



La Transformación Económica de Chile

Felipe Larraín B. y Rodrigo Vergara M.

EDITORES

Rodrigo Acuña
Cristián Aedo
Harald Beyer
Fernando Coloma
Gabriel Del Fávoro
Sebastián Edwards
Eduardo Engel
Ronald Fischer
Juan Andrés Fontaine
Alexander Galetovic

Dominique Hachette
Arnold Harberger
Augusto Iglesias
Ricardo Katz
Ricardo Paredes
Andrés Reinstein
Patricio Rojas
Francisco Rosende
Aristides Torche

CENTRO DE ESTUDIOS PUBLICOS



Capítulo 9

Reforma Financiera en Chile

ANDRÉS REINSTEIN A. • FRANCISCO ROSENDE R.

El proceso de reformas económicas en Chile se inició en un contexto de crisis económica y social. La implementación de dichas reformas encontró sus obstáculos más difíciles en una delicada situación económica inicial y en la inexperience de los agentes económicos para desenvolverse sin el tutelaje gubernamental¹. Hasta entonces los incentivos prevalecientes en la organización económica estaban puestos en la negociación con las autoridades de aspectos tales como los precios que se fijaban para los bienes que producía cada sector, el nivel de protección y, eventualmente, las condiciones de financiamiento por parte de las agencias estatales.

Posiblemente fue en el sector financiero donde se hizo más evidente la inexperience de los chilenos frente al funcionamiento de los mercados liberalizados. En términos generales, tanto la literatura académica de la época² como la falta de experiencias similares de liberalización que pudieran servir de ejemplos, motivaron para que las autoridades y analistas tuvieran la percepción de que el mercado financiero no era tan diferente de otros mercados, como los de liberalización de precios — en este caso, de la tasa de interés — y la eliminación de restricciones de propiedad serían condiciones suficientes para conseguir el adecuado desarrollo del crédito. La realidad posterior enseñó que el proceso de liberalización de la economía tras el levantamiento de los controles financieros podía ser más complejo. La aparición recurrente de ciclos de actividad requería definir criterios para la intervención en este sector. Era necesario analizar eventuales problemas de comportamiento en la conducta de los depositantes, y establecer normas adecuadas para enfrentar el problema que plantea la existencia de "créditos privilegiados" de un cierto banco o financiera a empresas de propiedad de sus accionistas, así como, en una primera etapa, la economía chilena vivió que algunas tasas de interés reales eran coherentes con el buen desempeño de la economía, y en qué medidas los alejamientos de este rango inducían la presencia de distorsiones en el funcionamiento del mercado del crédito.

Como se describe en la sección II, el proceso de reformas económicas chileno se inicia en el contexto de profundas crisis económicas y sociales, lo que motivó la implementación de reformas económicas.



ANDRÉS REINSTEIN A. Ingeniero Comercial, Universidad de Chile. MBA, Universidad de Chicago. Gerente de Análisis Internacional, Banco Central de Chile.
email: areinste@condor.bcentral.cl



FRANCISCO ROSENDE R. Ingeniero Comercial, Universidad de Chile. Master en Economía, Universidad de Chicago. Decano de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, Pontificia Universidad Católica de Chile.
email: frosende@volcan.facea.puc.cl

Agradecemos los valiosos comentarios de Sergio de la Cuadra, Günther Held, Cristián Larraín, Luis Hernán Paul y Rodrigo Vergara. También agradecemos la colaboración de Miguel Robles y Paola Gallardo en la elaboración de este trabajo.

I. INTRODUCCIÓN

A mediados de los años setenta se inició en Chile un profundo proceso de reformas, con el propósito de instaurar una economía de mercado. La implementación de dichas reformas encontró sus obstáculos más difíciles en una delicada situación económica inicial y en la inexperiencia de los agentes económicos para desenvolverse sin el tutelaje gubernamental¹. Hasta entonces los incentivos prevalecientes en la organización económica estaban puestos en la negociación con las autoridades de aspectos tales como los precios que se fijarían para los bienes que producía cada sector, el nivel de protección y, eventualmente, las condiciones de financiamiento por parte de las agencias estatales.

Posiblemente fue en el sector financiero donde se hizo más ostensible la inexperiencia de los chilenos frente al funcionamiento de las reglas del mercado. En términos generales, tanto la literatura académica de la época como la falta de experiencias similares de liberalización que pudieran servir de ejemplo se combinaron para que las autoridades y analistas tuvieran la percepción de que el mercado financiero no era tan diferente de otros mercados, por lo que la liberalización de precios —en este caso, de la tasa de interés— y la asignación de derechos de propiedad serían condiciones suficientes para conseguir un eficiente mercado del crédito. La realidad posterior enseñó que el proceso de “acomodo” de la economía tras el levantamiento de los controles financieros podía ser lento. La aparición recurrente de ciclos de actividad requería definir criterios explícitos de ajuste para este sector. Era necesario analizar eventuales problemas del tipo *moral hazard* en la conducta de los depositantes, y establecer normas específicas para enfrentar el problema que plantea la existencia de “créditos relacionados” de un cierto banco o financiera a empresas de propiedad de sus dueños, etc. Más aún, en una primera etapa, la economía chilena tuvo que aprender qué niveles de tasas de interés reales eran coherentes con el buen desempeño de la economía, y en qué medidas los alejamientos de este rango indicaban la presencia de distorsiones en el funcionamiento del mercado del crédito.

Como se describe en la sección II, el proceso de reformas económicas chileno se inicia en el contexto de profundos desequilibrios macroeconómicos, los que se resumen en un cuadro cercano a la hiperinflación, junto con un sistema de precios altamente distorsionado, tras décadas de intervención estatal en la asignación de recursos. Todo ello en un contexto de altos aranceles a la importación, y una extendida red de herramientas de protección de tipo paraarancelario.

¹ Aun cuando una evaluación rigurosa de esta hipótesis requeriría de un tratamiento empírico *ad-hoc*, el que excede los objetivos de este documento, la evolución observada por diferentes indicadores de desarrollo financiero, a los que frecuentemente se hace referencia aquí, sugieren la existencia de un importante proceso de aprendizaje (*learning by doing*) por parte de los agentes que participaron en dicho mercado, del tipo usualmente analizado en los estudios de crecimiento económico.

Desde otro ángulo, se puede afirmar que el mismo carácter de la actividad financiera, en cuanto consiste esencialmente en canalizar recursos hacia proyectos cuyo resultado final depende en último término de la evolución que siga la economía, hace que la inestabilidad actúe como una especie de impuesto a este tipo de actividades. En esta perspectiva, es importante mencionar que a comienzos del proceso de reformas la economía chilena no sólo se caracterizaba por una muy elevada inflación y un distorsionado sistema de precios, sino que además por un grado no despreciable de incertidumbre con respecto al futuro de las instituciones económicas, e incluso de la propia política económica².

En términos generales, es posible sostener que el desarrollo y sofisticación que observa el mercado financiero chileno a fines de los 90 es el resultado tanto del progreso alcanzado en la configuración de un ambiente de estabilidad macroeconómica, como también del aprendizaje logrado por los intermediarios y público en general, con respecto al funcionamiento de este tipo de mercados.

El objetivo del presente trabajo consiste en describir y analizar los principales hitos dentro de la política de desarrollo del mercado financiero iniciada a mediados de los 70. En particular, se hace énfasis en las dificultades que encontró este proceso, y las políticas aplicadas por la autoridad para sortearlas. Con el propósito de acotar la presentación, ésta se concentrará en el mercado financiero — bancos y financieras —, sin entrar en un análisis global del mercado de capitales. Ciertamente la trayectoria del mercado bursátil merece un análisis específico, al igual que el mercado de seguros y otros segmentos del mercado de capitales. Sin embargo, por el análisis de la evolución del sistema bancario desde el inicio de las reformas es posible describir adecuadamente los principales aspectos de lo que podría denominarse "la reforma financiera". Por otra parte, una reforma importante, desde el punto de vista de su repercusión sobre el desarrollo del mercado financiero, cual es la reforma del sistema de pensiones, se analiza en el capítulo 11 de este volumen.

II. SITUACIÓN INICIAL

Al iniciarse el proceso de liberalización financiera a mediados de los 70, la economía chilena se caracterizaba por importantes desequilibrios macroeconómicos, junto con una participación casi exclusiva del gobierno en la actividad finan-

² De acuerdo con Fontaine (1988), sólo fue en 1975 —cuando la verificación de un drástico shock adverso en los términos de intercambio llevó a abandonar la gradualidad con que se estaba enfrentando el proceso de reformas en general, y el programa de estabilización en particular— que se adoptó una definición por parte de las autoridades políticas en orden a seguir un proceso de liberalización conducente a implementar una economía de mercado. Sin embargo, la suerte del grupo de economistas que lideraba las reformas, y en consecuencia el destino de éstas, nunca estuvo definida, como lo prueba el giro que ocurrió en el enfoque de política económica en 1984, como secuela de la "crisis de la deuda externa".

ciera. En efecto, en 1971 el gobierno de Salvador Allende materializó el control total del proceso de intermediación y crédito de la economía, al estatizar la totalidad de la banca privada, que se añadía al Banco del Estado, el cual incluso antes de ello tenía una importante participación de mercado³.

El control estatal de la actividad financiera llevó a canalizar el crédito hacia las denominadas "empresas del área social", conformadas por las empresas intervenidas por el gobierno. A modo de ilustración, cabe mencionar que en septiembre de 1973, cuando se da el "golpe de Estado" que derriba al régimen socialista, el 50% del crédito bancario se canalizaba al "área social", a una tasa de interés nominal de 5%, en circunstancias de que la economía se encaminaba a una hiperinflación (Cuadro 1).

CUADRO 1
INDICADORES ECONÓMICOS 1970-1979

Año	Crecimiento PIB (%)	Inflación (%) (1)	Cuenta Corriente (% del PIB)	Saldo Fiscal (% del PIB) ⁽²⁾	Tipo de Cambio Real (1986=100)	Términos de Intercambio (1974=100)
1970	2,1	34,9	-0,9	-6,7	-	-
1971	9,0	22,1	-1,8	-15,3	-	-
1972	-1,2	163,4	-3,2	-24,5	-	-
1973	-5,6	605,9	-2,7	-30,5	-	-
1974	1,0	369,2	-0,5	-5,4	-	100,0
1975	-13,3	343,3	-6,4	-2,0	-	53,7
1976	3,2	197,9	1,4	4,0	-	58,7
1977	8,3	84,2	-3,9	0,4	57,1	54,1
1978	7,8	37,2	-6,8	1,6	68,1	53,5
1979	7,1	38,9	-5,6	4,8	70,2	59,6

(1) Se utilizó como deflactor el IPC corregido de Cortázar y Marshall (1980) a partir de 1973.

(2) Superávit del Sector Público No Financiero. Superávit (+), déficit (-).

Fuente: Banco Central de Chile.

A mediados de los 70, la economía chilena mostraba un enorme déficit fiscal (del Sector Público No Financiero), el que en 1973 alcanzó a un 30,5% del PIB y, como consecuencia, una tasa de inflación que de acuerdo a los cálculos oficiales era del orden de 500%, no obstante que estimaciones privadas la situaban en torno a 1.000% en dicho año. Como resultado de la creciente inflación, los salarios reales observaron una caída superior a 50% en 1973, la que se prolongó en los años siguientes, tras la puesta en marcha de un programa de estabilización.

³ En 1973, el Banco del Estado tenía una participación del 67% de los créditos totales de la banca en moneda nacional, del 72% de los créditos en moneda extranjera, del 57% de los depósitos en moneda doméstica y del 53% de los depósitos en moneda extranjera (Cuadros 3 y 3A).

Dado el cuantioso déficit fiscal que se configuró en el período 1970-1973, las autoridades de entonces hicieron un uso intenso del impuesto inflación como mecanismo de financiamiento del fisco. Así, mientras la tasa de encaje sobre los depósitos era cercana al 100% en 1973, a las empresas públicas —que representaban a esta altura la casi totalidad de la economía— se les solicitaba que mantuvieran altos saldos de caja. De este modo se explica que en 1973 el dinero como porcentaje del producto (M1/PIB) alcanzó a un 21,8%, no obstante la alta tasa de inflación prevaleciente (Cuadro 2). Una vez que la privatización de empresas promovió un manejo más eficiente de las finanzas en éstas, dicho coeficiente cayó a 9,6% en 1974 y 8,5% en 1975. Desde luego, esta caída en el grado de monetización de la economía hacía más urgente la necesidad de equilibrar las finanzas públicas, debido a que la recaudación procedente del impuesto inflación se redujo en forma significativa.

CUADRO 2
DINERO Y SUS COMPONENTES
(% del PGB)

	C	D1	M1	D2	M2
1970	4,4	5,8	10,2	0,8	11,0
1971	7,1	9,8	16,9	0,8	17,7
1972	12,1	11,0	23,1	0,2	23,3
1973	8,4	13,5	21,8	0,1	22,0
1974	3,8	5,8	9,6	0,3	9,9

C: (Circulante): billetes y monedas en libre circulación, en poder del sector privado no financiero, menos la caja en moneda nacional del sistema financiero.

D1: Depósitos en cuenta corriente mantenidos por el sector privado en el sistema financiero, netos de canje privado.

M1: Dinero privado = C+D1.

D2: Depósitos a plazo del sector privado en el sistema bancario comercial

M2: M1+D2.

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

Por otro lado, este bajo nivel de monetización limitaba las posibilidades de avanzar en forma decidida en el proceso de liberalización financiera, al menos en términos de reducción de la tasa de encaje, la que en un contexto de alta inflación constituía un fuerte impuesto sobre la actividad financiera. Tanto por las necesidades de financiamiento del fisco como por la percepción de que podía ser una herramienta eficaz de política monetaria para contener el crecimiento del dinero y la inflación, las tasas de encajes se mantuvieron elevadas por varios años, como veremos a continuación.

A las dificultades que planteaba el proceso de ordenamiento macroeconómico, dado el cuadro descrito, en 1975 se añadió una caída cercana a 45% en el nivel de los términos de intercambio, todo lo cual llevó a las autoridades a modificar el programa de ajuste de tipo "gradualista" hasta entonces vigente, por una estrategia de shock. Como consecuencia de esta política, el superávit del sector público no financiero pasó de un -5,4% del PIB en 1974 a un -2,0% en 1975 y un 4,0% en 1976. El saldo en la cuenta corriente de la balanza de pagos evolucionó de un déficit de 6,4% del PIB en 1975 a un leve superávit en 1976. Por su parte, el PIB se contrajo en 13,3% en 1975, para iniciar en 1976 un período de rápida recuperación. La inflación cayó de un 369,2% en 1974 a 343,3% en 1975 y 197,9% en 1976 (Cuadro 1).

Es obvio que en un contexto macroeconómico como el descrito resultaría altamente complejo el logro de un mercado financiero eficiente y estable. Contra este propósito conspiraban el bajo nivel de monetización inicial de la economía y la falta de familiaridad de los agentes económicos con el manejo de "variables de precio"⁴ en el mercado financiero, como en lo relativo a la administración de riesgo.

CUADRO 3
COLOCACIONES DE LA BANCA COMERCIAL Y BANCO DEL ESTADO
(En porcentajes)

	Moneda Corriente			Moneda Extranjera		
	Bancos Comerciales	Banco del Estado	Total	Bancos Comerciales	Banco del Estado	Total
1970	48,1	51,9	100,0	43,8	56,2	100,0
1971	39,3	60,7	100,0	25,3	74,7	100,0
1972	35,6	64,4	100,0	15,2	84,8	100,0
1973	33,3	66,7	100,0	27,8	72,2	100,0
1974	39,8	60,2	100,0	41,6	58,4	100,0

Fuente: Banco Central de Chile, *Boletines mensuales*.

⁴ Como quedó en evidencia en la segunda mitad de los 80, la economía chilena tuvo que atravesar por un duro camino hasta lograr un grado de aprendizaje significativo en lo que se refiere a la administración de las variables mencionadas. Más adelante se examina con detalle esta transición.

