

La Transformación Económica de Chile

Felipe Larraín B. y Rodrigo Vergara M.

EDITORES

Rodrigo Acuña

Cristián Aedo

Harald Beyer

Fernando Coloma

Gabriel Del Fávero

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



Parte III 8

LAS REFORMAS COMERCIALES Y FINANCIERAS

DOMINIQUE HACHETTE A. DE LA E.



Dominique Hachette A. De La E. Economista, Universidad de Chile, M.A. y Ph.D. en Economía, Universidad de Chicago. Profesor Titular del Instituto de Economía de la Pontificia Universidad Católica de Chile.
Email: hachette@volcan.faces.puc.cl

El autor agradece los muy útiles comentarios de Patricio Rojas y Rodrigo Vergara y la ayuda de Pablo Villa-Michel.



Capítulo 8

La Reforma Comercial

DOMINIQUE HACHETTE A. DE LA F.

Una de las reformas comerciales chilenas más importantes de este siglo ha sido la apertura comercial de la economía a partir de 1973, que en menos de un decenio derribó las altas murallas proteccionistas mantenidas por casi medio siglo para estimular el desarrollo industrial que supuestamente iba a ser el motor del crecimiento de la economía chilena. El impulso inicial perdió rápidamente su dinamismo y se usaron instrumentos comerciales y cambiarios en forma crecientemente ineficiente y contradictoria, generando grandes distorsiones en la asignación de recursos y frenando el desarrollo de nuevas exportaciones.

Uno de los pilares de la nueva estrategia de desarrollo del gobierno militar fue revertir la situación abriendo la economía al exterior para aprovechar mejor las ventajas comparativas, estimular nuevas exportaciones, someter a todos los sectores a la competencia externa y por medio de ella controlar los monopolios internos, estimular la absorción de nuevas tecnologías, mejorar la calidad de los productos, abrir nuevos mercados y modernizar los sectores no transables.

La reforma comercial empezó en 1974 y las decisiones principales se tomaron entre esa fecha y 1979 al eliminarse las barreras no aduaneras (BNA) y reducir un arancel promedio superior a 100%, con gran variación, a uno promedio de 10%. Sin embargo, se puede decir que la reforma comercial es un continuo que dura hasta el día de hoy. Ha tenido una evolución dispar desde entonces. La primera sección de este capítulo resumirá brevemente el período previo a los setenta. La segunda sección describirá las reformas comerciales ocurridas desde los años 70. Los impactos sobre las exportaciones, crecimiento, compensación de la producción y empleo serán tratados en la tercera sección. La sección siguiente analizará la estrategia de apertura bilateral de los noventa, mientras la quinta sección presentará recomendaciones para el manejo de la política comercial a futuro. Algunas conclusiones generales conformarán la última sección.

II. EL PERÍODO PREVIO A LA REFORMA COMERCIAL.

Por más de cuarenta años y hasta 1973 predominó en Chile una estrategia de sustitución de importaciones que marcó profundamente el rumbo y ritmo de la economía. Aranceles altos y dispares, controles de cambios, prohibiciones, monopolios de importaciones, licencias, listas de importaciones permitidas y de-



DOMINIQUE HACHETTE A. DE LA F. Economista, Universidad de Chile. M.A. y Ph.D. en Economía, Universidad de Chicago. Profesor Titular del Instituto de Economía de la Pontificia Universidad Católica de Chile.
Email: hachette@volcan.facea.puc.cl

El autor agradece los muy útiles comentarios de Patricio Rojas y Rodrigo Vergara y la ayuda de Pablo Villa-Michel.

I. INTRODUCCIÓN

Una de las reformas económicas chilenas más importantes de este siglo ha sido la apertura comercial de la economía a partir de 1973, que en menos de un decenio derribó las altas murallas proteccionistas mantenidas por casi medio siglo para estimular el desarrollo industrial que supuestamente iba a ser el motor del crecimiento de la economía chilena. El impulso inicial perdió rápidamente su dinamismo y se usaron instrumentos comerciales y cambiarios en forma crecientemente ineficiente y contradictoria, generando grandes distorsiones en la asignación de recursos y frenando el desarrollo de nuevas exportaciones.

Uno de los pilares de la nueva estrategia de desarrollo del gobierno militar fue revertir la situación abriendo la economía al exterior para aprovechar mejor las ventajas comparativas, estimular nuevas exportaciones, someter a todos los sectores a la competencia externa y por medio de ella controlar los monopolios internos, estimular la absorción de nuevas tecnologías, mejorar la calidad de los productos, abrir nuevos mercados y modernizar los sectores no transables.

