacionadas a la propiedad a las personas naturales que posean más del 1% de las acciones de una institución financiera o que integren una sociedad accionista de la institución con una participación superior al 5% en el capital o utilidades de aquella. Asimismo, está relacionado a la gestión de una institución todo integrante de su directorio o de sus cuadros gerenciales, incluyendo a sus agentes de oficina, que tenga una participación mayor al 5% en la propiedad de una empresa a la que la institución financiera extiende créditos. El interés de las autoridades por continuar avanzando en el control de los riesgos de la cartera relacionada se expresa en la reciente discusión en torno a la supervisión consolidada de conglomerados financieros. Véase, por ejemplo, Larraín (1997).

A su vez, el otorgamiento de créditos relacionados quedó –entre otras– sujeto a las siguientes normas: i) el total de créditos a personas o empresas relacionadas con el banco no puede exceder su patrimonio efectivo; ii) no pueden otorgarse créditos a entidades relacionadas en condiciones más favorables que al resto de los deudores, y iii) la Superintendencia puede enunciar presunciones de relación y calificar en forma discrecional como relacionada a una determinada empresa o persona.

El gráfico 4.6 ilustra la sustantiva reducción de las colocaciones relacionadas de la banca entre 1982 y 1998, tanto como proporción del capital y reservas (eje izquierdo), como respecto de las colocaciones e intereses por cobrar (eje derecho).

Gráfico 4.6
Colocaciones relacionadas del sistema financiero, 1982-1998
(Porcentajes)



Fuente: Elaborado sobre la base de cifras de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

c) Retiro de la garantía del Estado a los depósitos

La nueva normativa bancaria retiró la garantía del Estado a los depósitos a plazo con el argumento de que, por tratarse de inversiones rentables, debían estar expuestos a riesgos de pérdida. Sin embargo, para proteger a pequeños inversionistas, mantuvo una garantía a depósitos a plazo y cuentas de ahorro de personas naturales hasta por 120 unidades de fomento²¹ –en una misma institución o en todo el sistema financiero– en cada año calendario y con un tope de un 90%. En cambio, se la amplió al 100% de los depósitos a la vista, dado que constituyen medios de pago.

d) Adecuación del capital y presunciones sobre situaciones financieras problemáticas

La reforma mantuvo los límites de endeudamiento de 20 y 15 veces el capital para los bancos y las sociedades financieras, respectivamente, pero esta vez en relación al concepto de patrimonio neto. Luego, en 1997, se adoptaron requerimientos más estrictos de capital en función de los riesgos de los activos propuestos por el *Comité de Basilea*, disponiéndose que el patrimonio efectivo no puede ser inferior al 8% de los activos ponderados por riesgo.

Una de las características relevantes de la nueva normativa fue su carácter preventivo, permitiendo que el supervisor pueda actuar sobre la base de presunciones respecto de la solvencia de una institución financiera. Así, se definió dos situaciones problemáticas, que a su vez originaron medidas progresivamente más enérgicas de intervención: la inestabilidad financiera y los problemas severos de solvencia.

Se presume que un banco o sociedad financiera cae en situación de inestabilidad financiera y/o de administración deficiente cuando i) exhibe tres o más estados financieros mensuales con pérdidas que superen el 10% del capital pagado y reservas en un mismo año calendario; ii) recurre a créditos de urgencia del Banco Central en tres o más meses del mismo año calendario y iii) otorga créditos a

21 Una unidad de fomento equivale a US\$31 de 1999.

personas relacionadas en condiciones más favorables que a terceros, o bien concentra créditos a dichas personas por un monto superior a su capital pagado y reservas. Con la posterior adopción de los criterios de capital del *Comité de Basilea*, la normativa complementó la definición de presunciones de inestabilidad financiera.²²

Así, para superar cualesquiera de esas situaciones, los accionistas quedan obligados a aportar nuevo capital en un plazo breve. Si ello no ocurre o si la Superintendencia estimase insuficiente el aporte de capital, la institución no puede aumentar sus colocaciones –salvo en instrumentos financieros del Banco Central.