CUADRO 3A
DEPÓSITOS DE LA BANCA COMERCIAL Y BANCO DEL ESTADO
(En porcentajes)

	Moneda Corriente			Moneda Extranjera		
	Bancos Comerciales	Banco del Estado	Total	Bancos Comerciales	Banco del Estado	Total
1970	53,6	46,4	100,0	80,5	19,5	100,0
1971	51,2	48,8	100,0	72,0	28,0	100,0
1972	44,5	55,5	100,0	62,2	37,8	100,0
1973	43,3	56,7	100,0	47,5	52,5	100,0
1974	48,5	51,5	100,0	56,5	43,5	100,0

Fuente: Banco Central de Chile, *Boletines mensuales*.

III. SE INICIA LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA

III. 1. El contexto de esta reforma

Dentro del espíritu del proceso de reformas económicas iniciado a mediados de los 70, era evidente que la liberalización de las tasas de interés, junto con la eliminación de criterios de selectividad en la asignación del crédito, eran aspectos esenciales del mismo. Cabe mencionar que en dicha época alcanzaron una importante influencia los trabajos de McKinnon⁵ y Shaw⁶, en los que se destacan los costos de la "represión financiera" sobre el funcionamiento de las economías. En particular, parece haber alcanzado una importante influencia entre los economistas el planteamiento de McKinnon en torno a las virtudes, y en particular el liderazgo que podría tener el desarrollo del mercado financiero sobre el conjunto de reformas en marcha. En sus propias palabras: "Una vez puesto en su lugar el perno monetario, síguense, de manera natural, las estrategias adecuadas para liberalizar el comercio exterior y racionalizar la política de impuestos y gastos"⁷.

Los criterios esenciales detrás de la política financiera eran los mismos que sustentaban la liberalización de cualquier otro mercado: la liberalización del precio —en este caso, la tasa de interés— permitiría una asignación eficiente de recursos, mientras que la libre entrada y salida de los privados era una condición

⁵ R. McKinnon (1973).

⁶ E. Shaw (1973).

⁷ McKinnon, *op. cit.*, p. 4.

necesaria para el buen funcionamiento del mercado. Por su parte, el gobierno debía establecer el marco institucional dentro del cual se desarrollarían los contratos financieros y mantenerse tan al margen como fuese posible de la operatoria del mercado.

Las discusiones más importantes en los inicios de este proceso estuvieron relacionadas con el tipo de instituciones que configurarían el mercado financiero. No obstante que inicialmente existiera una cierta segmentación del mercado financiero, al establecerse en la ley de bancos la figura de una "banca comercial", "una banca de desarrollo", que trajo consigo los "bancos de fomento", y las "financieras", la legislación fue evolucionando hacia un esquema del tipo "multibanca".

En el plano regulatorio, desde el inicio del proceso de liberalización del mercado financiero se percibe una cierta tensión entre "liberalizar" y "regular", como consecuencia del hecho de que la filosofía del modelo económico en implementación suponía una activa presencia del mercado en la asignación de recursos, en un marco de precios libres, donde la gestión del gobierno se orientaba por el "principio de subsidiariedad", lo que en este caso implicaba básicamente definir un marco regulatorio adecuado. Sin embargo, este enfoque de política sufre sus primeras dificultades con la liberalización de las tasas de interés, lo que lleva esta variable a niveles extraordinariamente elevados en términos reales. En este contexto se plantea la discusión en torno a si es posible dejar que el mercado sostenga tales niveles o, en su defecto, que las autoridades intervengan determinando tasas de interés reales positivas, pero coherentes con el normal funcionamiento de la economía. La definición de una estrategia de política no parece haber sido de fácil solución al interior del equipo económico, por cuanto tras la primera liberalización de tasas se volvió a fijarlas por un período, para más tarde proceder a la liberalización definitiva.

Otro aspecto que refleja la tensión que hubo entre el objetivo de lograr un mercado financiero libre y eficiente, y la necesidad de establecer un cierto marco regulatorio, se evidenció en el tratamiento del tema del "seguro de depósitos". El planteamiento de las autoridades fue que si el mercado financiero era libre y privado, no correspondía que se otorgara una garantía estatal sobre los depósitos. No obstante, la reiteración de episodios en los que las autoridades debieron comprometer recursos para permitir que entidades financieras en dificultades pudieran honrar sus deudas contribuyó a alimentar la tensión entre el rol regulatorio de la autoridad y el objetivo de consolidar un mercado financiero libre y privado. La discusión relativa al vínculo que debe darse entre el tipo de obligaciones que contraen los intermediarios financieros, esencialmente los bancos, y la regulación coherente con ello, no se plantea sino hasta después de la crisis financiera de comienzos de los 80. Retornaremos luego sobre este tema.

Un punto adicional para mencionar con respecto al entorno dentro del cual se desarrolló el proceso de liberalización del mercado financiero, y su implicancia sobre el tema de la experiencia antes mencionado, se refiere al hecho de que a comienzos de los 70, cuando se inicia el proceso de reformas chileno, el cuadro dominante en los mercados financieros del mundo era de un alto grado de inter-

vención de las autoridades en el funcionamiento de éstos, lo que se manifestaba, por ejemplo, en controles sobre las tasas de interés, y a menudo sobre la asignación del crédito. En este sentido, la inexperiencia a la que hemos hecho mención antes en relación a la mecánica de funcionamiento del mercado financiero no era una característica exclusiva del caso chileno, sino que más bien representaba un rasgo propio del área. Desde luego, la situación prevaleciente a fines de los 90 es sustancialmente distinta.

III. 2. Implementación de la reforma financiera

En marzo de 1974, el Ministerio de Planificación⁸, presentó a la opinión pública el siguiente conjunto de medidas conducentes a lograr la liberalización y desarrollo del mercado financiero⁹.

1. Dejar al acuerdo de las partes la determinación de todas las tasas de interés, con la excepción de la tasa nominal a menos de un año.
2. Abandonar el control administrativo del crédito y reducir los encajes a niveles moderados.
3. Permitir la reajustabilidad de todos los instrumentos financieros de mediano y largo plazo.
4. Reformar la ley tributaria y de crédito, con el propósito de establecer que sólo constituye "interés" la parte del pago recibido por un depósito que excede el capital reajustado.
5. Permitir, tanto a los bancos hipotecarios como a las Asociaciones de Ahorro y Préstamo (AAP), dedicarse a la intermediación de créditos de largo plazo para cualquier fin y usando cualquier instrumento de largo plazo.
6. El gobierno subsidiaría a las AAP, las que tenían la mayor parte de su cartera comprometida a bajas tasas de interés, con el fin de evitar su quiebra.
7. Autorizar a todos los bancos y AAP a conceder créditos de consumo.
8. Terminar con la fijación de primas de seguros
9. Reformar la previsión, tendiendo hacia un sistema de capitalización individual.
10. Fomentar la competencia en el mercado de capitales.
11. Reformar los requisitos de emisión de valores, para asegurar la entrega del máximo de información al inversionista.

En la primera etapa del proceso de reformas, el gobierno concentró sus esfuerzos en la eliminación del control selectivo del crédito y en la devolución de las empresas intervenidas al sector privado. Como se señaló, el retorno de las em-

⁸ Entonces denominado Odeplán.

⁹ Una descripción detallada de las medidas adoptadas por la autoridad con el propósito de desarrollar el mercado financiero se encuentra en Valdés (1992).

presas a manos privadas elevó la eficiencia en la gestión de las mismas, lo que en el corto plazo se tradujo en una fuerte caída en la demanda por liquidez de la economía, que se manifestó en la contracción del coeficiente M1/PIB desde un 22% en 1973 a un 9% en 1974.

No obstante la voluntad de las autoridades en orden a avanzar en la liberalización financiera, la necesidad de enfrentar un proceso de ordenamiento de las cuentas fiscales en el contexto de un severo shock adverso de términos de intercambio en 1975 —la caída más violenta en ese campo que había enfrentado la economía chilena desde la Gran Depresión de los años 30— llevó a mantener un intenso uso del impuesto inflación como fuente de financiamiento fiscal. Ello se tradujo en la mantención de altas tasas de encaje sobre los depósitos (Cuadro 4) por un período prolongado.

Es importante realizar algunas precisiones con respecto al listado de medidas expuesto. Por un lado, la libertad de tasas de interés quedó limitada para el caso de las operaciones entre particulares a menos de un año, en tanto se prohibía que la tasa pactada superara en 50% la tasa media fijada por el Banco Central o, en su defecto, la determinada por la Superintendencia de Bancos, a base de lo observado en el mercado. Por otro lado, se autorizó la creación de "sociedades financieras", entidades cuya orientación era captar depósitos del público y otorgar préstamos de corto plazo. Estas entidades tenían libertad para establecer la tasa de interés en sus operaciones de corto plazo.

Como resultado de la libertad de determinar las tasas de interés de corto plazo y la débil regulación que enfrentaban, estas entidades observaron un fuerte crecimiento en los años siguientes. Este rápido crecimiento, en un contexto donde prevalecía en el público la impresión de que las autoridades se encontraban comprometidas con la solvencia del sistema financiero, sin que éste contara con un marco regulatorio adecuado, llevó a frecuentes quiebras de este tipo de sociedades, constituyéndose en una fuente de inestabilidad, tanto para el sector como para la economía en su conjunto.

Como se señaló, aun después del inicio del proceso de reformas las tasas de encajes sobre los depósitos bancarios se mantuvieron elevadas, lo que contribuyó a mantener altos *spreads* entre las tasas "activa" y "pasiva" (Cuadro 6). La explicación de esta lenta caída en los encajes parece estar en la necesidad de recaudar el impuesto inflación por un lado, y por el otro, en las dificultades que encontraba el Banco Central para restringir el crecimiento de la oferta de pasivos financieros líquidos, como resultado de la importante presencia de las "financieras" en este proceso.

Casi dos años después de la dictación del conjunto de medidas antes mencionado, fueron eliminados los límites cuantitativos del crecimiento del crédito del sistema bancario. La demora en abandonar esta restricción se explica esencialmente por las dificultades macroeconómicas que enfrentaba el país. Por un lado, el Banco Central tenía problemas para controlar la oferta de dinero, como consecuencia del importante rol que asumieron las "financieras"—tanto formales como "infor-

CUADRO 4
TASAS DE ENCAJE 1969 - 1974
(En porcentajes)

	Desde 1/02/69	Desde 1/05/70	Desde 1/1/70 Stgo. Valpo.	Resto país	Desde 1/5/71 Stgo. Valpo.	Resto País	Desde 1/12/71 Stgo. Valpo.	Resto país	Desde 1/9/72 Stgo. Valpo.	Resto País	Desde 1/8/73 Stgo. Valpo.	Resto país	Desde 1/1/74	Desde 1/10/74
Moneda corriente														
Depósitos a la vista														
Tasa básica	51	49	49	20	49	20	62	20	83	20	90	20	80	100
Sobretasa	75	75	75	—	75	—	75	—	75	—	90	20	95	80
Ahorro vista														
(Banco del Estado)	—	—	—	—	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Depósitos a plazo														
Tasa única	18	18	18	8	18	8	18	8	18	8	18	8	40	8
Sobretasa	18	18	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ahorro plazo														
(Banco del Estado)	—	—	—	—	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Moneda extranjera														
Depósitos a la vista														
Tasa básica	—	—	—	—	—	—	20	20	20	20	20	20	20	20
Depósitos a plazo														
Tasa única	—	—	—	—	—	—	8	8	8	8	8	8	8	8

Fuente: Banco Central de Chile, *Memorias 1970-1974*.

CUADRO 5
TASAS DE INTERÉS Y ENTRADA DE CAPITALES

Año	Crecimiento PIB (%)	Tasa interés real cobrada 90-365 días	Tasa interés real pagada 90-365 días	Flujo neto de capitales (% del PIB)
1977	8,3	-	15,5	4,3
1978	7,8	-	17,5	12,6
1979	7,1	22,9	14,4	10,8
1980	7,7	15,3	8,4	11,5
1981	6,7	14,5	13,1	14,4
1982	-13,4	16,9	12,0	5,0

Fuente: Banco Central de Chile, *Boletines mensuales*.

TASAS DE ENCAJE 1976-1980
(En porcentajes)

Período	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo 30 - 89 días	Depósitos a plazo 90 días - 1 año
Mayo 76 - diciembre 77			
Tasas iniciales	85	55	55
Tasas finales	59	20	8
Enero 78 - julio 78			
Tasas iniciales	59	20	8
Tasas finales	42	20	8
Agosto 78 - marzo 79		Sin cambios	
Abril 79 - diciembre 79			
Tasas iniciales	42	19	8
Tasas finales	42	8	8
Enero 80 - diciembre 80			
Tasas iniciales	21	7	7
Tasas finales	10	4	4

Fuente: En De la Cuadra y Valdés (1992), Banco Central de Chile.

COLOCACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO*

Año	En moneda nacional (Mill. de \$)	En moneda extranjera (Mill. de US\$)	Millones de \$ 1977	Total % del PIB
1978	84.690	2.265	103.407	32,08
1979	165.703	2.257	184.354	32,34
1980	336.888	5.747	384.378	52,17
1981	530.470	7.948	596.150	66,01
1982	547.543	6.354	600.050	70,29
1983	677.023	4.761	716.366	67,54
1984	1.013.477	3.762	1.044.565	73,09

* Incluye al Sistema Bancario Comercial, Sociedades Financieras y Banco de Fomento.

Fuente: Banco Central de Chile, *Boletines mensuales*.

CUADRO 6

TASAS DE INTERÉS REAJUSTABLES EFECTIVAS PAGADAS POR LOS BANCOS EN OPERACIONES DE 90 A 365 DÍAS

MESES	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Enero		12,7	19,5	18,1	12,6	6,0	13,5	12,5	6,9	10,8	5,9	3,6	4,3	5,3	10,6	6,2	4,5	6,2	6,6	5,9	6,8	6,9
Febrero		12,8	19,5	19,8	13,1	9,7	15,8	9,6	8,3	7,8	5,4	3,5	4,3	5,5	11,8	6,1	4,8	6,3	6,7	5,9	6,7	6,8
Marzo		13,5	19,3	16,6	13,1	12,4	14,7	8,3	7,5	7,8	5,1	3,8	4,2	5,7	13,3	5,7	5,5	6,4	6,6	5,9	6,6	6,6
Abril		13,7	15,9	18,1	9,4	16,1	16,0	8,6	5,4	9,1	4,6	3,9	4,1	5,7	11,7	5,5	5,1	6,4	6,6	5,9	6,9	6,5
Mayo		14,7	17,0	17,4	7,3	10,3	20,7	8,2	7,0	10,2	4,4	4,0	4,1	5,8	11,0	5,5	5,0	6,6	6,6	5,9	7,2	6,5
Junio		16,3	16,8	17,9	7,0	18,1	15,6	8,3	7,9	8,7	3,9	4,4	4,5	6,3	9,5	5,3	5,0	6,4	6,5	5,5	7,2	6,3
Julio		16,2	16,8	15,1	6,9	14,9	15,0	8,7	8,0	7,6	3,6	4,3	4,9	6,7	9,2	5,2	4,9	6,7	6,4	5,4	7,1	6,4
Agosto	10,2	16,6	17,0	10,8	6,3	17,9	10,0	6,8	8,1	7,9	3,4	4,3	4,7	6,9	8,8	5,3	5,2	6,5	6,3	5,4	7,0	6,3
Setiembre	11,4	16,6	17,0	10,1	6,8	18,2	7,3	5,1	11,0	7,7	3,3	4,8	5,1	7,5	8,5	5,3	5,6	6,4	6,3	5,3	7,0	6,2
Octubre	11,8	17,0	17,0	9,2	6,3	14,1	5,7	5,3	9,1	7,4	3,1	5,1	5,0	8,6	7,3	5,3	5,4	6,3	6,1	5,7	7,1	6,2
Noviembre	12,4	18,0	17,5	8,9	5,9	12,8	5,5	5,2	7,5	6,9	3,3	4,8	4,7	8,6	5,9	5,0	6,0	6,3	6,0	6,5	7,0	6,2
Diciembre	12,4	18,3	17,5	11,7	6,3	7,4	5,9	6,1	14,7	6,2	3,5	4,5	5,0	8,8	6,0	4,8	6,0	6,4	5,9	6,9	6,8	6,5