La reforma comercial empezó en 1974 y las decisiones principales se tomaron entre esa fecha y 1979 al eliminarse las barreras no aduaneras (BNA) y reducir un arancel promedio superior a 100%, con gran varianza, a uno parejo del 10%. Sin embargo, se puede decir que la reforma comercial es un continuo que dura hasta el día de hoy. Ha tenido una evolución dispar desde entonces. La primera sección de este capítulo resumirá brevemente el período previo a los setenta. La segunda sección describirá las reformas comerciales ocurridas desde los años 70. Los impactos sobre las exportaciones, crecimiento, composición de la producción y empleo serán tratados en la tercera sección. La sección siguiente analizará la estrategia de apertura bilateral de los noventa, mientras la quinta sección presentará recomendaciones para el manejo de la política comercial a futuro. Algunas conclusiones generales conformarán la última sección.

II. EL PERÍODO PREVIO A LA REFORMA COMERCIAL

Por más de cuarenta años y hasta 1973 predominó en Chile una estrategia de sustitución de importaciones que marcó profundamente el rumbo y ritmo de la economía. Aranceles altos y dispares, controles de cambios, prohibiciones, monopolios de importaciones, licencias, listas de importaciones permitidas y depósitos previos fueron utilizados para proteger el sector industrial elegido como reemplazante de las exportaciones como motor del desarrollo. La importancia relativa de cada una de las barreras aduaneras (BA) y no aduaneras (BNA) varió durante el período según las preocupaciones más coyunturales (crisis cambiarias, esfuerzos estabilizadores, necesidades de ingresos fiscales, etc.) y la inspiración o preferencias del ministro de turno. Pero la tendencia del grado proteccionista de

las barreras fue al alza, en parte para superar las dificultades planteadas por la sustitución de importaciones más sofisticadas y más costosas, en las cuales el país no tenía ninguna ventaja comparativa (estática o dinámica).

Entre 1950 y 1970 se realizaron tres intentos de reducir las barreras a las importaciones (1956, 1959 y 1968). El último fue más bien de "racionalización" de las barreras a las importaciones. Los depósitos previos fueron reemplazados por aranceles equivalentes y los aranceles sobre insumos y bienes de capital fueron reducidos, pero ello derivó en una protección efectiva aún mayor para diferentes sectores industriales¹. Se intentó, además, reducir el sesgo antiexportador creciente creando un *drawback*. Los dos primeros intentos fracasaron por consideraciones más bien relacionadas con crisis cambiarias (recurrentes en el período), y porque el objetivo principal de la política económica era la estabilización en años de alta inflación. Las BA y BNA y el tipo de cambio fueron usados de manera confusa y a menudo contradictoria en relación al desarrollo industrial que seguía siendo un objetivo importante. El tercer esfuerzo de liberalización también tuvo una vida breve, dado que el año setenta vio un retorno a un régimen muy intervencionista por motivos de control directo de la actividad económica y de las cuentas externas. Los precios perdieron el pequeño rol asignativo que les quedaba de períodos previos y dominaron los cambios múltiples y las BNA.

También se hicieron esfuerzos de liberalización restringida o preferencial en la década de los sesenta para expandir el diminuto mercado local y con ello sacar provecho de las economías de escala y de las complementariedades. Chile fue cofundador primero del Acuerdo Latino Americano de Libre Comercio (ALALC), junto a otras nueve economías, y, en 1969, del Pacto Andino, que intentó profundizar los esfuerzos de integración llevados a cabo por la primera dentro de un subconjunto de seis socios de ALALC (ver sección IV y Cuadro 1).

Los resultados fueron magros. Ello fue consecuencia del escaso grado de liberalización efectiva dentro de ALALC², agravado por la falta de mecanismos de desgravación automática; lo poco diversificado de las economías (en producción y consumo), dominadas por producciones poco complementarias; el elevado grado de proteccionismo hacia el resto del mundo; las dificultades inherentes para encontrar mecanismos de compensación eficientes dentro de un marco de distribución asimétrica de los eventuales beneficios de la integración³; las reacciones asimétricas frente a los continuos desequilibrios macroeconómicos característicos de las economías de la región y las limitaciones de los mecanismos de compensación de pagos.

¹ Entre 1968 y 1969, el Banco Central continuó racionalizando las barreras comerciales a partir de la legislación dictada en 1968 con el objetivo de reducir las protecciones extremas. Desafortunadamente, no hay información disponible sobre los resultados tangibles de ese esfuerzo que fue de corta duración.

² Se mantenía el afán de sustituir importaciones.

³ Los programas industriales del Pacto Andino fueron un fracaso.