La adopción de los criterios de capital del *Comité de Basilea* también se tradujo en presunciones acerca de problemas severos de solvencia y en la definición de las consiguientes medidas correctivas. Se presume que un banco o sociedad financiera exhibe severos problemas cuando i) el capital y reservas, deducidas las pérdidas del ejercicio, es inferior al 2% de los activos totales netos de provisiones exigidas; ii) el patrimonio efectivo, deducidas las pérdidas, es inferior al 5% de los activos netos de provisiones exigidas y ponderados por riesgo, y iii) el banco mantiene con el Banco Central créditos de urgencia vencidos cuya renovación es denegada.

En estos casos, el directorio del banco debe elaborar un convenio con sus acreedores para capitalizar total o parcialmente los depósitos u otras obligaciones; ampliar sus plazos; remitir parte de las deudas y cualquier otro objeto lícito para su pago, cuya finalidad sea recuperar la solvencia del banco.²³ Si la Superintendencia de

22 También se configura una situación de inestabilidad financiera cuando i) el capital pagado y reservas, una vez deducidas las pérdidas durante un ejercicio, sea inferior al 3% de los activos totales, netos de las provisiones exigidas; (ii) el patrimonio efectivo, deducidas las pérdidas acumuladas, caiga por debajo del 8% de los activos netos de provisiones y ponderados por los riesgos; y (iii) por efecto de pérdidas en el ejercicio se desprenda que, de mantenerse ese ritmo durante los siguientes seis meses, el banco quedará incluido en una de las dos situaciones anteriores. Se mantuvo la presunción de inestabilidad financiera basada en el otorgamiento de créditos a personas relacionadas.

23 Los bancos en situación de inestabilidad financiera o con problemas de solvencia también pueden convenir préstamos a dos años con otros bancos, los que se computarán como capital. Esta medida se orienta a incentivar la participación del sistema bancario en la recuperación de la solvencia de una determinada institución.

Bancos establece que lo anterior es insuficiente, las proposiciones de convenio hubieran sido rechazadas o el banco no posee la solvencia para continuar operando, procederá a su liquidación forzosa –previo acuerdo favorable del Banco Central.

Finalmente, la evidencia relativa al vínculo entre los incrementos en la cartera de créditos riesgosos o incobrables y las presiones sobre las tasas de interés pasivas (dado que aquélla no provee un flujo de caja y por tanto requiere una constante demanda por fondos), dio lugar a una presunción adicional de inestabilidad financiera. Se suponen inestables aquellos bancos o sociedades financieras cuyas tasas pasivas exceden en un quinto o más las tasas promedio pagadas por instituciones de su mismo tipo durante tres meses o más de un mismo año.²⁴ En tal caso, rigen las mismas medidas correctivas aplicadas a las instituciones financieras presuntamente inestables.

e) Ampliación del giro e internacionalización de la banca

Las modificaciones introducidas en 1997 a la Ley de Bancos ampliaron el giro de estas entidades: mediante la constitución o participación mayoritaria en sociedades filiales, pueden ofrecer servicios de *factoring*, custodia y transporte de valores, cobranza de créditos, bursatilización (securitización) de títulos y corretaje de seguros excluyendo a los previsionales. Y a través de sus agencias de valores o corredores de bolsa, también están facultados para colocar acciones de primera emisión de sociedades anónimas abiertas.

Las reformas también permitieron la internacionalización de la banca, mediante créditos e inversiones financieras efectuadas directamente desde Chile, el establecimiento de sucursales u oficinas de representación en el exterior y la adquisición directa de acciones de bancos y sociedades complementarias al giro establecidas en el extranjero.

Es aún prematuro evaluar los efectos de las nuevas disposiciones orientadas a ampliar el giro de la banca y su internacionalización.