TASAS DE INTERÉS REAJUSTABLES EFECTIVAS COBRADAS POR LOS BANCOS EN OPERACIONES DE 90 A 365 DÍAS

MESES	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Enero				25,0	19,2	12,2	19,7	10,0	8,4	9,9	9,0	6,9	7,3	8,1	13,6	9,2	7,7	9,0	9,4	8,8	9,2	9,2
Febrero				22,4	18,2	11,9	16,1	12,2	9,0	9,3	8,6	6,9	7,4	8,2	14,9	9,2	7,6	9,1	9,7	8,7	9,1	9,0
Marzo				26,1	18,6	13,0	16,2	11,4	7,9	9,2	8,5	6,8	7,3	8,4	16,5	8,8	8,3	9,0	9,6	8,7	9,0	9,1
Abril				25,9	16,8	14,2	19,3	9,5	8,3	9,4	8,3	7,0	7,0	8,3	15,3	8,4	8,2	9,1	9,4	8,7	9,4	8,9
Mayo				26,2	16,6	14,8	21,0	9,2	7,6	9,7	4,9	7,1	7,5	8,6	15,1	8,8	8,0	9,3	9,5	8,6	9,6	8,9
Junio				27,0	14,6	14,8	20,5	10,5	8,3	9,2	7,6	7,0	7,5	8,8	14,0	8,8	7,8	9,1	9,5	8,3	9,6	8,7
Julio				24,7	14,4	14,4	23,2	9,3	8,7	9,7	7,6	7,2	8,4	9,0	13,3	8,2	8,0	9,6	9,2	8,2	9,5	8,7
Agosto				17,1	13,7	13,3	19,0	9,7	9,1	10,0	7,2	7,4	8,0	9,4	12,7	8,5	8,0	9,3	9,3	8,0	9,3	8,7
Setiembre				22,4	12,8	13,7	14,6	9,3	10,1	9,6	6,9	7,5	7,5	9,9	13,1	8,1	8,2	9,3	9,1	8,0	9,4	8,5
Octubre				20,9	13,2	17,2	13,3	9,0	10,2	9,3	6,8	8,0	7,9	11,1	11,7	8,1	8,3	9,3	9,0	8,4	9,5	8,5
Noviembre				20,0	12,9	18,7	10,8	9,7	9,6	9,0	7,0	7,9	8,0	11,5	10,0	8,0	8,8	9,4	8,8	8,9	9,3	8,5
Diciembre				18,1	13,3	16,0	10,4	8,2	10,4	8,9	6,6	7,5	7,7	11,7	9,2	7,7	8,8	9,3	8,8	9,2	9,2	8,7

Fuente: Banco Central de Chile, *Boletines mensuales*

males"— dentro del mercado. Por el otro, las dificultades fiscales, en el contexto de una fuerte caída en la actividad hicieron necesario mantener un uso intenso del "impuesto inflación" como medio de financiamiento, tal como se indicó anteriormente. La combinación de ambos factores conspiró contra la liberalización del crecimiento del crédito bancario antes de abril de 1976¹⁰.

Un aspecto importante dentro del desarrollo del mercado financiero chileno fue la introducción de mecanismos de indexación en los contratos financieros. Éstos comenzaron a utilizarse a mediados de los 60 en las operaciones de crédito hipotecario. A partir de 1974, este tipo de cláusula quedó abierta a las demás operaciones financieras a más de un año. Finalmente, en 1976 se modificó este plazo, permitiéndose la reajustabilidad, de acuerdo con la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC¹¹), de todas las operaciones a más de 90 días. Dada la larga historia inflacionaria de la economía chilena, este tipo de mecanismo de indexación tuvo una gran importancia en el crecimiento experimentado por el ahorro financiero desde el inicio de las reformas.

IV. EL PROBLEMA DE LAS ALTAS TASAS DE INTERÉS REALES

Como se señaló, el proceso de liberalización de tasas de interés no fue sencillo ni lineal. En efecto, a mediados de 1974 se liberalizó la tasa de interés sobre los depósitos, en tanto se mantuvo controlada la tasa de colocación, la que se liberalizó casi un año después. Esta estrategia tenía por objetivo estimular el crecimiento del ahorro financiero, en un contexto donde los altos encajes favorecían la recaudación de recursos por parte del Banco Central. Por otro lado, la prolongación del control estatal sobre la tasa de interés de colocación no sólo ayudaba a contener la expansión del crédito, sino que además involucraba el supuesto de que ello permitiría acotar la inestabilidad financiera prevaleciente, dado el contexto de alta inflación y deterioro del escenario externo entonces dominante. Contra la liberalización de la tasa de interés de corto plazo conspiraba el temor de las autoridades de que ésta pudiera alcanzar niveles peligrosamente altos, desde el punto de vista del funcionamiento de la economía. De hecho, cuando finalmente se liberaliza la tasa de colocación a 30 días, en mayo de 1975, "saltó" violentamente de un nivel real cercano a 0% a 246% real¹². La mantención de este escenario de turbulencia financiera llevó a que pocos meses después se volvieran a fijar las tasas de interés de corto plazo, tanto para captación como para colocación. Sin embar-

¹⁰ Sobre la secuencia de medidas que se adoptaron en este ámbito hasta que se materializó la liberalización de límites al crecimiento del crédito bancario, véase S. De la Cuadra y S. Valdés (1992).

¹¹ La unidad de cuenta en torno a la cual se estructuraron los contratos financieros de mediano y largo plazo fue la Unidad de Fomento (UF). Ésta refleja diariamente la variación del IPC en el mes previo.

¹² De la Cuadra y Valdés, *op. cit.*, p. 15.

go, una vez que se disiparon las principales dificultades macroeconómicas de corto plazo¹³, se liberalizaron ambas tasas.

Una característica del período que siguió a la liberalización de las tasas de interés en Chile fue el alto nivel observado por dicha variable. Ello, no obstante la verificación de altas tasas de crecimiento del producto, en un contexto de ordenamiento de las cuentas externas e inflación declinante (Cuadros 5 y 6).

Se han planteado diversas interpretaciones para explicar el alto nivel observado por las tasas de interés real en el período, las que no son necesariamente excluyentes entre sí. Entre ellas cabe mencionar las siguientes:

- a) Altos costos de intermediación¹⁴. Éstos se originarían en las altas tasas de encaje sobre los depósitos, en un contexto inflacionario. Este cuadro presionaba al alza del *spread* bancario, lo que en parte explicaba el alto nivel de la tasa de colocación. Ciertamente esta hipótesis no pretende explicar el nivel persistentemente elevado de la tasa real de interés, sino más bien la situación prevaleciente en un determinado período, la que se vincula con la etapa inicial del proceso de liberalización. Las razones del alto nivel de la tasa de encaje fueron mencionadas anteriormente.
- b) Aumento del ingreso permanente tras la implementación de un conjunto importante de reformas económicas¹⁵. De acuerdo con esta hipótesis, la percepción de que dichas reformas incrementaban las perspectivas de crecimiento del país habría llevado a un aumento del consumo y la inversión, lo que presionaba sobre las tasas de interés y la cuenta corriente. Considerada aisladamente, esta interpretación resulta algo ingenua. Sin embargo, adquiere más fuerza al combinarse con otras interpretaciones, como veremos luego.
- c) Demanda "falsa" por crédito¹⁶. Esta hipótesis, propuesta por Arnold Harberger, plantea que un número importante de las empresas privatizadas durante este período generaron una demanda por crédito, la que se originaba en la percepción de sus nuevos dueños de que en algún futuro cercano serían rentables, sin realmente serlo, dados los cambios estructurales experimentados por la economía chilena¹⁷. A juicio de Harberger, la prolongación y acumulación de una demanda de crédito por parte de estas empresas no

¹³ Cabe recordar que 1975 fue el año más complejo desde el punto de vista de las dificultades de balanza de pagos, desde el inicio del proceso de reformas. Sin embargo, como consecuencia de la severidad del shock macroeconómico utilizado para corregir el desequilibrio en las cuentas externas, en 1976 la economía chilena registró un pequeño superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

¹⁴ Sjaastad y Cortés (1978).

¹⁵ F. Rosende y R. Toso (1984).

¹⁶ A. C. Harberger (1984).

¹⁷ Especialmente en lo que se refiere al grado de apertura de ésta.

viables fue un determinante de importancia de la crisis financiera de comienzos de los 80.

Un matiz de esta hipótesis surge al suponer que una parte importante de la presión sobre las tasas de interés se originó en la percepción de que las tasas de interés no podían conservar mucho tiempo los niveles extraordinariamente elevados que registraban, y que por lo tanto debían caer en un futuro próximo. Esta misma expectativa llevó a arrastrar esta demanda a los períodos siguientes, para finalmente transformarse en una "bola de nieve", como resultado del alto nivel de endeudamiento que habían acumulado las empresas.

En términos de la gestación de los problemas del sector financiero, esta hipótesis no es incompatible con la hipótesis de un aumento del ingreso permanente planteada en el punto b), en cuanto dicha percepción habría sido la fuerza que empujó a las empresas a contratar deuda para iniciar nuevos proyectos. En esta perspectiva, no puede ignorarse que el precio de los activos experimentó un fuerte crecimiento en el período previo a la crisis financiera de 1982-83, como lo indica el índice de precios de acciones en el Cuadro 7, lo que estimuló el endeudamiento de las empresas y de las personas.

- d) Problema de riesgo moral (*moral hazard*). Se habría planteado un problema de esta clase como consecuencia del respaldo oficial a los acreedores del Banco Osorno y la Unión, el cual fue intervenido a comienzos de 1977. Este banco registró problemas de insolvencia, los que se habrían originado en la quiebra de una financiera vinculada patrimonialmente con el banco. Como consecuencia de este episodio, el Banco Central estableció una garantía a los depósitos, tanto de bancos como financieras. Esta garantía era gratuita y estaba limitada a un cierto monto. Sin embargo, es evidente que la señal entregada con motivo de lo ocurrido planteaba serias dudas con respecto a una eventual asignación de pérdidas a los acreedores bancarios en episodios similares que pudieran presentarse en el futuro¹⁸.

En este escenario, se planteaba un cuadro clásico de *moral hazard*, puesto que la variable riesgo de la cartera bancaria era esencialmente un "problema del gobierno", por lo que la misión de los privados consistía simplemente en maximizar el retorno que ofrecían las diferentes instituciones financieras. Dada esta condición, se configuraba un sesgo al alza en las tasas de interés, por cuanto el nivel de ellas estaría esencialmente determinado por las instituciones "más arriesgadas"¹⁹.

Este problema de riesgo en la cartera de los bancos se acentuó en la segunda parte de los 70 como consecuencia del desarrollo de importantes

¹⁸ La importancia de este episodio en la evolución exhibida posteriormente por el sistema financiero ha sido subrayada por D. Wisecarver (1983) y F. Rosende (1984).

¹⁹ Al respecto véase F. Rosende y R. Vergara (1986).

CUADRO 7
ÍNDICE GENERAL DE PRECIOS DE ACCIONES
(Variación % real últimos 12 meses)

MESES	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Enero		18,5	44,6	115,8	61,6	45,5	33,6	-31,6	-31,1	-21,2	-11,1	42,2	116,00	5,2	15,4	33,7	19,4	70,00	8,5	29,5	15,7	-1,5
Febrero		65,1	30,8	172,1	36,6	47,5	18,1	-25,3	-36,8	0,2	-21,6	44,3	95,2	9,2	24,1	28,0	39,0	49,6	8,8	32,9	4,7	-2,5
Marzo		77,9	44,5	223,7	12,1	76,6	-3,5	-25,0	-33,3	-5,3	-19,4	66,0	68,1	13,1	25,4	35,3	39,6	51,9	-8,7	28,5	10,3	-1,7
Abril		130,6	56,1	203,8	8,8	95,2	-13,1	-27,1	-34,1	2,4	-13,1	53,2	53,5	9,2	44,1	23,3	54,6	48,1	-17,1	30,6	20,7	-7,5
Mayo		166,3	92,5	162,4	2,5	112,1	-19,0	-27,9	-35,4	7,4	-14,8	57,4	40,3	9,4	58,7	11,1	58,7	53,1	-21,4	40,8	28,1	-13,0
Junio		149,8	133,6	108,4	1,4	146,3	-31,8	-23,4	-43,1	21,3	-11,9	59,9	35,9	16,9	37,7	19,8	69,0	39,6	-16,1	41,2	25,3	-17,00
Julio		198,8	128,9	55,4	3,7	141,8	-34,0	-20,0	-41,0	16,5	-3,4	65,9	37,1	13,3	22,2	19,3	98,1	25,3	-13,0	30,4	33,8	-16,2
Agosto		131,4	99,7	57,9	7,7	114,4	-31,9	-21,4	-38,1	12,0	-3,6	73,7	53,5	2,9	15,6	25,2	112,2	10,5	-8,4	34,6	22,3	-15,8
Setiembre		91,5	83,0	55,1	14,6	110,2	-35,1	-16,0	-39,6	5,3	-1,2	77,4	70,8	-6,5	5,7	28,6	149,8	-8,1	-2,4	43,9	10,4	-13,9
Octubre		14,9	78,4	63,6	35,3	67,7	-34,3	-17,6	-37,8	0,4	18,8	61,9	58,0	-4,3	25,7	6,0	179,9	-14,3	2,7	57,5	-0,8	-12,5
Noviembre		10,4	87,9	78,7	35,9	52,7	-32,5	-24,1	-32,7	-6,3	29,5	67,5	29,0	12,6	34,2	7,9	125,7	-3,1	6,5	58,0	-7,9	
Diciembre		19,3	106,9	65,8	46,0	43,9	-32,0	-26,0	-31,7	-8,8	37,8	89,7	11,5	19,5	30,8	25,0	83,2	-2,2	19,9	39,8	-4,2	

Fuente: Banco Central de Chile, Boletines mensuales.

grupos económicos, lo que trajo consigo problemas de concentración de riesgo y cartera relacionada, factores que tuvieron un papel protagónico en la crisis financiera de comienzos de los 80.

En otras palabras, las actuaciones de la autoridad, expresadas en anuncios de políticas que eran temporalmente inconsistentes, no sólo desincentivaron el desarrollo de mecanismos privados de supervisión bancaria, sino que parece haber promovido directamente un aumento importante en el riesgo de la cartera de los bancos.

- e) Dado lo expuesto en el punto d), parece evidente que la legislación financiera vigente en Chile durante la segunda mitad de los 70 y comienzos de los 80 fue deficiente. Ello por cuanto el grado de conocimiento que tenían las autoridades de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) con respecto a la calidad de la cartera de los bancos, así como de los problemas de cartera relacionada, era claramente insatisfactorio²⁰. En particular, considerando la garantía estatal sobre los depósitos.

V. LA CRISIS FINANCIERA DE LOS 80

V. 1. El entorno macroeconómico

A partir de 1977 comienza un proceso de rápido crecimiento del endeudamiento externo, lo que contribuyó a incrementar la intermediación financiera (Cuadro 5). Este proceso se originó en diversos factores. Por un lado, era inevitable que la materialización de la reasignación de recursos inducida por la política económica iba a requerir de nuevas inversiones y financiamientos para las mismas, lo que parecía complejo de lograr con recursos domésticos a causa de la baja tasa de ahorro interna. En este sentido, era razonable esperar que el mismo proceso de transformación estructural en marcha iba a demandar un mayor aporte del financiamiento externo. Por otro lado, la combinación de bajas tasas de interés reales en los principales centros financieros, muy especialmente en los Estados Unidos, creaba un incentivo natural al influjo de capitales hacia una economía como la chilena, la que no sólo ofrecía muy altas tasas de interés, sino que había probado su voluntad de sostener un profundo proceso de reformas conducentes a elevar la eficiencia global, por la severidad y energía con la que se enfrentó el shock de

²⁰ En Sanhueza (1999) se presenta evidencia de que el tamaño de la "cartera vencida" de los bancos no fue un buen predictor de las dificultades reales de cartera de éstos, lo que se reflejó en la magnitud de la transferencia de recursos que debió realizar el Banco Central como parte de su programa de rescate.

términos de intercambio de 1975, en un contexto de severas dificultades de acceso al financiamiento externo²¹.