CUADRO 1

ORIGEN DE LAS IMPORTACIONES Y DESTINO DE LAS EXPORTACIONES LATINOAMERICANAS

Origen de las importaciones									
	1960	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995	1998
Pacto Andino	6,0	6,4	3,7	13,8	12,3	13,9	7,2	5,1	4,2
Resto de ALALC-ALADI	11,0	14,7	15,7	15,5	14,6	14,3	17,4	22,0	23,0
Resto del mundo	82,9	78,9	80,6	70,7	73,1	71,8	75,4	72,9	72,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Destino de las exportaciones									
	1960	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995	1998
Pacto Andino	1,6	1,6	2,9	6,4	5,7	4,7	3,5	6,6	8,0
Resto de ALALC-ALADI	5,1	6,6	9,4	17,0	17,4	9,7	8,3	11,6	14,4
Resto del mundo	93,3	91,8	87,8	76,6	76,9	85,6	88,2	81,8	77,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Las políticas comerciales adoptadas desde la Gran Depresión obviamente afectaron el desarrollo de las importaciones y exportaciones durante medio siglo: mientras las primeras habían alcanzado el 38% del PIB en los años 20, se mantuvieron a un cuarto de ese nivel hasta 1973. Las exportaciones cayeron en forma más estrepitosa aún: desde 70% del PIB en 1920 a un promedio de 10% en el período 1950-1970. Además, el uso desordenado y a menudo contradictorio de los instrumentos comerciales generó grandes distorsiones por el tratamiento dispar y errático entre sectores productivos. Una ilustración elocuente de ello es la gran varianza en las tasas sectoriales de protección efectiva y su alta variabilidad, la cual sugiere elevados costos por asignación ineficiente de recursos (Cuadro 2)⁴.

⁴ La tasa de protección efectiva indica el grado de protección de valor agregado de un sector en relación a una situación de libre comercio.

CUADRO 2

TASAS DE PROTECCIÓN EFECTIVA, 23 SECTORES, AÑOS SELECCIONADOS
(Porcentajes)

Sector de bienes transables	1961 ^a	1967	1975	1979
1. Agricultura y forestal	145	-7	27	10
2. Pesca	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
3. Minería	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
4. Productos alimenticios	217	365	105	10
5. Bebidas	164	-23	19	13
6. Tabaco	1	-12	68	11
7. Textiles	462	492	138	16
8. Calzado y vestuario	318	16	164	14
9. Madera y corcho	30	-4	93	15
10. Muebles	127	-5	58	11
11. Papel y productos de papel	49	95	114	17
12. Impresos y publicidad	77	-15	75	12
13. Cuero y productos de cuero	325	18	98	13
14. Productos de goma	137	304	55	15
15. Productos químicos	107	64	53	13
16. Petróleo y productos del carbón	-26	1.140	101	13
17. Productos mineros no metálicos	179	1	87	14
18. Metales básicos	74	35	86	17
19. Productos metálicos	45	92	101	15
20. Maquinaria no eléctrica	73	76	72	13
21. Maquinaria eléctrica	92	449	72	13
22. Equipos de transporte	68	271	n.d.	n.d.
23. Otras manufacturas	129	n.d.	n.d.	n.d.
Media aritmética igualmente ponderada	133	168	90	13
Desviación estándares	117	282	33	2
Rango	488	1.127	137	7

Nota: La gran variabilidad intertemporal de las tasas sectoriales es sospechosa. Sin embargo, tanto promedio como grandes diferencias intersectoriales coinciden con evidencias recogidas por el autor de este capítulo durante los años sesenta.

n.d.: No disponible.

^a Corregido de acuerdo a las diferencias específicas entre precios mundiales e internos de los bienes intermedios importados.

Fuente: Behrman, 1976; Aedo y Lagos, 1984.

El intento de liberalización de 1968 fue rápidamente revertido durante la época caótica que duró de 1970 hasta fines de 1973. En septiembre de 1973, el arancel aduanero promedio era 105%, con aranceles que variaban desde 0% hasta 750%. Además, las importaciones correspondientes al 3,6% de las posiciones tarifarias estaban prohibidas, y a las importaciones correspondientes al 56% de otras posiciones tarifarias se les aplicaba un depósito previo de 10.000% por 90 días sin intereses sobre su valor CIF, lo que las hacía virtualmente prohibitivas (sin embargo, el Banco Central, arbitrariamente, eximía de este impuesto a algunos importadores). Un 44% de otras posiciones arancelarias estaban sujetas a una aprobación oficial. Ésta requería costosos procedimientos burocráticos y decisiones oficiales arbitrarias y discriminatorias. Esta parafernalia de controles implicaba que las importaciones clasificadas en casi dos tercios de las posiciones arancelarias estaban directa o indirectamente prohibidas. Estas BNA no sólo representaban trabas al desarrollo, sino que también eran una fuente inequívoca de corrupción que empezaba en el propio Banco Central con la distribución de las cuotas de divisas y permisos de importaciones.