24 Ley Orgánica de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, artículo 19 bis.

Las sociedades filiales creadas por los bancos han optado primordialmente por el corretaje de seguros y en general los nuevos negocios no se han expandido a los ritmos esperados, en parte debido a la menor tasa de crecimiento de la economía chilena a partir de la crisis asiática. En el ámbito externo, las colocaciones de sociedades filiales se han focalizado en instrumentos con grado de inversión de países más desarrollados, lo cual se explica parcialmente por las fluctuaciones de las economías de la región, que han inhibido un mayor desarrollo de las colocaciones transfronterizas.

5. Desempeño del sistema bancario en la década de los noventa

Tras las reformas de 1986 al régimen de regulación y supervisión de la banca y los esfuerzos desplegados en 1982-87 para recuperar su solvencia, el sistema bancario chileno ha exhibido un encomiable desempeño tanto respecto de ese indicador como en su eficiencia.

Como se observa en los cuadros 4.1 y 4.6, las tasas reales de crecimiento de las colocaciones de crédito se han mantenido en línea con el ritmo de expansión del PIB desde comienzos de los noventa; los créditos relacionados cayeron desde 1993 a un 1.5% de las colocaciones y a un 14% del capital y reservas, y también desde entonces la cartera vencida se sitúa en torno al 1% de las colocaciones. Por su parte, el gráfico 4.5 señala una constante reducción del riesgo de la cartera de crédito, el cual arrojó un promedio de 1.5% en 1994-98.

Según muestra el cuadro 4.2, las tasas reales medias de interés sobre los activos y los pasivos cayeron a menos de la mitad desde 1986, en comparación con las tasas existentes pre-crisis financiera, ubicándose desde 1993 en torno a niveles del 9% y 6%, respectivamente.

Asimismo, las tasas de rentabilidad se aproximaron al 20% entre 1986 y 1995, principalmente influidas por gastos de cartera que sólo representaron el 1% de los activos (véase el cuadro 4.3). Por último, el coeficiente de cobertura patrimonial se ha mantenido en el rango 115-120 (medido en porcentajes), indicando que las provisiones exceden con creces las pérdidas esperadas en los activos (cuadro 4.6).

Cuadro 4.6
Evolución de indicadores de riesgo y solvencia de la banca, 1980-1998
(Porcentajes)

	1980	1981	1982	1983-1985	1986-1989	1990-1992	1993-1995	1996-1998
Proporciones								
1. Colocaciones relacionadas								
- como proporción de colocaciones totales			14.0	13.4	2.7	1.6	1.5	1.5
- como proporción de capital y reservas			128.8	117.1	25.1	13.3	14.3	14.3
2. Cartera vencida como proporción de colocaciones								
	1.1	2.3	4.1	6.9	2.5	1.7	0.9	1.1
3. Porcentaje de riesgo promedio en la cartera de crédito								
					5.2	3.8	1.6	1.3
4. Coeficiente de cobertura patrimonial								
					120.7	117.9	120.1	114.7

Fuente: Elaborado sobre la base de estadísticas de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Ese desempeño refleja no sólo el reforzamiento de la regulación y supervisión prudencial: también ha sido resultado del crecimiento promedio cercano al 7% del PIB chileno durante el período 1986-98 y del entorno macroeconómico estable y favorable para los resultados de la banca.

Sin embargo, la contracción de la economía chilena desde mediados de 1998 y el posterior proceso de ajuste que redujo el crecimiento del PIB a -0.1 en 1999 elevó los niveles de riesgo y de cartera vencida. No obstante éstos se mantuvieron en bajos niveles, la regulación y supervisión prudencial –referida tanto a normas externas como internas a los bancos– motivó que las propias instituciones financieras reclasificaran sus riesgos de cartera y aumentasen significativamente sus provisiones requeridas y voluntarias.²⁵ En medio de la recesión de 1999, todos los bancos cumplieron con los requerimientos de capital mínimo equivalente al 8% de los activos ponderados por riesgo, e incluso 26 de las 32 instituciones existentes, con un 75% de las colocaciones totales de la banca, exhibían una razón que excedió al 10%.