A esta situación cabe añadir la puesta en marcha de un proceso de liberalización financiera en los Estados Unidos a fines de la década de los 70, lo que promovió un fuerte influjo de capitales hacia las economías latinoamericanas²². Finalmente, no puede desconocerse que durante este período las autoridades estimularon, directa e indirectamente, el uso del financiamiento externo. Uno de los mecanismos que parece haber influido en forma más importante sobre la decisión de contratar créditos externos por parte de los residentes fue la implementación de una política de devaluación preanunciada ("tablita"), la que concluyó en 1979 con la fijación del tipo de cambio nominal en \$ 39 por dólar²³. La combinación de un tipo de cambio fijado, en un contexto de abundante liquidez en los mercados financieros internacionales, contribuyó a generar una fuerte expansión del gasto interno²⁴, financiado con recursos externos, lo que alimentó la inflación de precios de activos antes mencionada.

A comienzos de los 80, la economía chilena recibió los primeros impactos del severo cambio en la orientación de la política monetaria de los Estados Unidos introducido por Paul Volcker un año y medio antes. Como consecuencia de la decisión de la Reserva Federal de reducir la tasa de inflación, que a fines de los 70 se ubicaba en torno al 15%, la tasa de interés real subió violentamente en la economía norteamericana, al pasar de niveles cercanos al 0% a alrededor de 10%. Para una economía como la chilena, con un alto déficit en cuenta corriente, el incremento de la tasa de interés internacional representó un severo golpe. Por otro lado, la combinación de una caída en los niveles de actividad de las economías industrializadas, en el marco de una importante apreciación del dólar frente a las principales monedas de reserva, contribuyó a una fuerte caída en el nivel de los términos de intercambio, la que en 1981 alcanzó a alrededor de 8% (Cuadro 8).

En el plano interno, la economía chilena observó un fuerte crecimiento del gasto interno a fines de los 70, no obstante el alto nivel de tasas de interés reales prevaleciente. Como se señaló anteriormente, son diversas las interpretaciones de la situación descrita, sin embargo, cabe mencionar la influencia que parece haber jugado en esta situación el comportamiento observado por la riqueza financiera del sector privado. En particular, es importante mencionar el fuerte crecimiento

²¹ La situación política chilena fue un obstáculo para el acceso a recursos de organismos multilaterales, como también a préstamos de gobiernos.

²² Como se indica en Valdés (1989), esta liberalización tuvo una serie de deficiencias en su implementación, lo que llevó a que se originara una abundante oferta de crédito para las economías en desarrollo a fines de los 70 y comienzos de los 80, y eso contribuyó a la gestación de la crisis de endeudamiento que irrumpe a comienzos de los 80.

²³ Sobre la influencia de la política cambiaria en la contratación de deuda externa, véase F. Rosende (1992).

²⁴ En este sentido la experiencia chilena de la segunda parte de los 70 apoyaría la validez de la "crítica de Walters". Al respecto véase Rosende (1992), *op. cit.*

experimentado por el índice de precios de acciones en este período, el que acumuló un crecimiento promedio de 56,4% real entre 1976 y 1980 (Cuadro 7). Cualquiera fuese la causa última de este alto crecimiento, es evidente que era anormal, y podía perjudicar la fortaleza del sistema financiero en tanto se tratase de una "burbuja"²⁵, expuesta a ser "pinchada" por cualquier cambio macroeconómico adverso. En particular, considerando que parte importante del crecimiento experimentado por el ahorro financiero en dicho período se sustentó en una estimación de riqueza y precio de activos, como la que evidenciaba el comportamiento del índice de precios de las acciones. Queda abierta la interrogante con respecto a la forma en que podría haberse ajustado la economía a un cuadro de precios relativos altamente desalineados —altas tasas de interés y bajo tipo de cambio²⁶— en ausencia del violento shock externo de comienzos de década.

CUADRO 8
INDICADORES ECONÓMICOS 1980-1989

Año	Crecimiento PIB (%)	Inflación (%)	Cuenta Corriente (% del PIB)	Saldo Fiscal* (% del PIB)	Tipo de Cambio Real (1986=100)	Términos de Intercambio (1986=100)
1980	7,7	31,2	-7,1	6,1	60,8	132,7
1981	6,7	9,5	-14,5	0,8	52,9	122,3
1982	-13,4	20,7	-9,0	-3,4	59,0	112,1
1983	-3,5	23,1	-5,5	-3,0	70,8	114,3
1984	6,1	23,0	-10,8	-4,3	74,0	107,6
1985	3,5	26,4	-8,6	-2,6	90,9	99,9
1986	5,6	17,4	-6,7	-2,1	100,0	100,0
1987	6,6	21,5	-3,6	-0,2	104,3	109,8
1988	7,3	12,7	-1,0	0,2	111,2	125,9
1989	10,6	21,4	-2,5	1,3	108,6	124,3

* Superávit Sector Público No Financiero.

Fuente: Banco Central de Chile.

²⁵ En Arellano (1983) se plantea que una de las causas principales de la crisis financiera fue el "triumfalismo" de las autoridades, la que habría promovido un gasto excesivo en los agentes económicos y expuesto al sector financiero a un riesgo excesivo.

²⁶ Ello, además del muy elevado nivel de precios de activos, el que en buena medida —aunque no exclusivamente— reflejaba la caída experimentada por el tipo de cambio real en el período.

Como es obvio, la combinación de mayores tasas de interés internacionales y menores términos de intercambio generó un aumento en el nivel del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, el que alcanzó a un 14% del PIB en 1981. En este contexto es evidente que las necesidades de financiamiento de la economía chilena eran muy altas, por lo que ésta quedaba expuesta a un severo ajuste en sus niveles de actividad y gasto en caso de no obtenerse estos recursos.

A la dificultad que de por sí planteaba financiar un déficit en cuenta corriente como el mencionado, se añadió la irrupción de una crisis de balanza de pagos en México a comienzos de 1982, lo que se tradujo en la devaluación de la moneda doméstica, con la consecuente quiebra de la regla cambiaria vigente, la cesación de pagos por concepto de servicios de deuda externa y una aguda crisis financiera. Esta situación agudizó el temor de la banca internacional ante las perspectivas de las economías latinoamericanas, lo que contribuyó a dificultar aun más el financiamiento del exceso de gasto interno en Chile. En este marco sólo cabía llevar a cabo un severo ajuste en el nivel de gasto interno, cosa que, en un esquema de tipo de cambio nominal fijo como el entonces prevaleciente, operaba en forma "automática". En particular, bajo un esquema de tipo de cambio fijo, el incremento del tipo de cambio real requerido para equilibrar el mercado laboral, en un contexto de ajuste del gasto interno, requiere de una caída en los salarios nominales, lo que no resultaba fácil de lograr, dadas las restricciones legales entonces prevalecientes para el ajuste a la baja de los salarios reales²⁷. Así, la tasa de desempleo experimentó una fuerte alza en este período.

Las dificultades y costos inherentes al proceso de ajuste de la economía llevaron a un fuerte cuestionamiento público a la política económica seguida, y muy especialmente a la regla cambiaria. Como consecuencia de ello, a mediados de 1982 se "quebró" la regla de tipo de cambio nominal fijo entonces vigente, lo que dio origen a una devaluación nominal de 30,5%, en el segundo semestre de dicho año. Los problemas de credibilidad e incertidumbre inherentes a dicho quiebre en la política cambiaria configuraron un cuadro de inestabilidad financiera, el que se reflejó en altas tasas de interés reales y cuantiosas pérdidas de reservas internacionales para el Banco Central, situación que se prolongó por varios meses.

V. 2. El colapso financiero

En la evaluación de la crisis cambiaria de comienzos de la década de los 80, es importante puntualizar que independientemente de la eficiencia con que hubiese estado operando el proceso de ajuste de precios relativos bajo tipo de cambio fijo, la mantención de este esquema cambiario se encontraba amenazada por las dificultades que la coyuntura macroeconómica planteaba al mercado financiero. Por un lado, no obstante que el nivel de reservas internacionales del Banco Central

²⁷ Esta normativa se conocía como "la ley del piso". De acuerdo con la misma, cualquier negociación salarial debía tener como "piso" el nivel prevaleciente de los salarios reales.

alcanzaba a cubrir la base monetaria, no ocurría lo mismo con las definiciones tradicionales de dinero M1 y M2. Esto significaba que frente a un ataque intenso contra la regla cambiaria se corría el riesgo de generar una crisis de pagos en el sistema financiero. Por otro lado, la combinación de altas tasas de interés reales, por un período prolongado, junto con una aguda declinación en la actividad y empleo, planteaban un problema de insolvencia para numerosas instituciones financieras, lo que conspiraba en contra de la mantención de la política cambiaria vigente. Ello por cuanto era altamente improbable que la autoridad fuese a dejar "caer" a los bancos en dificultades, dado el antecedente que planteaba el manejo de otras experiencias previas de problemas de solvencia en los bancos, y la carencia de mecanismos de ajuste diferentes al "rescate oficial" de las instituciones con problemas²⁸.

La verificación de una aguda caída en la actividad; un importante grado de riesgo en la cartera bancaria como resultado de una deficiente supervisión financiera en el período previo, en un escenario caracterizado por problemas del tipo *moral hazard*; más la devaluación del peso, se combinaron²⁹ para generar una seria crisis financiera, la que concluyó en enero de 1983 con la intervención de cuatro bancos y cuatro sociedades financieras, al tiempo que se resolvía la liquidación de dos bancos y una financiera. Cabe señalar que entre los bancos intervenidos se encontraban los dos bancos privados más grandes, el de Chile y el Santiago. Así, tras la intervención se dio la paradoja de que el esfuerzo de liberalización financiera concluyó con más del 50% de las colocaciones totales en poder del Estado.

La fragilidad del sistema financiero había quedado en evidencia, previa a la intervención de los bancos mencionados, con la liquidación de otros seis bancos y cinco financieras entre 1981 y el 13 de enero de 1983, fecha de la última operación. En términos de sus repercusiones macroeconómicas, una implicancia directa de las dificultades financieras fue la presión sobre el tipo de cambio nominal que trajo consigo. Ello adicionalmente a la influencia de otros factores vinculados con la caída de términos de intercambio o la interrupción del flujo de crédito externo. En efecto, en 1982 el Banco Central debió incrementar la base monetaria en alrededor de 170%, como consecuencia de la liquidación de once instituciones financieras.

V. 3. Estrategia frente a la crisis

Para ilustrar la gravedad de la crisis financiera que enfrentó la economía chilena a comienzos de los 80, cabe señalar que, de acuerdo con estimaciones de la Superintendencia de Bancos, hacia el 31 de diciembre de 1984, en promedio, y

²⁸ A juicio de la escuela de pensamiento liderada por Henry Simons (1936), ésta era una debilidad estructural del sistema capitalista, por cuanto la ausencia de mecanismos de ajuste automático para el sistema bancario llevaba a que en la cocurrencia de ciclos adversos su suerte quedara en manos de las decisiones de la autoridad.

²⁹ Es un tema de debate establecer cuál fue la importancia relativa de estos factores en la crisis financiera. Sin embargo, en términos generales se puede señalar que fueron éstas las causas básicas de dicha crisis.

no considerando las pérdidas de las entidades que entraron en liquidación en el período 1981-82, la banca presentaba pérdidas esperadas en sus activos, no amparadas por provisiones, que comprometían el 200% de su capital y reservas, lo cual equivalía a un 18% del PIB de ese año³⁰. La envergadura de esta crisis financiera hizo necesaria una intensa actividad del gobierno en orden a resolverla, lo que implicó asignar pérdidas, capitalizar bancos y empresas recuperables, y "liquidar" los que no lo fueran. En este proceso, el Banco Central debió incurrir en importantes pérdidas patrimoniales, como consecuencia de las operaciones de rescate de las instituciones bancarias en dificultades.

La política de saneamiento de la banca tras la crisis se estructuró sobre la base de cuatro grandes líneas de acción:

1. Liquidación de un grupo de instituciones.
2. Compra de cartera por parte del Banco Central (programa de "deuda subordinada").
3. Apoyo a los deudores del sistema, a través de diferentes programas de reprogramación de deudas y créditos. Entre los primeros se incluye el programa de "dólar preferencial", que en la práctica representaba un subsidio cambiario para quienes estaban endeudados en dólares. Además, hubo un programa de reprogramación de deudores productivos y deudas hipotecarias, entre otros. En el segundo tipo de programas se encuentra un conjunto de líneas de crédito destinadas a impulsar la actividad económica, entre las cuales cabe mencionar: líneas de crédito para capital de trabajo, financiamiento de remuneraciones, contratación de trabajadores y reforestación, entre otras.
4. Recapitalización de la banca. Se desarrollaron diversas acciones conducentes a elevar la base de capital de los bancos. De ellas cabe destacar el denominado "programa de capitalismo popular", que consistió en el otorgamiento de un crédito fiscal para la compra de acciones de primera emisión en algunos de los bancos intervenidos. Los adquirentes de estas acciones gozaban de un beneficio tributario mientras retuvieran las mismas, en tanto que podrían disfrutar de los excedentes que generase el banco en el futuro. El excedente de utilidades se destinaría a recomprar cartera al Banco Central, mientras que los accionistas originales del banco en cuestión —denominados accionistas "clase A"— no tendrían derecho a recibir dividendos, hasta que no se hubiese recomprado completamente la cartera vencida al Banco Central.

También se estableció una línea de crédito para el fortalecimiento del sistema financiero, en la forma de un mejoramiento en la estructura de plazos.

³⁰ Al respecto véase G. Ramírez y F. Rosende (1989).

Es importante mencionar el aporte que tuvo en este proceso la reforma previsional realizada en 1980, por cuanto generó una fuerte demanda por la deuda del Banco Central, de parte de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), lo que impidió que este proceso de "salvataje" del sistema financiero se tradujera en mayores tasas de inflación. Además, la colocación de deuda interna realizada por el Banco Central, como parte del proceso de saneamiento del sistema financiero, fue facilitada por el hecho de que los niveles iniciales de deuda del sector público consolidado —Banco Central más gobierno central— eran muy bajas.

De acuerdo con estimaciones realizadas por Sanhueza (1999), el costo neto para el Banco Central de la operación de compra de cartera, actualizado a diciembre de 1997 al 5%, fue equivalente a un 4,7% del PIB, mientras que la liquidación de instituciones financieras tuvo un costo equivalente a un 8,2% del PIB.

V. 4. La crisis en perspectiva

La aguda recesión y crisis financiera que afectó a la economía chilena a comienzos de los 80 fue en cierta medida una sorpresa para los observadores externos. Se trataba de una economía que había seguido al pie de la letra las instrucciones conducentes a lograr un crecimiento sano y estable. Se eliminó el déficit fiscal, se entregó al mercado la asignación de recursos, se privatizaron empresas públicas, se renunció al uso de la política monetaria al fijar el tipo de cambio, lo que otorgaba más certidumbre al mercado en torno a las intenciones de la autoridad en cuanto a mantener equilibradas las cuentas macroeconómicas, y muy especialmente las fiscales. Sin embargo, al materializarse una severa contracción monetaria en los Estados Unidos, que condujo a un fuerte incremento en las tasas de interés reales en dólares, la economía chilena no pudo diferenciarse de otras economías de la región que también debieron romper sus compromisos cambiarios y materializar un fuerte ajuste en sus niveles de gasto agregado.

Son diversas las interpretaciones que se han hecho de esta situación, las que se encuentran íntimamente ligadas a las explicaciones del alto nivel de las tasas reales de interés antes mencionadas. En efecto, la economía chilena no sólo enfrentó a comienzos de los 80 un severo shock adverso de términos de intercambio y financiamiento, sino que lo hizo en condiciones de fragilidad financiera. Así, mientras el elevado nivel inicial del déficit en cuenta corriente evidenciaba una peligrosa dependencia del financiamiento externo, las altas tasas reales de interés que prevalecieron en la segunda mitad de los 70, en un contexto de fuerte crecimiento del crédito doméstico, indicaban la presencia de problemas al interior del mercado financiero, los que naturalmente resentían la capacidad de éste para hacer frente a shocks exógenos como los mencionados.