III. REFORMAS COMERCIALES DESDE LOS SETENTA

Uno de los pilares fundamentales de la reforma iniciada después del 11 de septiembre de 1973 fue, sin duda, la apertura amplia de la economía nacional al resto del mundo, coherente con el objetivo de establecer una estrategia de desarrollo hacia afuera estimulada por las exportaciones. Motivos obvios y no tan obvios justificaron esta medida. La estructura de la protección efectiva (Cuadro 2) se había transformado en el elemento probablemente más distorsionador de la economía: penalizaba a los sectores eficientes no industriales; estimulaba el uso de recursos escasos en la producción de bienes de lujo; permitía la creación y mantención de monopolios nacionales y extranjeros; era el causante principal del estancamiento y falta de diversificación de las exportaciones; obstaculizaba el crecimiento al limitar el tamaño del mercado, frenar el ahorro y estimular inversiones de "prestigio", y tendía a favorecer una sustitución ineficiente de importaciones, mediante ejercicios de integración tales como el Pacto Andino, que defendía un arancel externo alto y común.

Además, la nueva causa fue estimulada por nuevas generaciones de profesionales con un conocimiento más acabado de la ciencia económica y las experiencias de países industrializados; porque los gobiernos le dan algún valor a la "diferenciación del producto", y porque diversas instituciones internacionales empezaron a apoyar en forma más decidida la liberalización comercial. Otro factor importante que consideraron las autoridades chilenas fue el convencimiento de que la apertura comercial sería el instrumento más eficaz e independiente para controlar los monopolios nacionales y que guiaría el restablecimiento de los precios internos. Finalmente, los militares chilenos, sin ataduras particulares con los

grupos tradicionales de poder o con la burocracia pasada, eran probablemente, en ese momento, la único grupo capaz de romper la *impasse* existente: o sea, que la oportunidad era única y justificaba ampliamente su *timing*.

III.1. Período 1974-1981: La reforma profunda

Las BNA eliminaron en el espacio de dos años entre 1973 y 1975, mientras las BA fueron reducidas por etapas: hasta 1975 se intentó eliminar la redundancia de los aranceles altos y reducir su dispersión, sin límites precisos prefijados; luego, a partir de 1975, para alcanzar un rango de entre 10% y 35% mediante ajustes semestrales el primer semestre de 1978⁵ (Cuadro 3). Los ajustes anunciados para esa fecha se adelantaron y culminó el proceso en 1977; tres meses después el ministro de Hacienda anunció la reducción mensual lineal de los aranceles para alcanzar una tasa uniforme de 10% en junio de 1979. Esta decisión estuvo influenciada por las disensiones que el arancel diferenciado producía entre productores, por la mayor libertad de maniobra resultante del abandono del Pacto Andino, por la política restrictiva de demanda agregada aplicada en esa época y por la valentía del ministro de Hacienda. Esta cifra de 10% no tenía nada de científico, pero era cercana al cero que algunos técnicos recomendaban (para eliminar el impuesto sobre las exportaciones) y permitía asegurar recursos fiscales para fortalecer el ahorro fiscal y la política de estabilización vigente.

Como consecuencia, el arancel promedio (aritmético) se redujo de 105% en 1973 a 10% en 1979, y la dispersión se redujo prácticamente a cero (Gráfico 1 y Cuadro 3). Sin embargo, el DL 1239 (1975), seguido por el DL 2629 (1979), establecieron y mantuvieron para el sector automotriz una excepción a la regla general al fijar aranceles que en 1979 fluctuaban entre 10% y 90%, según el tipo de vehículo y de piezas y partes⁶.

En los albores de la reforma, las autoridades esperaban que la intensificación de los procesos de integración latinoamericana generara mayores perspectivas de crecimiento (DIPRES, 1978, p.35), por lo cual respetaron los límites arancelarios establecidos para el arancel externo común (AEC) del Pacto Andino. Pero, dada la incompatibilidad de las reglas de juego del Pacto Andino con el deseo de las autoridades chilenas de alcanzar un alto grado de apertura comercial sin discriminación intersectorial y con puertas ampliamente abiertas a la inversión extranjera, Chile se retiró de aquél en 1976.