25 Véase Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (1999).

6. Conclusión y reflexiones finales

El intenso proceso de liberalización de sistema financiero iniciado en 1974 tuvo entre sus principales motivaciones eliminar el régimen de represión financiera que hasta entonces lo caracterizaba. En un contexto de acelerado crecimiento económico y altas tasas de rentabilidad aparente de la banca, las autoridades carecieron de información necesaria para supervisar la solvencia de estas instituciones. El proceso fue además desnaturalizado porque la reprivatización de bancos, instituciones financieras y empresas productivas entre 1975-1978 condujo a la formación de grupos económicos, permitiéndoles adquirir esas empresas con crédito bancario. Los grupos emplearon el control obtenido sobre los bancos para eludir ampliamente las normas atinentes a colocaciones relacionadas. Ello y las laxas prácticas internas a bancos e instituciones financieras desembocó en un desmesurado proceso de expansión crediticia.

El control de la solvencia sectorial descansó en procedimientos tradicionales, que no contemplaban una apropiada medición y aprovisionamiento de los riesgos esperados, ni la entrega a los depositantes de información sobre la calidad de la cartera. Al no divulgar apropiadamente los riesgos de la cartera crediticia, el enfoque que inspiró la liberalización financiera desconoció totalmente las características de los sistemas financieros y la existencia de riesgos morales y de garantías implícitas asumidas por el Estado chileno.

La precaria calidad de la cartera de créditos exhibida por la banca a comienzos de los ochenta se evidencia en un traspaso de créditos incobrables al Banco Central, equivalente a entre un 20% y 30% promedio de las colocaciones totales de bancos y sociedades financieras durante 1982, y en la significativa participación que dentro de aquéllas tuvieron las colocaciones relacionadas (estimada conservadoramente en un 50%). Mediciones recientes señalan que los dos mayores bancos privados nacionales, propiedad de grupos económicos, traspasaron al Banco Central un 50% y un 60% de sus colocaciones. En contraste, el Banco del Estado no necesitó hacerlo, por cuanto estableció límites a su riesgo de crédito y recurrió a más garantías crediticias.

Estos antecedentes avalan la tesis de que las fallas en el control de la calidad de la cartera y de la solvencia de la banca fueron determinantes en la crisis financiera de comienzos de los ochenta. La banca no fue, pues, meramente un receptáculo pasivo que recogió en créditos de alto riesgo las inconsistencias en las políticas macroeconómicas y las distorsiones en el sistema de precios. Como resultado de esas fallas de regulación y supervisión, los bancos pusieron en marcha una dinámica propia o endógena de acelerado crecimiento con una cartera de alto riesgo, cuyo efecto sobre el gasto agregado contribuyó a elevados déficit en cuenta corriente; altas tasas reales de interés, y significativas caídas en el tipo de cambio real.

Una de las principales lecciones que se desprenden de esta experiencia es que la liberalización financiera debe ir acompañada de un importante esfuerzo de fortalecimiento y modernización de la regulación y supervisión de la solvencia. Ello contribuye a prevenir que serios desequilibrios originados en el sistema financiero agudicen o desencadenen otros desequilibrios macroeconómicos. Viceversa, los avances en materia de regulación y supervisión inducidos pos-crisis financiera han permitido a la banca superar sin obstáculos las fluctuaciones macroeconómicas que afectaron a la economía chilena y fortalecido su estabilidad.

Pese a ello, no ha estado exenta de costos esta capacidad de la industria bancaria para enfrentar las consecuencias de las fluctuaciones económicas y simultáneamente mantener unos indicadores de solvencia que exceden las recomendaciones internacionales. Al hacer transparentes los riesgos de sus carteras de crédito y adoptar exigencias de provisiones que obligan a los bancos a “internalizar” los costos de conductas riesgosas, también se ha introducido un componente procíclico en la oferta de crédito, que afecta de un modo desigual a los diferentes segmentos del mercado.