Desde nuestro punto de vista, las altas tasas reales de interés que prevalecieron desde el inicio de la liberalización hasta la crisis estuvieron vinculadas con la fuerte descapitalización de las empresas tras el gobierno de Allende, en un contexto de *moral hazard* con respecto al seguro de depósitos, lo que concentró la

competencia entre instituciones financieras en la variable "retorno", quedando fuera la variable "riesgo". Por otro lado, el gobierno no logró desarrollar sistemas eficientes de información que le permitieran conocer lo que realmente ocurría en los bancos. Esto era crucial, si es que la percepción generalizada de que existía un seguro sobre los depósitos iba a presionar sobre las autoridades para que lo materializaran, como finalmente ocurrió.

Al examinar las series económicas de la época, donde se encuentra a partir de la segunda mitad de los 70 un fuerte crecimiento del crédito, una marcada inflación de precios de activos, en el contexto de un creciente déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, es cuando adquiere importancia la hipótesis de Simons³¹, en términos de que el sistema financiero tradicional —donde los bancos captan depósitos (deuda no contingente) y utilizan dichos recursos para dar crédito (cuya recuperación es contingente a la evolución de la economía)— hace difícil que el Banco Central pueda sostener reglas monetarias en el tiempo. Ello debido a que en algún momento deberá romperlas para garantizar la convertibilidad de las deudas bancarias. Del mismo planteamiento de Simons se desprende que las características de una organización financiera como la expuesta hacen más complejo el proceso de asignación de pérdidas cuando una o más instituciones financieras caen en una situación de insolvencia, debido a que el sistema mencionado no tiene reglas que permitan enfrentar dicho proceso sin la intervención del Estado para definir criterios al respecto.

Por otro lado, tras casi veinticinco años de experiencia con mercados libres, a fines de los 90 llama la atención que la evolución del crédito doméstico, el precio de los activos, la tasa real de interés y la cuenta corriente no hubiesen anticipado un cierto grado de corrida contra el peso y el sistema bancario. En este sentido parece evidente que ha habido un aprendizaje sustancial, tanto en el sector privado como en los reguladores, con respecto a cuáles son las condiciones de consistencia que debe satisfacer la organización financiera, como también en lo que son rangos razonables para las variables macroeconómicas y cuáles no lo son. Parte importante de las lecciones aprendidas tras la crisis financiera de comienzos de los 80 se expresaron en las reformas a la ley general de bancos introducidas en 1986.

VI. LA REFORMA A LA LEY DE BANCOS DE 1986

VI.1. Aspectos macroeconómicos

La profunda crisis financiera y económica en la que se vio sumida la economía chilena en la primera mitad de los 80 originó un fuerte cuestionamiento al modelo de economía social de mercado que se trataba de establecer. La manten-

³¹ Una interpretación de esta hipótesis en la crisis financiera argentina de la misma época se encuentra en R. Fernández (1983).

ción de muy altas tasas de interés reales, en un contexto de alto desempleo, aun bajo altas tasas de crecimiento, y luego la recesión y colapso financiero, fueron visualizados por los críticos del modelo como signos elocuentes de las deficiencias de éste. Por otro lado la intervención de los principales bancos privados llevó a un complejo proceso de asignación de pérdidas, recapitalización y finalmente de reprivatización de bancos y empresas. También hubo importantes críticas a la forma en que se realizó la reprivatización de bancos y empresas, las que en buena medida se originaron en el uso de diferentes fórmulas para cada caso. De hecho, fue necesario ir elaborando un procedimiento para resolver los problemas de cada empresa y banco, hasta devolverlos a manos privadas, por cuanto no existían en la legislación vigente mecanismos de ajuste privados para resolver los problemas de solvencia que pudieran afectar a la banca. Más aun, tras materializarse la intervención de enero de 1983, quedó absolutamente a discreción del gobierno la suerte de dichas instituciones, como también la de las empresas que quedaron bajo el control de los bancos. Esto significa que eventualmente éstas pudieron haber permanecido bajo el control estatal.

Tras la resolución de los problemas más urgentes derivados de la crisis financiera, a partir de 1985 comenzó a estudiarse en el gobierno el marco institucional en el cual se desenvolvía el mercado financiero y su relación con la crisis reciente. En este aspecto ejercieron una influencia importante un conjunto de trabajos inspirados en los planteamientos clásicos de Henry Simons³², y lo que se conoce como el "Plan de Chicago de Reforma del Sistema Financiero"³³. En particular, es importante destacar un trabajo desarrollado por Hernán Büchi³⁴, en 1984, en el que propone la implementación en Chile de un sistema similar al planteado por Simons.

En pocas palabras, la hipótesis de Simons es que los sistemas financieros tradicionales —del tipo anglosajón— contienen un germen de inestabilidad. Ello debido a dos causas básicas: i) la existencia de un encaje fraccional sobre los depósitos, lo que lleva a los bancos y personas a comportarse como si los depósitos estuvieran plenamente respaldados en todo momento, lo que naturalmente no ocurre, y ii) el sistema bancario se encuentra estructurado sobre la base de pasivos "no contingentes" (su valor nominal de recuperación es fijo), como ocurre con los depósitos, en tanto el valor de recuperación de los créditos bancarios es esencialmente "contingente" (depende de la marcha global de la economía)³⁵. Este tipo de organización, que involucra un tratamiento disímil para los activos y pasivos bancarios, hace inevitable que la suerte de los bancos en escenarios adversos, como sería una recesión, quede en manos de los gobiernos. Lo que implica que el proceso de ajuste del sector financiero será necesariamente arbitrario, por cuanto

³² H. Simons (1936), *op. cit.*

³³ Al respecto véase, por ejemplo, A. Hart (1935).

³⁴ H. Büchi (1984).

³⁵ Una discusión de las alternativas de organización del sistema financiero se encuentra en Rosende y Vergara (1986), *op. cit.*

quedará en manos de las autoridades el definir la forma como se asignan las pérdidas de éste. Es obvio que el proceso de ajuste será largo, con los consecuentes costos que ocasiona al sector real, al demorarse la reanudación de un flujo normal de crédito a la economía.

Dado el diagnóstico expuesto, la esencia de la propuesta de Simons, replanteada en este caso por Büchi, consistía en:

- i) Aumentar el grado de protección de los bancos frente al crecimiento de los depósitos a la vista. Sin embargo, al mismo tiempo era necesario garantizar plenamente este tipo de depósitos.
- ii) Introducir un cierto grado de riesgo en los depósitos a plazo en el sistema bancario. Este riesgo sería limitado, y sólo estaría restringido a los depósitos a plazo cuyo vencimiento fuese mayor que diez días desde la implementación de medidas de ajuste en un determinado banco. La parte de los depósitos a plazo no cubierta por la garantía estatal se transformaría en acciones del banco, en un contexto en el que la implantación de medidas de ajuste llevaba automáticamente a cambios en el directorio y la administración de éste.
- iii) Aumentar las obligaciones de información por parte de los bancos, con el propósito de facilitar la supervisión —privada y pública— de éstos.

En lo que se refiere al punto i), la propuesta no era elevar la tasa de encaje³⁶ sobre los depósitos, sino forzar a un mayor respaldo de éstos con deuda pública o del Banco Central, en lo que se denominó "reserva técnica". Esta alternativa aparecía más adecuada que la elevación del encaje, considerando la historia inflacionaria de la economía chilena y la necesidad de reducir los costos de intermediación, los que se habían mantenido en altos niveles en la segunda mitad de los 70.

Con el punto ii) se pretendía promover un mayor interés de las personas en el riesgo de sus depósitos, lo que contribuiría a evitar que la competencia entre las instituciones bancarias se restringiera al tema de "la rentabilidad o interés" sobre aquéllos, como había ocurrido anteriormente. Además, la eventual capitalización de una parte de los depósitos a plazo de un banco con problemas de solvencia evitaba en su proceso de ajuste la intervención del gobierno y la dictación de normas discrecionales por parte de éste. De hecho, la misma capitalización, junto con el cambio de administración del banco, les daba a los depositantes la oportunidad de recuperar su inversión, en tanto se introdujeran los cambios necesarios en las políticas del banco.

Por último, la existencia de adecuada información acerca del estado de los bancos, como se plantea en el punto iii), era un requisito básico dentro de este

³⁶ La propuesta original de Simons consistía en establecer un encaje de 100% sobre los depósitos, los que en su propuesta sólo serían "a la vista".

sistema. Ello no sólo para promover una mejor supervisión de éstos, sino que en particular para detectar tempranamente la ocurrencia de dificultades, de modo que el tipo de ajustes planteado en ii) fuese factible de implementar. En otras palabras, es poco probable que fuese políticamente factible materializar capitalizaciones significativas de los depósitos a plazo de los bancos. De hecho, en este caso es muy probable que la presión sobre las autoridades por parte de los depositantes impida adoptar algún tipo de acción en este sentido. Luego, la disponibilidad de un diagnóstico oportuno de la situación de liquidez y solvencia de los bancos era un aspecto esencial dentro de este marco.

En 1986 se aprobó una reforma a la legislación bancaria, la que contiene los elementos expuestos³⁷. En ella se establece la obligación de los bancos de mantener en caja, o en documentos del Banco Central, todo exceso de depósitos a la vista por encima de 2,5 veces el capital pagado y reservas. También se incluye, en la mencionada reforma legal, una garantía sobre el 90% de los depósitos a plazo —por persona— con un tope de aproximadamente US\$ 4.000. En lo que se refiere a los depósitos a la vista, éstos se encuentran plenamente garantizados, y en el evento de involucrar un compromiso de recursos por parte del Banco Central para hacer efectiva esta garantía, la ley lo transforma en “acreedor preferente” de la institución en dificultades.

En lo que se refiere a la información del estado de las instituciones financieras, la ley señala que la SBIF entregará, al menos tres veces al año, información al público de la situación de las instituciones financieras. Además, se le otorga al sector privado una responsabilidad en este proceso de evaluación, por cuanto la ley señala que cada entidad debe contar con al menos dos evaluadores privados.

La reforma a la ley, aprobada en 1986, establece claramente las actividades que los bancos e instituciones financieras pueden realizar. Dentro de éstas se encuentran otorgar préstamos con o sin garantía, descontar letras de cambio, pagarés y otros, adquirir, ceder y transferir efectos de comercio, efectuar cobranzas, pagos y transferencias de fondos, efectuar operaciones de cambio, avalar letras de cambio y otorgar fianzas simples y solidarias en moneda nacional, emitir boletas o depósitos de garantía, recibir valores y efectos en custodia, servir de agentes financieros de instituciones y empresas nacionales, extranjeras o internacionales, para la colocación de recursos en el país, invertir en sociedades filiales autorizadas, como fondos mutuos, corredoras de bolsa y empresas de leasing.

Estas actividades se encuentran sujetas a una serie de regulaciones. Por ejemplo, hay límites a los créditos que se pueden otorgar a un mismo deudor, límites a la posición en distintas monedas, obligaciones de calce de plazos y otras. En cuanto a los créditos a empresas relacionadas al grupo controlador del banco, se estable-

³⁷ Las reformas introducidas en la ley de bancos, junto con un análisis de las mismas, se exponen en P. Brook (1992).

cieron límites y se normó que no se pueden otorgar créditos a personas naturales o jurídicas vinculadas directa o indirectamente a la propiedad o gestión del banco en términos más favorables que los concedidos a terceros en operaciones similares.

La ley de 1986 también avanzó significativamente en términos de los nuevos negocios que pueden desarrollar los bancos. En efecto, se les autorizó para abrir diversas filiales, las que se agrupan bajo dos conceptos. Primero están aquellas filiales "que complementan el giro bancario", las que se dividen en intermediación de valores y prestación de servicios financieros. Dentro del primer grupo están las agencias de valores, las corredoras de bolsa, los fondos mutuos y las administradoras de fondos de inversión. Dentro del segundo, las empresas de leasing, las administradoras de tarjetas de crédito y las empresas de asesoría financiera. El segundo concepto en el que se agrupan las filiales es el de "sociedades de apoyo al giro bancario". En este grupo están las empresas dedicadas a la administración de cobranzas y las redes de transferencia electrónica.

La ampliación de las actividades bancarias se hizo manteniendo una estricta separación entre lo que es el negocio tradicional y los negocios de las filiales. Para esto, la ley utiliza distintos tipos de regulaciones. Primero, la formación de una filial debe hacerse con lo que se denomina "capital segregado" del banco. Es decir, si un banco desea invertir parte de su capital propio en una filial, el aporte se resta del capital del banco para el cálculo de los distintos márgenes (deuda/capital, etc.). Segundo, la ley establece que las filiales deben tener "gerente, personal, local, equipamiento y servicios independientes de sus entidades financieras propietarias". Es decir, se limita la utilización conjunta de recursos entre el banco y las filiales. Tercero, los créditos del banco a las filiales están sujetos a límites.

Se establece una razón deuda a capital de 20 veces. De traspasarse este límite se presume que el banco ha incurrido en hechos que hacen temer por su situación financiera y se inician los procedimientos dispuestos por la ley para regularizar su situación. Los pasivos bancarios tienen distintos niveles de protección. Por ejemplo, los depósitos a la vista tienen la primer prioridad sobre los activos. Los depósitos a plazo, cuentas de ahorro, bonos no subordinados, deuda externa, pasivos contingentes, pactos de recompra de instrumentos financieros y otros pasivos similares tienen la siguiente prioridad. Después están los bonos subordinados y, finalmente, la obligación subordinada con el Banco Central. Las letras hipotecarias, por otra parte, son pasivos que se encuentran respaldados por las colocaciones hipotecarias, por lo que el resto de los pasivos del banco no tiene acceso a éstas en una liquidación.

Los encajes a los depósitos a la vista y a plazo u otras obligaciones los determina el Banco Central. En la ley orgánica del mismo se dictamina que dicho encaje no podrá sobrepasar en promedio el 40% para obligaciones a la vista y el 20% para obligaciones a plazo y otras. Además, se introdujo el concepto de "reserva técnica" antes mencionado.

Los límites a las tasas de interés sobre los depósitos a la vista y las normas sobre los sistemas de reajuste son resorte del Banco Central³⁸.

Una de las principales innovaciones de la legislación de 1986 tiene relación con las provisiones que se exige a los bancos por sus créditos riesgosos. Se trata de castigar aquellos créditos impagos y otras colocaciones que se estiman que tienen riesgos superiores a los normales. El objetivo de la normativa es estimar el capital económico del banco, que es el relevante para implementar una legislación eficiente.

También se norma respecto al reparto de dividendos. Se establece que si hubiese perdido una parte del capital o del fondo de reserva legal, no podrán repartirse dividendos mientras no se haya reparado la pérdida. Tampoco podrán repartirse dividendos si la razón deuda/capital supera el límite de 20, o si se infringen los márgenes a los créditos antes mencionados. Finalmente, se establece que los bancos no pueden repartir dividendos provisorios.

Resulta interesante la forma en que la ley encara los eventuales problemas de solvencia de un banco. En primer lugar, se crea la figura de capitalización preventiva, según la cual si la razón deuda/capital excede del límite legal (20 veces) o si se presume con cierta certeza que se excederá este límite en el futuro, el directorio del banco deberá llamar a una junta de accionistas para incrementar el capital del banco. De no hacerlo, sus colocaciones no podrán aumentar y tampoco puede realizar inversiones. Por otra parte, de detectarse problemas de insolvencia, el directorio del banco deberá presentar "proposiciones de convenio" a sus acreedores dentro de un plazo de 10 días desde que se detectaron dichos problemas. Dichas proposiciones podrán referirse a capitalización de créditos, ampliación de plazos, remisión de deudas y cualquier otro objeto lícito relativo al pago de las deudas. La Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras deberá aprobar dichas proposiciones de modo que se asegure que efectivamente resuelve el problema del banco. De esta manera se obliga a accionistas y acreedores a sentarse a conversar para dar solución a sus problemas sin la intervención del Estado. Por último, también se le da al resto de la banca privada la posibilidad de ayudar a capitalizar a la institución que está en problemas.

Las instancias anteriores no implican que la figura de la intervención estatal no se mantenga. En efecto, si la SBIF establece que una institución no tiene la solvencia necesaria para seguir operando, o que la seguridad de sus depositantes u otros acreedores requiere de su liquidación, o si las proposiciones de convenio hubiesen sido rechazadas, se le revocará la autorización de existencia y se la declarará en liquidación forzosa previo acuerdo del Consejo del Banco Central.

³⁸ Cabe mencionar que en la actualidad el Banco Central prohíbe pagar interés sobre las cuentas corrientes.

VII. EL SISTEMA FINANCIERO EN LOS 90

VII.1. Situación inicial

A nivel macroeconómico, a partir de 1985 se da comienzo a un nuevo programa de ajuste económico tendiente a restaurar los equilibrios macroeconómicos y el crecimiento en un contexto de acceso restringido al endeudamiento externo. Se puso especial énfasis en el sector exportador como motor del crecimiento, mediante la reducción de las tarifas a las importaciones, una significativa devaluación del tipo de cambio real y la promoción de las exportaciones chilenas en los mercados internacionales. Como resultado de estas medidas, comenzó un período en que el crecimiento fue liderado por las exportaciones. Entre 1984 y 1989 el crecimiento promedio del PIB alcanzó a 6,6% al año, y la inflación fluctuó entre 12,7% y 26,4% al año. En tanto, el desempleo se redujo de 19,6% en 1982 a 8% en 1989.

Durante la segunda mitad de los 80 también se observa una mejora sustancial en la situación externa. En efecto, el dinamismo del sector exportador se tradujo en que el saldo comercial aumentó desde un déficit de 1,1% del PIB a un superávit de 3,6% del PIB en 1989. Similarmente, el saldo en cuenta corriente redujo su déficit desde un total equivalente a 10,8% del PIB en 1984 a 2,5% del PIB en 1989 y la relación deuda externa a exportaciones pasó de 4,3 veces en 1985 a 1,7 vez en 1989. A pesar de la mejoría en los indicadores internos y externos, a principios de esta década la economía chilena aún no tenía acceso al mercado internacional de capitales de largo plazo, y la mayor parte del financiamiento de la cuenta corriente provenía de organismos multilaterales al gobierno y al Banco Central. La mayor parte de la deuda externa, que se había contratado en el período anterior a la crisis, estaba reprogramada a largo plazo, lo que hizo posible tener un perfil de pagos adecuados a las posibilidades de generación de divisas de la economía³⁹.

³⁹ A partir de mediados de los 80, el Banco Central puso en vigor mecanismos que apuntaban a reducir el elevado nivel de endeudamiento externo del país. Para ello se pretendía hacer uso del mercado secundario que se había desarrollado por dicha deuda, en el que ésta se transaba con un descuento sustancial con respecto a su valor par. Así, para los residentes se diseñó el denominado capítulo XVIII del Compendio de Cambios Internacionales, de acuerdo con el cual quienes utilizaran sus propias divisas en recomprar deuda externa podían negociar el valor de la misma con el deudor. Con el objeto de contener las presiones que podían derivarse sobre el mercado cambiario informal, el Banco Central estableció un sistema de remates a través del cual los bancos licitaban el derecho de usar porciones de una cuota, fijada quincenalmente por el instituto emisor. De este modo, entre el deudor, el "inversionista en deuda externa" y el BC compartían los beneficios del descuento al cual se transaba ésta en los mercados externos. La rentabilidad de esta operación promovió una importante canalización de recursos a este fin.

Para los no residentes se ofrecía la opción contemplada en el capítulo XIX del Compendio de Cambios del Banco Central. De acuerdo con éste, se concede el tratamiento de inversión extranjera a los pesos que el inversionista extranjero recibe del deudor nacional a cambio de los títulos com-

En el contexto de importante restricción externa de principios de los noventa, los bancos, aunque libres del control estatal en lo que se refería a sus operaciones de captación y colocación en moneda nacional, enfrentaban numerosos controles cambiarios establecidos por el Banco Central. En efecto, comenzando 1982 y hasta fines de la década de los ochenta, la regulación cambiaria de la economía se orientó a que las muy escasas fuentes de divisas (exportaciones, créditos e inversiones desde el exterior) debían destinarse sólo a ciertos usos autorizados (importaciones, amortizaciones e intereses, repatriaciones de capital y dividendos de la inversión extranjera), de manera que se limitara la salida de divisas del sistema y protegieran así las reservas internacionales del Banco Central. En este período, las operaciones en el mercado cambiario "paralelo" estaban prácticamente prohibidas.

Las principales restricciones cambiarias vigentes a fines de 1989 establecían que:

- La totalidad de las divisas provenientes del exterior por cuenta de capitales y exportaciones de bienes y servicios debía ser liquidada en el sistema bancario, el que debía vender al Banco Central todo el exceso sobre US\$ 120 millones.
- Se permitía comprar divisas sólo para pagar importaciones y realizar pagos de amortizaciones e intereses de deuda externa.
- Los bancos, con los recursos obtenidos de los depósitos en moneda extranjera y de las líneas de crédito externo de corto plazo, sólo podían financiar comercio exterior en Chile y venderlos o depositarlos en el Banco Central.

VII.2. El desarrollo del sistema financiero en los 90

A principios de los 90, la industria bancaria se encontraba nuevamente en manos del sector privado, capitalizada, sin controles sobre las tasas de interés de colocación o captación, sin regulación estatal sobre la asignación del crédito, y con una nueva ley de bancos que enfatizaba la reducción de los problemas de

prados en el mercado secundario. El tratamiento de inversionista extranjero contiene ciertos derechos de remesa de divisas, a las que se accede a través del mercado cambiario "oficial".

El volumen de recursos comprometidos mediante estas operaciones de conversión de deuda externa durante la segunda mitad de la década de los 80 no fue despreciable, como se puede apreciar en el siguiente cuadro:

Cap. XVIII + Cap. XIX (% PIB)

1986	3,5
1987	6,8
1988	7,4
1989	6,1
1990	3,3
1991	0,5

"riesgo moral" y daba importantes poderes de supervisión a la Superintendencia de Bancos.

El crecimiento experimentado por el sistema financiero en esta década es bastante impresionante. En efecto, en poder adquisitivo de 1998, las colocaciones pasaron de US\$ 22.913 millones en 1990 (59% del PIB) a US\$ 50.800 millones a fines de 1998 (68% del PIB). Similarmente, los indicadores de profundidad financiera también crecieron en forma muy importante: M1A de 6,3% del PIB en 1990 a 8,5% en 1998; M2A de 22,90% a 41,6% en el mismo período, y M7, pasó de 53,3% a 85,7%.

CUADRO 9
M7 Y SUS COMPONENTES
DICIEMBRE DE CADA AÑO, PROMEDIOS MENSUALES
(Miles de millones de pesos)

	1977*		1987		1997	
C	9,59	20,7%	118,74	5,5%	880,03	3,2%
D1	9,42	20,3%	84,88	3,9%	1.923,28	6,9%
Dv+Ahv	-		90,88	4,2%	304,56	1,1%
Dp	15,52	33,5%	743,39	34,5%	9.828,55	35,4%
Dahp	7,54	16,2%	276,42	12,8%	1.875,43	6,7%
DBC	-		429,05	19,9%	8.335,72	30,0%
PT	-		45,74	2,1%	0,00	0,0%
LC	-		179,43	8,3%	4.089,22	14,7%
Dex	-		188,92	8,8%	553,35	2,0%
Q	23,06	49,8%				
Q m.e.	4,25	9,2%				
M7	46,32	100,0%	2.157,45	100,0%	27.790,14	100,0%
M7 (% PIB)	16,1%		52%		86%	
C	Circulante.					
D1	Cuentas corrientes del sector privado no financiero netas de canje.					
Dv	Depósitos a la vista distintos de cuentas corrientes.					
Ahv	Depósitos de ahorro a la vista.					
Dp	Depósitos a plazo del sector privado.					
Dahp	Depósitos de ahorro a plazo incluidos los de la vivienda.					
DBC	Documentos del Banco Central de Chile en poder del público (sector privado no financiero).					
PT	Pagarés de Tesorería en poder del público (sector privado no financiero).					
LC	Letras de crédito en poder del público (sector privado no financiero).					
Dex	Depósitos en moneda extranjera del sector privado.					
Q	Cuasidinero privado en moneda nacional.					
Q m.e.	Cuasidinero privado en moneda extranjera.					

* Para 1977 se ha estimado Dahp como la diferencia entre el Q privado y Dp. M7 se estima como C+D1+Dp+Dahp+Q m.e. Las cifras son al final del período.

Fuente: Banco Central de Chile, Boletines mensuales.

En este contexto de rápido crecimiento, las sucursales bancarias pasaron de 1.121 a 1.527, y el número de empleados del sistema financiero desde aproximadamente 36.000 personas a alrededor de 44.000. Por otro lado, las colocaciones registraron un crecimiento promedio anual de 12%, en términos reales.

Este aumento fue en parte impulsado por el crecimiento económico, pero también por las agresivas políticas de penetración de los bancos. La penetración se dio más fuerte aún en los sectores de consumidores y pequeñas y medianas empresas. Es así como las colocaciones de consumo pasaron de representar un 3,4% de las colocaciones totales en 1990 a un 10,4% en 1998.

En el Cuadro 10 se presentan los datos de colocaciones y depósitos con relación al PIB (%) de distintos países emergentes, a diciembre de 1998. Como se aprecia, Chile ha alcanzado un nivel de profundidad financiera mayor que el resto de los países latinoamericanos, aunque en relación con Asia es aún bajo.

CUADRO 10

País	Colocaciones/PIB (%)	Depósitos/PIB (%)
Indonesia	49	58
Hong Kong	161	228
Filipinas	57	65
Malasia	150	155
Singapur	129	135
Tailandia	133	109
Corea	140	228
Argentina	24	22
Brasil	32	28
Chile	68	57
Colombia	22	23
México	14	20
Perú	22	20
Venezuela	12	17

Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

Como en todo mercado en expansión, la competencia en el sistema financiero durante esta década se incrementó fuertemente. Un importante indicador de esto es el *spread* entre captaciones y colocaciones que cayó desde niveles cercanos a 9% a principios de la década, a alrededor de 4% a fines de 1997, lo que se revirtió levemente en 1998, debido a las turbulencias financieras como consecuencia de la crisis económica internacional. De acuerdo a estimaciones del FMI⁴⁰, los

⁴⁰ *International Capital Markets*, noviembre, 1997.

datos para 1996 de este indicador para la mayor parte de los países industrializados estaban en alrededor de 3%, lo que nos dice que los costos de intermediación de nuestro sistema financiero son bastante bajos a nivel internacional.

Un aspecto importante del buen desempeño de la industria bancaria durante esta década es el buen sistema de evaluación y clasificación de la cartera de colocaciones, generado en la ley de 1986. En efecto, esto se puede comprobar al observar que desde 1990 la cartera vencida no ha superado el 2,5% de las colocaciones y, como se aprecia en el Gráfico 1, ha estado en continua caída.

GRÁFICO 1
CARTERA VENCIDA DE BANCOS
(En porcentajes)



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF).

Sin embargo, la industria bancaria también ha enfrentado importantes cambios y tendencias, tanto en su entorno como en su propia estructura, a los que ha debido adaptarse. En efecto, el mercado de capitales ha tenido un importante desarrollo, de la mano del crecimiento de los fondos administrados por las AFP, lo que ha ocasionado algún grado de desintermediación de los bancos. Como se aprecia en el Cuadro 11, los inversionistas institucionales (AFP, compañías de seguros, fondos mutuos, fondos de inversión de capital extranjero) pasaron de administrar cerca de US\$ 11.000 millones en 1989, cifra equivalente a un 28% de los recursos del sistema bancario, a administrar US\$ 46.000 millones a fines de 1998, equivalente a un 70% de los recursos administrados por el sistema bancario. Esto pone de manifiesto la importancia que ha adquirido la intermediación de recursos económicos fuera del sistema bancario, lo que ha sido una fuente de competencia, pero también de oportunidades, para esta industria.

CUADRO 11

RECURSOS ADMINISTRADOS POR INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES Y SISTEMA FINANCIERO
(Millones de dólares de 1997)

	1982	1989	1994	1997
1. Inv. Institucionales	2.273	10.916	36.277	46.282
- Fondos de Pensiones	981	7.877	25.006	30.819
- Fondos Mutuos	691	577	2.351	4.235
- C. de Seguros	601	2.295	6.572	9.845
- FICE	0	167	2.348	1.384
2. Sistema Financiero	39.882	39.013	50.010	66.507

Fuente: Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP), Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF).

Un aspecto en el que los inversionistas institucionales han tenido un rol de gran importancia es en la generación de una demanda de instrumentos financieros de largo plazo, lo que ha permitido el financiamiento de largo plazo para la adquisición de viviendas. Los bancos supieron utilizar esta demanda e impulsaron con fuerza el negocio del financiamiento hipotecario, emitiendo letras de largo plazo para captar los recursos, las que fueron adquiridas por los mencionados inversionistas. Es así como mientras en 1985 las letras hipotecarias con plazos entre 12 y 20 años alcanzaban a alrededor de US\$ 2.700 millones, cifra equivalente a 6% del PIB, a fines de 1997 el stock era de US\$ 10.700 millones, equivalente a 13% del PIB⁴¹.

Adicionalmente, para participar del desarrollo del mercado de capitales, los bancos se han estructurado organizacionalmente bajo la modalidad de "banco matriz con filiales", para incursionar en negocios que se apartan del giro bancario tradicional. Estas filiales son mayoritariamente propiedad del banco, pero legalmente constituyen empresas separadas sujetas a un marco regulatorio diferente. Como resultado de lo anterior, la banca chilena posee un total de 60 filiales que incluyen compañías de leasing, administradoras de fondos mutuos, asesorías financieras, agentes de valores, corredores de bolsa, securitización, factoring, corretaje de seguros y administración de fondos de capital extranjero. A fines de diciembre de 1997, el total de activos de las filiales bancarias sobrepasaba los US\$ 4.373 millo-

⁴¹ Adicionalmente, durante esta década el Banco Central ha emitido alrededor de 10.000 millones de dólares en documentos con plazos superiores a 8 años, los cuales han sido adquiridos en su mayor parte por las Administradoras de Fondos de Pensiones y compañías de seguros.

nes, y sus utilidades de US\$ 85 millones equivalían al 12,4% de las utilidades de los bancos, lo que se compara con niveles de US\$ 19 millones y 6% al principio de la década, respectivamente.

VII.3. El entorno macroeconómico en los 90

El contexto macroeconómico en que se desarrolló el sistema financiero durante esta década ha sido muy propicio para la rápida expansión. En efecto, entre 1990 y 1998 la economía creció a una tasa promedio de alrededor de 7,3%, el más largo y alto período de expansión de la historia del país. El ingreso per cápita pasó de US\$ 2.945 en 1990 a US\$ 5.026 en 1998; el número de personas ocupadas aumentó de 4,5 millones a 5,4 millones; y la tasa de desempleo descendió de 7,8% a 6,2%.

La tasa de inflación cayó desde 27,3% en 1990 a 4,7% en 1998. Aunque este resultado es beneficioso para la economía en su conjunto, impone un costo directo a los bancos al generar una caída de los ingresos que reciben por las colocaciones financiadas con cuentas corrientes que, como se sabe, en Chile no pagan intereses. De este modo, la recaudación de este "impuesto inflación" pasó de representar un 4,6% de los ingresos en 1990, a 0,9% en 1998.

Continuando con las políticas de equilibrio fiscal iniciadas en la década pasada, entre 1990 y 1998 el gobierno general ha tenido un superávit promedio de 2,2% del PIB por año. El Banco Central por su parte ha debido financiar un déficit anual promedio de entre 1 y 2% del PIB, por lo que el sector público consolidado ha mantenido, en promedio, un equilibrio fiscal. La deuda interna del Banco Central equivale actualmente a alrededor de un 34% del PIB, lo que se compara con el 43% que representaba en 1990. En 1990, los bancos tenían en su cartera alrededor de US\$ 7.700 millones de deuda del BC, que representaba alrededor de 15% de sus activos. En 1997, tenían US\$ 12.200 millones, cifra equivalente a un 6% de sus activos.