En efecto, durante los períodos de auge de la actividad económica, la percepción del riesgo es baja, lo cual posibilita aumentar el crédito sin incrementos importantes en las provisiones, y contribuye a mantener en bajos niveles su costo. Pero cuando cae el ritmo de crecimiento, la percepción de riesgo se eleva, induciendo un aumento de las provisiones y del costo del crédito y, consecuentemente, una contracción de

su oferta; los segmentos cuyo riesgo percibido es más elevado (i.e. las pequeñas empresas) enfrentan una mayor restricción crediticia. Este comportamiento agudiza los ciclos económicos: las autoridades reguladoras chilenas han anticipado correctamente el fenómeno, pero no han podido evitar del todo sus consecuencias –como lo demuestra la difícil situación que la pequeña empresa ha enfrentado durante la baja actividad económica del período 1999 a 2001.

Esta conducta procíclica de la oferta crediticia también ha sido advertida en los centros financieros más desarrollados, y hay propuestas orientadas a que los riesgos sean estimados con un horizonte de más largo plazo. No obstante, las experiencias son demasiado recientes como para evaluar sus resultados.

Esta situación también ha replanteado la necesidad de que el rol de fomento de la banca pública de desarrollo recupere su protagonismo –en el marco de las prácticas modernas de regulación y supervisión. Es un hecho que la mayor exposición a fluctuaciones por parte de las economías menos desarrolladas torna más sensible la disponibilidad de crédito para las empresas de menor tamaño, reduciendo los niveles agregados de crecimiento y empleo, efectos que una banca de desarrollo podría contribuir a aminorar.

Por otra parte, la globalización financiera ha impuesto de hecho unas normas y prácticas de regulación que –aun representando un importante avance para las tareas reguladoras y supervisoras en los países avanzados– suponen desafíos de gran envergadura para autoridades y bancos de los países latinoamericanos. Así, el nuevo Acuerdo de Capital publicado por el *Comité de Basilea* en enero de 2001, en principio, se aplica sólo a los bancos con presencia internacional de países pertenecientes al *G-10*, pero en la práctica se transformará en la norma según la cual se evaluará la calidad de los sistemas bancarios de otros países.

El nuevo Acuerdo de Basilea impone nuevos desafíos en al menos tres áreas:

- Intenta ligar de forma más estrecha los requerimientos de capital con el riesgo efectivo que enfrentan los bancos, superando la práctica de establecer categorías genéricas de riesgo. Para ello,

propone métodos sofisticados de estimación del riesgo de todos los activos de la cartera, con una mayor desagregación de categorías, formas para tomar en cuenta las estrategias de cobertura adoptadas por los bancos y provisiones para cubrir los riesgos operacionales. De este modo, se obtendrían apreciaciones más ajustadas del valor monetario del riesgo (en comparación con su patrimonio) que enfrenta una determinada institución.²⁶ La adopción de esos criterios está sujeta a una intensa controversia y supondrá un importante esfuerzo de readecuación de las prácticas bancarias y de la supervisión.

- Amplía considerablemente el ámbito de la apreciación de los riesgos al proponer que ella se realice sobre una base consolidada, es decir, considerando que la presencia de conglomerados financieros conlleva mayores riesgos de contagio. Esta es un área donde la regulación y la supervisión exhiben un escaso desarrollo –tanto en Chile como en la región–, y ha sido abordada en la práctica mediante una cooperación directa, aunque informal, entre autoridades supervisoras. La creciente integración de los mercados y mayor presencia de conglomerados financieros hacen prever que ésta será un área prioritaria de preocupación en los próximos años.
- Otorga un papel más relevante a las agencias clasificadoras, cuyo *rating* de activos será parte de la estimación de los riesgos –tanto soberanos como de instituciones bancarias nacionales–, afectando los requisitos de capital exigidos a los proveedores de financiamiento externo y el costo del crédito. Dadas las calificaciones actuales de los riesgos soberanos de la región, es poco probable que en lo inmediato ocurran cambios sustantivos en estas variables. Aun así, la propuesta referida al rol de las agencias clasificadoras ha generado abundante controversia: existe escepticismo en torno a si éstas efectivamente aportan nueva información, o simplemente confirman *ex-post* expectativas autocumplidas o, peor aún, sólo recogen el influjo de oleadas de opinión; dado ello, su aporte a una regulación preventiva sería dudoso.