Finalmente, la década de los 90 se ha caracterizado por un moderado déficit en cuenta corriente, que alcanzó un promedio de 3,5% del PIB. Esto ha permitido que la intermediación de recursos externos realizada por el sistema bancario haya sido a un ritmo lento, evitándose así una eventual incorrecta asignación de recursos y una eventual excesiva acumulación de cartera riesgosa.

VII.4. Internacionalización

Como es obvio, durante el período de recuperación de la economía, en la segunda mitad de los años 80, los bancos no tenían ni el interés ni la posibilidad de realizar negocios (colocaciones, inversiones) fuera del país. Sin embargo, esto

no significó que no se internacionalizaran. El rápidamente creciente comercio exterior y las operaciones de conversión de deuda externa por capital (capítulo XIX del Compendio de Cambios Internacionales del Banco Central) y por deuda interna (cap. XVIII) permitieron a los bancos participar en operaciones ligadas al mercado internacional de capitales. Es así como las utilidades generadas por el financiamiento de comercio exterior y por las operaciones de conversión de deuda externa representaron alrededor de un 20% de las utilidades del sistema financiero, entre 1987 y 1990.

Como mencionamos anteriormente, en 1990 las operaciones en moneda extranjera del sistema financiero estaban aún muy reguladas por el Banco Central, como consecuencia de la escasez de divisas que el país había vivido durante los 80. A partir de 1991, paulatinamente la normativa fue dando mayores libertades a los bancos para realizar operaciones en moneda extranjera, tanto en el mercado local como en el exterior. Es así como entre 1991 y 1997 se les autorizó a destinar un porcentaje de sus depósitos en inversiones financieras en el exterior, y a financiar operaciones de comercio exterior entre terceros países pertenecientes al convenio de la ALADI. En este período se eliminó el límite al monto de divisas que podían mantener los bancos sin venderlas al BC; se eliminó el sistema de "fuentes y usos", que regulaba los destinos que los bancos podían dar a sus distintas fuentes de financiamiento en moneda extranjera (m/e); se permitió a los bancos realizar libremente operaciones de compra/venta de monedas extranjeras, tanto en el mercado local como en el mercado externo; y se liberalizaron las operaciones de futuros, *forwards* y *swaps* de monedas.

Con las reformas a la ley de bancos vigentes a partir de diciembre de 1997, se dio un impulso adicional a la internacionalización de la banca chilena. En efecto, se autorizó a los bancos a realizar, con ciertos límites, préstamos a filiales en el exterior de empresas locales y extranjeras, se les permitió abrir sus propias filiales en el exterior dedicadas a realizar los mismos negocios autorizados en Chile, y adquirir participaciones mayoritarias en bancos extranjeros.

Entonces, ¿qué tan internacional es la banca chilena? Tomando el concepto más amplio, podemos decir que nuestro sistema financiero tiene un grado relativamente avanzado de internacionalización. En efecto, en 1997 los activos ligados a operaciones en moneda extranjera representaron alrededor de un 15% del activo circulante; aun más, el crecimiento de las operaciones de futuros y *swaps* de monedas ha sido muy rápido, alcanzando durante 1997 alrededor de un tercio de las transacciones diarias en el mercado cambiario y un stock de contratos cercano a los US\$ 8.000 millones.

Por el lado de las colocaciones e inversiones en el extranjero, la actividad de la banca nacional es baja como porcentaje de los activos. En el Cuadro 12 se exponen algunas comparaciones internacionales:

CUADRO 12
PORCENTAJE DE ACTIVOS EN EL EXTERIOR

EE.UU.	10
Inglaterra	47
Alemania	15
Japón	11
Argentina	9
Venezuela	8
Colombia	5
México	3
Chile	1

Fuente: I.F.S. Los activos "totales" que se utilizaron en el denominador corresponden a los presentados por el FMI: créditos, reservas en el Banco Central y activos externos. Éstos excluyen algunos activos como los documentos del Banco Central.

Al medir la internacionalización del sistema bancario no se puede dejar de considerar la participación de la banca extranjera en el mercado local. En nuestro país, los bancos extranjeros han ganado un importante espacio en la industria bancaria local, aportando su tecnología y experiencia e incrementando el nivel de eficiencia de la industria, como se aprecia en el Cuadro 13:

CUADRO 13
BANCA EXTRANJERA EN EL MERCADO LOCAL

% de colocaciones en moneda nacional	20
% colocaciones en moneda extranjera	25
% colocaciones totales	21
Nº de bancos extranjeros	17
Total bancos	29

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF).

La normativa no hace discriminaciones entre bancos nacionales y extranjeros establecidos en el país, y ambos son fiscalizados con la misma intensidad. Sin embargo, en un mundo globalizado la regulación no puede establecerse sin considerar aquella a la que están sujetos los bancos en el resto del mundo. En efecto, si en un determinado país la regulación encarece artificialmente la intermediación bancaria respecto de otras plazas financieras, los negocios se realizarán en estas últimas. Es decir, la regulación puede generar "ventajas o desventajas comparativas". Es por esto que se están produciendo acuerdos a nivel internacional para la regu-

lación de los bancos y otras instituciones financieras. El más notable hasta el momento es el Acuerdo de Basilea (1988), en el que los doce países miembros del comité se comprometen a exigir, a partir de enero de 1993, un 8% de capital por cada peso de activo "riesgoso" neto de provisiones, al cual la regulación chilena ya se adaptó.

En cuanto a los "nuevos negocios" que pueden realizar los bancos, la regulación internacional dista mucho de ser homogénea. En el Cuadro 14 se pueden apreciar las divergencias.

CUADRO 14
NEGOCIOS BANCARIOS A NIVEL INTERNACIONAL

	Seguros	Pensiones	Valores	Leasing	Factoring	Asesorías
EE.UU.	X		X	X	X	X
Inglaterra	X	X	X			X
Alemania			X		X	X
Japón			X			
Argentina	X	X	X	X	X	X
Venezuela			X	X	X	X
Colombia	X	X	X	s/i	s/i	X
México	X	X	X	X	X	X
Chile			X	X	X	X

Esta heterogeneidad en los negocios que pueden realizar los bancos hace que cuando un banco establece una sucursal en otro país pueda realizar negocios no permitidos en su país de origen. Por ejemplo, los bancos chilenos no están autorizados para tener filiales dedicadas a los negocios de seguros y pensiones. Sin embargo, las filiales mexicanas sí podrían entrar a estos negocios en ese país. Los problemas generados por la asimetría son fundamentalmente dos. Primero, al expandirse al exterior los bancos podrían exponerse a riesgos de los que la legislación local trata de mantenerlos alejados. Segundo, la banca nacional local podría verse en desventaja si los bancos extranjeros entran mediante holdings en negocios en los que ésta no puede participar. En alguna medida, así está ocurriendo actualmente en Chile.

VII.5. Cambios en la regulación

Durante esta década el sistema financiero ha enfrentado dos cambios regulatorios de relevancia para la industria: a) modificaciones a la ley de bancos; b) ley sobre deuda subordinada.

a) Reformas a la ley de bancos

El 26 de noviembre de 1997 se aprobaron reformas a la ley de bancos. Los principales cambios se concentran en: i) permitir nuevos negocios en el mercado local; ii) permitir más negocios internacionales; iii) exigir capital en función de los "activos riesgosos", en lugar del límite al nivel de endeudamiento que establecía la ley; iv) se establece un procedimiento objetivo y menos discrecional para el otorgamiento de licencias bancarias; y v) se establece explícitamente un sistema de evaluación de gestión por parte de la Superintendencia de Bancos.

Los nuevos negocios que se autorizaron a los bancos son, fundamentalmente, la creación de nuevas filiales orientadas a los negocios de factoring y securitización, el corretaje de seguros no previsionales y la actuación como colocadores de acciones de primera emisión. Como se sabe, mediante el factoring las empresas venden letras a descuento, consiguiendo así un financiamiento que compite con el bancario. Dependiendo de qué tanta regulación e impuestos tengan los créditos de los bancos, este tipo de financiamiento puede ser más barato, generando así la desintermediación del sistema financiero.

La securitización, por su parte, es la emisión y venta de bonos transables en el mercado secundario, cuyos pagos están atados a los flujos de caja que genere un determinado activo. Por ejemplo, un crédito hipotecario que promete pagar cuotas fijas en los próximos 20 años se puede securitizar. La legislación chilena permite que una "sociedad securitizadora" compre mutuos hipotecarios y emita bonos que son pagados con los flujos de los mutuos. De este modo, el negocio evidentemente compite con los créditos hipotecarios del sistema financiero. Al permitirles a los bancos crear filiales dedicadas a la securitización, parte de la desintermediación que ésta genera es recuperada por el sistema financiero.

En el caso de los negocios internacionales, como mencionamos anteriormente, a los bancos se les permitió realizar préstamos a filiales en el exterior, tanto a filiales de empresas chilenas como a empresas extranjeras. Hasta antes de las reformas los bancos sólo podían realizar préstamos a empresas del exterior para financiarles algún tipo de comercio con Chile. Adicionalmente se permitió a los bancos abrir filiales en el exterior que se dediquen a realizar los mismos negocios autorizados en Chile, y a adquirir participaciones mayoritarias en bancos extranjeros.

Finalmente, la nueva ley permite que los bancos actúen en forma directa como colocadores de acciones de primera emisión, garantizando la colocación⁴². El monto máximo permitido es de una vez el capital y reservas del banco o el 35%

⁴² Como se sabe, el agente colocador es quien se encarga de vender las acciones que emite una empresa. Al garantizar la colocación, se compromete con la empresa a vender las acciones a un determinado precio (el que se establece sólo en el día final de la colocación), y si no logra demanda para la totalidad, debe adquirirlas él mismo.

del capital del emisor, el monto que resulte menor. El Cuadro 15 muestra el capital vigente de los diez mayores bancos (según capital) a diciembre de 1998, en millones de dólares:

CUADRO 15

Banco	Capital (en millones de US\$)
Santiago	791
Santander	624
Estado	572
Chile	570
Citibank	332
BHIF	313
Edwards	283
Crédito	279
Sudamericano	195
Corpbanca	140
Bancos privados	4.689
Sociedades financieras	129
Bancos nacionales	2.672
Bancos extranjeros	2.017
Total sistema	5.390

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF).

Como se aprecia, los montos permiten ser el suscriptor de emisiones de tamaño bastante grande para el mercado chileno. La autorización para actuar como colocador de acciones es un paso importante en la eliminación gradual de las barreras que impiden a los bancos actuar directamente como agentes en los mercados de capitales. Esta distinción entre banca comercial y la llamada "banca de inversiones", que surgió con fuerza en el mundo después de la crisis de 1930, ha ido borrándose de la legislación bancaria internacional, y nuestro país se suma con esto a dicha tendencia, aunque en forma gradual.

En relación a las exigencias de capital, con las reformas los bancos deben mantener un capital mínimo equivalente al 8% de los activos riesgosos, tales como colocaciones, letras hipotecarias y otros. Con esta nueva norma, que se ajusta a aquellas impuestas por las economías desarrolladas desde 1988, después del denominado Acuerdo de Basilea, la exigencia de capital a los bancos por cada peso de colocación es mayor que el 5% que se deducía del límite máximo de endeudamiento de 20 veces el capital de la antigua ley.

En cuanto a las licencias bancarias, la nueva ley establece que los accionistas de un banco deben cumplir con requisitos explícitos de solvencia e integri-

dad. Ante una postulación para adquirir una licencia, la SBIF debe estudiar los antecedentes de los potenciales accionistas, y en caso de rechazarla, debe justificarlo mediante resolución fundada. Esta regulación para las licencias es un importante cambio respecto de la legislación anterior, ya que elimina la posibilidad del superintendente de rechazar una licencia sin expresión de causa.

Por último, la nueva ley establece que la Superintendencia de Bancos evaluará la gestión de los bancos en lo que se refiere a los controles internos, sistemas de información y seguimiento de riesgos, y los clasificará en las categorías A, B o C.

b) Deuda subordinada

En 1990, once bancos tenían una deuda subordinada con el Banco Central de US\$ 5.551 millones, como se detalla en el Cuadro 16 (datos en millones de dólares):

CUADRO 16

	Deuda subordinada	Colocaciones	% del sistema
Banco del Desarrollo	25	569	2,48
Banco de Crédito	196	1.295	5,65
Banco Sud Americano	97	1.165	5,09
Banco Osorno	182	1.858	8,11
Banco del Pacífico	48	315	1,37
Banco de A. Edwards	176	967	4,22
Banco BHIF	312	1.388	6,06
Banco de Chile	1.951	3.040	13,27
Banco Internacional	111	201	0,88
Banco de Santiago	1.821	2.099	9,16
Banco Concepción	632	735	3,21
Total	5.551	13.631	59,49

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF).

Como se explicó anteriormente, este pasivo imponía a los bancos la obligación de entregar al Banco Central un porcentaje de las utilidades anuales, con un límite del 70% de las mismas. De este modo, en 1990 estos bancos entregaban al Banco Central alrededor de US\$ 40 millones al año, cifra equivalente a un 41% de las utilidades del sistema financiero. Debido a que este monto no alcanzaba a cubrir los intereses de la deuda, ésta crecía año a año.

Aunque fue una buena solución para rescatar al sistema financiero en la crisis de los ochenta, con el paso del tiempo se generó un cierto acuerdo en cuanto

a que en largo plazo la deuda subordinada generaba problemas que limitaban el sano desarrollo del sistema financiero. En efecto, por el lado de los bancos esta obligación les impedía realizar negocios libremente, ya que el Banco Central, al ser un importante socio, debía aprobarlos. Adicionalmente, los bancos extranjeros miraban con cierta inquietud el que un banco tuviese esta gran deuda con el Estado, por lo que limitaban sus líneas de crédito a los mismos. Finalmente, en la perspectiva del Banco Central el ser socio de los principales bancos comerciales del país le implicaba estar continuamente analizando negocios bancarios, y asumiendo los riesgos de éstos, tales como fusiones, adquisiciones, aumentos de capital y otros, actividad muy lejana a sus funciones, y también podía generarle potenciales conflictos de interés al ser "regulador y regulado".

Así, en julio de 1995 se aprobó en el Congreso la "ley de deuda subordinada", que dio dos alternativas a los bancos:

- Transformar la deuda subordinada en 40 cuotas fijas anuales de igual valor. La suma de los pagos no podía exceder el valor de mercado de la participación que el Banco Central tiene en las utilidades del banco al momento de suscribir el acuerdo.
- La emisión y venta de las acciones representativas del derecho que el Banco Central tenía sobre los dividendos y el correspondiente pago al instituto emisor.

Aunque era elección de los bancos entrar o no al nuevo convenio, los cinco bancos deudores lo aceptaron: cuatro de ellos emitieron acciones y pagaron al Banco Central, y uno de ellos transformó la deuda en cuarenta cuotas.

Con esta operación se dio por terminado el problema de la deuda subordinada. El Banco Central recuperó alrededor de US\$ 1.246 millones, y los bancos quedaron libres de su "socio estatal", lo que les permitirá operar con mayor flexibilidad en el mercado de capitales, tanto local como internacional.

VIII. LA AGENDA PENDIENTE

De acuerdo a lo analizado en las secciones anteriores, se puede concluir que el sistema financiero chileno tuvo una evolución muy favorable después de la crisis que enfrentó a principios de los ochenta, y que está actualmente recuperado y con una posición muy sana para enfrentar el futuro. La pregunta que deseamos responder en esta sección es cuáles son los desafíos que enfrentarán tanto el sistema bancario como la autoridad en los próximos años.

En nuestra opinión, las cuatro grandes fuerzas a las que se verán enfrentados los bancos chilenos y sus reguladores en la próxima década son: una creciente inserción internacional del mercado de capitales chileno, un creciente monto y complejidad de las operaciones de mesa de dinero de los bancos, una mayor

securitización de los métodos de financiamiento de las empresas y las colocaciones bancarias, y una integración de las distintas actividades del mercado de capitales.