26 En la literatura especializada, esto corresponde a la noción de *value at risk*.

La dificultad de la tarea propuesta queda por lo demás de manifiesto en la experiencia reciente de los mercados mundiales, la cual evidencia claras insuficiencias en las apreciaciones del riesgo soberano efectuadas tanto por esas instituciones como por otras agencias. En consecuencia, sería prematuro incluirlas como uno de los factores para determinar los requisitos de capital. Si a pesar de todo ello esta tendencia hacia un mayor protagonismo de las agencias clasificadoras se institucionaliza en la práctica regulatoria de los países más desarrollados, las autoridades de América Latina deberán definir un modo de interacción con aquéllas, que posibilite una apreciación más objetiva pero también menos expuesta al contagio de los riesgos que ofrece cada país.

Referencias bibliográficas

- Baeza, S. (1981), "Operaciones bancarias", en *Aspectos legales del sector financiero*, Instituto de Estudios Bancarios, Santiago.
- Banco Central de Chile (1981), *Evolución de las principales normas que regulan el mercado financiero chileno. Período septiembre 1973-junio 1981*, Santiago.
- _____ (1989), *Indicadores económicos y sociales 1960-1988*, Santiago.
- Büchi, H. (1986), "Informe técnico", mimeo adjunto al proyecto que modifica la Ley General de Bancos, Santiago.
- Corbo, V., J. de Melo y J. Tybout (1985), "What went wrong with the recent reforms in the Southern Cone", Report DRD 128, Banco Mundial, Washington, D.C.
- Chamorro, M. (1985), "El programa de venta de cartera: balance a julio de 1985", *Información Financiera*, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, Santiago.
- Dahse, F. (1979), *El mapa de la extrema riqueza*, Editorial Aconcagua, Santiago.
- Eyzaguirre, N. y O. Larrañaga (1991), "Macroeconomía de las operaciones cuasifiscales en Chile", *serie Política fiscal 21*, CEPAL, Naciones Unidas, Santiago.
- Feller, A. (1987), "Venta de cartera al Banco Central: ¿Saneamiento real?", *Información Financiera*, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, Santiago.
- Ffrench-Davis, R. y J. A. Ocampo (2001), "Los desafíos de la globalización de la volatilidad", en R. Ffrench-Davis (ed.), *Crisis financieras en países exitosos*, CEPAL/McGraw-Hill, Santiago.
- _____ y H. Tapia (2001), "Tres variedades de políticas frente a la abundancia de capitales en Chile", en R. Ffrench-Davis (ed.), *Crisis financieras en países exitosos*, CEPAL/McGraw-Hill, Santiago.
- Fontaine, J. A., (1983), "Crecimiento, recesión y mercado", *Estudios Públicos 11*, Santiago.

- Foxley, J. (1984), "Discriminación crediticia bajo libre mercado: el caso de la industria chilena en 1980", *Documento de Trabajo*, ICHEH, Santiago.
- Harberger, A. (1984), "La crisis cambiaria chilena de 1982", *Cuadernos de Economía*, Santiago.
- Held, G. y R. Szalachman (1989), "Regulación y supervisión de la banca en la experiencia de liberalización financiera en Chile (1974-1988)", *serie Financiamiento del desarrollo* 1, CEPAL, Santiago.
- Larraín, C. (ed.) (1997), *Supervisión consolidada de conglomerados financieros*, Ministerio de Hacienda de Chile, Editorial Los Andes, Santiago.
- Olmos, O. (1985), "Evaluación final del proceso de reprogramación de deudas", *Información Financiera*, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, Santiago.
- Ramírez, G. (1985), "El capitalismo popular", *Información Financiera*, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, Santiago.
- Sanhueza, G. (1999), "La crisis financiera de los años ochenta en Chile: Análisis de sus soluciones y su costo", *Economía Chilena*, vol. 2, N° 1, Banco Central de Chile, Santiago.
- Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (1984 y 1985), *Información Financiera*, Santiago.
- _____ (1999), *Evolución de la industria bancaria en 1998*, Santiago.