Con respecto a la internacionalización, podemos decir que el mercado de capitales chileno está hoy día parcialmente "conectado" con el resto del mundo. La principal restricción vigente a los flujos de capitales con el exterior es el plazo de estadía mínima de un año para las inversiones tanto financieras como "reales" desde el exterior. Esta regulación, al limitar la movilidad de los capitales extranjeros durante un año, tiende a "repeler" las inversiones de portfolio de corto plazo en los mercados locales de renta fija (incluyendo depósitos bancarios) y renta variable por parte de extranjeros.

Aunque la mencionada restricción tiende a generar algún grado de aislamiento del mercado local de capitales con el resto del mundo, por medio de los instrumentos derivados (*forwards*) se han desarrollado en el exterior instrumentos financieros indexados al peso, con los cuales el inversionista no requiere entrar a Chile para tomar una posición en nuestra moneda. Debido a que la demanda u oferta de pesos en el exterior se traduce al final en demanda u oferta de dólares en Chile a través del mercado *forward*, estas operaciones provocan movimientos en el tipo de cambio aunque no se generen entradas o salidas efectivas de capitales. Adicionalmente, a través del mecanismo de ADR los inversionistas extranjeros pueden comprar y vender acciones en Chile sin la restricción del año de estadía mínima. Actualmente las empresas con ADR representan un 7% de la capitalización total de mercado de la bolsa chilena, lo que les permite especular en el corto plazo con una proporción significativa del mercado de instrumentos de renta variable.

A futuro, se puede esperar que la integración vaya aumentando y llegue finalmente a ser total. Es probable que esto implique una mayor volatilidad tanto de las tasas de interés de largo plazo como del tipo de cambio, ya que en la actualidad éstas son muy inferiores a las de los mercados internacionales. Esta mayor volatilidad generará la necesidad de más instrumentos para cubrir los riesgos, los que debieran ser provistos, en parte importante, por los bancos. Tanto la autoridad reguladora como el sistema bancario deben prepararse para este nuevo escenario, ya que es posible que eso signifique un gran crecimiento de las operaciones de mesa de dinero en instrumentos cada vez más sofisticados, las que, aunque serán un gran aporte a la sociedad, pueden generar riesgos adicionales.

En este punto vale la pena detenerse un momento para señalar que actualmente el mercado de capitales chileno es lo que los expertos denominan un mercado muy "incompleto". Un mercado completo es aquel en el cual hay una gran variedad de instrumentos financieros que se transan, de tal forma que están cubiertas prácticamente todas las necesidades de los inversionistas, y si surge alguna nueva necesidad, el producto apropiado para ella se puede crear combinando los instrumentos ya existentes. En el Cuadro 17 se compara el mercado chileno y el internacional en términos de la disponibilidad de instrumentos financieros. Como se puede apreciar, la variedad de instrumentos en nuestro país es muy baja. Es interesante hacer notar, por ejemplo, que ni siquiera hay un mercado líquido de transacciones para los ins-

trumentos de renta fija del Banco Central, cuyo stock ya suma actualmente sobre los US\$ 20.000 millones, equivalente a 30% del PIB.

En nuestra opinión, lo anterior es consecuencia, en parte, de una regulación conservadora para las actividades de "mesa de dinero" de los bancos. Los avances que se deben realizar en este ámbito serán de gran utilidad para la economía chilena.

CUADRO 17

	Estados Unidos	Chile
Acciones		
Futuros	X	
Opciones	X	
Spot	X	X
Venta corta	X	X
Monedas		
Futuros	X	
Opciones	X	
Forwards	X	X
Swaps	X	
Spot	X	X
Renta Fija		
Futuros	X	
Opciones	X	
Forwards	X	.
Swaps	X	.
Spot	X	
Bonos de empresas	X	
Securitización de créditos	X	**

* En mayo de 1999, el Banco Central emitió una normativa que autoriza a los bancos realizar *forwards* y *swaps* de tasas de interés. A la fecha de este artículo, no hay mercado.

** Sólo está autorizada la securitización de mutuos hipotecarios.

Con un mercado de capitales más integrado y más completo con instrumentos derivados, el sistema bancario enfrentará mayor competencia internacional. En efecto, utilizando los mercados de derivados los bancos de cualquier parte del mundo podrán ofrecer colocaciones y captaciones en pesos, tal como sucede hoy, por ejemplo, con el yen. Obviamente, la mayor competencia tenderá a presionar los márgenes a la baja. Si los excesos de regulación reducen la competitividad del sistema bancario chileno, esta industria podría pasarlo mal.

La segunda tendencia importante es la securitización. Como explicamos anteriormente, este proceso permite formas de financiamiento alternativas al bancario, y por lo tanto compite con éste. Con la nueva ley, los bancos pueden parti-

cipar de este negocio creando filiales que se dediquen al mismo, aunque aún limitados sólo a la securitización de mutuos hipotecarios. La tendencia internacional es que los bancos están tratando de ser sólo "originadores" de créditos de todo tipo (consumo, comerciales, hipotecarios), y después tratan de venderlos a las sociedades securitizadoras para poder tener más rotación de negocios, y no tener el capital inmovilizado. Creemos que la regulación en nuestro país deberá avanzar en este sentido.

Finalmente, la tercera gran tendencia es la creciente integración de las distintas actividades del mercado de capitales. En efecto, la diferencia entre créditos, bonos y acciones se está diluyendo. Algunos bonos se pueden convertir en acciones; las acciones preferentes son muy parecidas a los bonos subordinados; los créditos securitizados son bonos emitidos en contra de los créditos. Por otra parte, la diferencia entre intermediarios financieros se está haciendo cada vez más difusa. Las cuotas de los fondos mutuos son cada vez más parecidas a los depósitos bancarios; cuando empiecen a ser más rentables van a empezar a perder negocios los bancos, como ya sucedió en Estados Unidos a principios de los años 80. Las AFP tienen cuentas de ahorro voluntario, que han sido motivos de quejas de parte de los bancos. Las empresas de leasing son empresas del sector financiero que cada vez son más importantes por sus efectos tributarios y compiten directamente con bancos, cooperativas y financieras.

La diferencia entre la industria financiera y otras industrias también se hace cada vez más difusa. Por ejemplo, no es raro escuchar decir que el principal negocio de las casas comerciales no es el de vender sino el de dar créditos. En Estados Unidos, por ejemplo, las filiales de las empresas productivas, como General Electric Financial Corporation (GEFC)⁴³, otorgan créditos a sus usuarios. Lo mismo pasa con las filiales financieras de General Motors y Sears. A nivel local, basta recordar que Falabella recientemente adquirió una licencia bancaria.

Debido a que los bancos son, en general, entidades muy reguladas, fácilmente pueden quedar fuera de competencia si la legislación no acompaña al desarrollo del mercado. Alternativamente, los propietarios de los bancos formarán casas matrices que realizarán los negocios no autorizados a los bancos a través de sociedades "hermanas" de éstos en el holding. Desde el punto de vista del regulador, esto puede tener serios costos si la garantía implícita del sistema bancario se extiende a los negocios no regulados. Es evidente que en nuestro país el problema de los holdings no regulados ya existe, y creemos que el sector privado y el regulador deben avanzar en solucionar este potencial problema, y que la legislación bancaria deberá ir eliminando gradualmente las restricciones a las distintas actividades financieras que tienen hoy los bancos.

Las restricciones a los negocios que los bancos pueden realizar probablemente impiden el desarrollo de importantes sinergias, y de economías de ámbito

⁴³ GEFC debe estar entre los diez bancos más grandes de Estados Unidos, y es la filial de una empresa que produce "tostadoras y estufas".

y de escala. Además, estos límites generan el desarrollo de holdings no regulados, por lo que nuestra impresión es que la legislación debiera centrarse cada vez menos en las actividades de los bancos y más en: i) exigir niveles de capital adecuados a los riesgos de cada institución, de tal modo que se eviten los malos incentivos asociados a bajos niveles de capital; ii) limitar al mínimo posible los seguros explícitos e implícitos sobre los pasivos bancarios para reducir el riesgo moral; iii) exigir buenos métodos de medición y control de riesgos; y iv) mantener un buen sistema de información y supervisión sobre la actividad global de los bancos.

IX. RESUMEN Y CONCLUSIONES

Transcurridos casi treinta años desde el inicio del proceso de reformas conducentes a estabilizar y liberalizar la economía chilena, es posible extraer algunas lecciones de este proceso. En particular, la evolución del sector financiero es una de las áreas donde con mayor elocuencia se han podido apreciar las dificultades que ha debido superar la economía chilena en el período considerado.

En efecto, en la primera década, desde que se inició el proceso de liberalización financiera, se observó un cuadro de marcada inestabilidad en este sector. Altas tasas de interés reales, rápido crecimiento del crédito, sucesivas quiebras de entidades financieras de tamaño pequeño, y frecuentes problemas en bancos de cierta envergadura. Es indudable que dichos resultados recibieron la influencia de una economía mundial que acusaba los efectos de un importante "shock petrolero" y marcados desequilibrios monetarios en las principales economías industrializadas. Sin embargo, es importante hacer presente que en esta etapa las autoridades económicas no lograron establecer su "distancia óptima" con respecto al mercado financiero. Por una parte, se percibía que los problemas y contratos entre privados debían ser resueltos por éstos, mientras que por otra era evidente que los colapsos del sector financiero podían comprometer el éxito del programa de estabilización y reformas, lo que llevó a sucesivas intervenciones del Banco Central en defensa de instituciones en problemas.

La "crisis de deuda" —interna y externa— de comienzos de los 80 llevó a un profundo análisis y cuestionamiento de la institucionalidad financiera. Por una parte, era evidente que la autoridad debía intervenir garantizando la estabilidad y buen funcionamiento del mercado financiero, pero por otro lado debía evitar la aparición de problemas del tipo *moral hazard*. El resultado de este proceso de análisis, fuertemente marcado por la crisis financiera de 1983, se expresó en las reformas a la ley de bancos implementadas en 1986. En ellas se combina el objetivo de expandir el ámbito de acción de los bancos con una supervisión más eficiente de éstos. Al contemplarse en esta reforma legal la posibilidad de pérdidas —acotadas— para los depositantes, el nuevo texto legal buscaba estimular un mayor desarrollo de la supervisión privada de los bancos.

En la década de los 90, la industria bancaria ha sufrido los costos de un proceso de "desintermediación" que han registrado numerosas economías. Paralelamente, las autoridades han buscado armonizar la creación de nuevas oportunidades de negocios con una regulación estricta del sector. En lo que a este punto se refiere, se ha avanzado a una evaluación de la gestión de los bancos más que al análisis específico de un cierto conjunto de indicadores.

Quedan pendientes una serie de definiciones de política para el futuro próximo, como las relacionadas con la actividad internacional de los bancos, aun sujeta a importantes restricciones, la participación de éstos en el negocio previsional y de los derivados.

Más allá de la incidencia del manejo macroeconómico sobre el desarrollo de la industria bancaria, o del efecto de determinadas regulaciones, no parece aventurado sostener que ésta ha sido un área en la cual se ha producido un fuerte aprendizaje por parte de los diferentes actores. Ello se ha apreciado con claridad en el ciclo recesivo de los años 1998-99, en que la actividad se desaceleró fuertemente, sin que los indicadores de solvencia de la banca se vieran mayormente resentidos.

En un mundo donde los mercados se integran cada vez más, especialmente en el ámbito financiero, se espera que continúen dándose cambios en la tecnología financiera, lo que plantea nuevos desafíos para la banca y las autoridades del sector. El mismo proceso de aprendizaje hace razonable suponer que se producirá un mayor desarrollo internacional de los grandes bancos, aprovechando economías de escala. Los bancos chilenos participarán en mayor o menor medida de este proceso, dependiendo de la respuesta de las regulaciones a este escenario.

El proceso de reforma financiera chilena iniciado a mitad de los 70 se desarrolló en paralelo con un proceso de transformaciones a nivel mundial en esta área. En efecto, en dicha década las principales economías industrializadas redescubrieron los méritos de la estabilidad monetaria, la libertad de tasas de interés y la competencia en el mercado bancario. Poco después se encontraron con que ello no bastaba y se requería de un marco regulatorio eficiente.

Al comenzar el siglo XXI, quedan muchas dudas con respecto a la forma en que evolucionará la industria bancaria en el mundo. Sin embargo, nos parece que existen pocas dudas en cuanto a que la industria bancaria ha aprendido lo suficiente como para seguir las tendencias mundiales conducentes a lograr nuevas reducciones en los costos de transacción.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Arellano, J. P. "De la liberalización a la intervención: El mercado de capitales en Chile 1974-83", *Colección Estudios CIEPLAN*, 11, diciembre 1983.
- Brook, P. L. (ed.). *If Texas Were Chile: A Primer on Banking Reform*, A Sequoia Seminar Publication, ICS Press, 1992.
- Büchi, H. "Bancos: Una alternativa para su regulación", mimeo, abril 1984.
- Cortázar, R. y J. Marshall (1980), "Índice de Precios al Consumidor en Chile: 1970-1978", *Colección de Estudios CIEPLAN* 4, Santiago.
- De la Cuadra, S. y S. Valdés. "Myths and Facts about Financial Liberalization in Chile: 1974-1983", en P. L. Brook (ed.). *If Texas Were Chile: A Primer on Banking Reform*, A Sequoia Seminar Publication, ICS Press, 1992.
- Fernández, R. "La crisis financiera argentina", *Desarrollo Económico*, junio 1983.
- Fontaine T., A. *Los economistas y el Presidente Pinochet*, Zig Zag, 1998.
- Hart, A. "The 'Chicago Plan' of Banking Reform", *Review of Economic Studies*, 2: 104-116, February 1935.
- Harberger, A. C. "La crisis cambiaria chilena de 1982", *Cuadernos de Economía*, agosto 1984.
- Meller, P., E. Livacic y P. Arrau. "Una revisión del milagro económico chileno (1976-1981)", *Colección Estudios CIEPLAN*, N° 15, diciembre 1984.
- McKinnon, R. *Money and Capital in Economic Development*, Washington, Brookings Institution, 1973.
- Ramírez, G. y F. Rosende, "Análisis de la legislación bancaria chilena", *Serie de Estudios Económicos*, N° 35, 1989, Banco Central de Chile.
- Reinstein, A. y R. Vergara, "Hacia una regulación y supervisión más eficiente del sistema bancario", *Estudios Públicos*, N° 49, verano 1993.
- Rosende, F. "Lecciones de la experiencia macroeconómica reciente", *Documento de Trabajo*, Centro de Estudios Públicos, mayo 1984.
- "Política cambiaria y estabilidad económica: La alternativa de las zonas de intervención", *Estudios Públicos*, N° 48, primavera 1992.
- y R. Toso, "Una Explicación para la tasa de interés real en Chile en el período 1975-1983", *Cuadernos de Economía*, N° 62, abril 1984.
- y R. Vergara, "Opciones de política para el sector financiero", *Cuadernos de Economía*, diciembre 1986.
- Sanhueza, G. "La Crisis financiera de los años 80 en Chile: Análisis de sus soluciones y su costo", *Economía chilena*, Banco Central de Chile, Volumen 2-N°1/abril 1999.
- Shaw, E. S. *Financial Deepening in Economic Development*, New York, Oxford University Press, 1973.
- Sjaastad, L. y H. Cortés, "El enfoque monetario de la balanza de pagos y la tasa real de interés en Chile", *Estudios de Economía*, N° 11, primer semestre 1978.
- Simons, H. "Rules versus Authorities in Monetary Policy", *Journal of Political Economy*, febrero 1936.
- Valdés, S. "Orígenes de la crisis de la deuda: ¿Nos sobreendeudamos o nos prestaron en exceso?", *Estudios Públicos*, N° 33, verano 1989.
- "Ajuste estructural en el mercado de capitales: La evidencia chilena", en D. Wisecarver (ed.), *El modelo económico chileno*, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile-CINDE, 1992.
- Wisecarver, D. "¿Qué pasó con la economía chilena?", *Estudios Públicos*, N° 11, invierno 1983. ●