La actividad económica retomó su ritmo después de la recesión de 1975, estimulada por la explosión de exportaciones, pero moderada a su vez por una política estabilizadora restrictiva. Esta última, más la cirugía mayor que se estaba

⁵ La diferenciación de aranceles nominales según el grado de elaboración de los productos se justificaba internamente en esa época para respetar los compromisos arancelarios contraídos con el Pacto Andino.

⁶ En principio, se uniformaba el arancel al nivel de 10% en 1986, cosa que tampoco ocurrió.

CUADRO 3
MODIFICACIONES ARANCELARIAS: 1973-1989
(Tasas porcentuales sobre el valor C.I.F.)

Fecha	Arancel máximo		Arancel modal		
	Tasa partidas	Porcentajes	Tasa partidas	Porcentajes	Arancel promedio
31/12/73	220	8,0	90	12,4	94,0
01/03/74	200	8,0	90	12,4	90,0
27/03/74	160	17,1	70	13,0	80,0
05/06/74	140	14,4	60	13,0	67,0
16/01/75	120	8,2	55	13,0	52,0
13/08/75	90	1,6	40	20,3	44,0
09/02/76	80	0,5	35	24,0	38,0
07/06/76	65	0,5	30	21,2	33,0
23/12/76	65	0,5	20	26,2	27,0
08/01/77	55	0,5	20	24,7	24,0
02/05/77	45	0,6	20	25,8	22,4
29/08/77	35	1,6	20	26,3	19,8
03/12/77	25	22,9	15	37,0	15,7
.../06/78	20	21,6	10	51,6	13,9
.../06/79	10	99,5	10	99,5	10,1
23/03/83	20	99,5	20	99,5	20,0
22/09/84	35	99,5	35	99,5	35,0
01/03/85	30	99,5	30	99,5	30,0
29/06/85	20	99,5	20	99,5	22,0
05/01/88	15	99,5	15	99,5	15,0
05/01/91*	11	99,5	11	99,5	11,0

* A partir de 1992, manteniéndose el 11% máximo y modal, se reduce el promedio por el número creciente de preferencias otorgadas en los acuerdos comerciales.

Fuente: Ffrench-Davis (1986) y Arancel Aduanero.

haciendo a la muralla proteccionista, redujeron el valor agregado manufacturero en 8% hasta 1981 y en 21% sólo en 1982, por la combinación de recesión y persistente caída en el tipo de cambio real (TCR); el empleo industrial había disminuido en 10% y 18,7%, respectivamente (mayores detalles en sección III).

Las autoridades habían señalado que la evolución del tipo de cambio marcharía unida a la de los aranceles (DIPRES, 1978, pp. 275 y 291). En los setenta, con una cuenta de capital cerrada al exterior, la relación esperada era inversa: al bajar el arancel subiría el tipo de cambio real y ello reduciría el costo del ajuste de la apertura comercial, además de incentivar las exportaciones. Se ajustó inicialmente a las nuevas condiciones macroeconómicas y expectativas de aumento en las importaciones, compensando ampliamente las rebajas de aranceles. La primera devaluación fue traumática por el enorme rezago cambiario heredado (Fontaine, 1988).

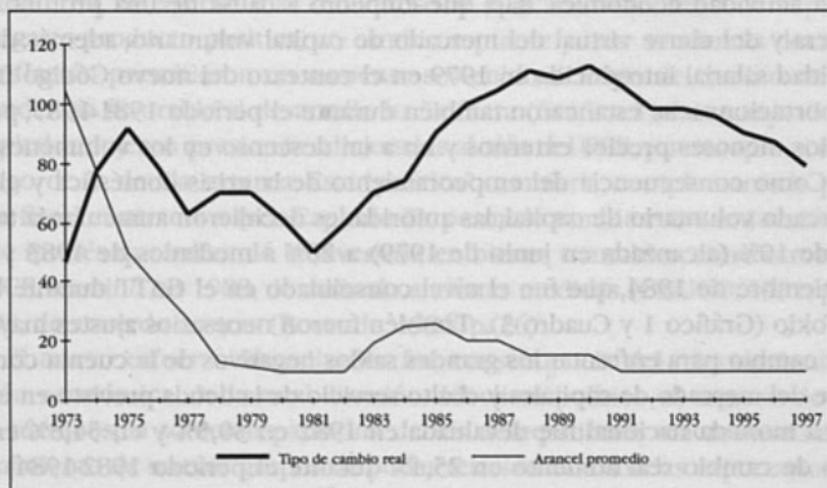
Sin embargo, después de 1976, mientras se efectuaban las rebajas arancelarias más exigentes, y en contraposición con las declaraciones oficiales (y las expectativas que ellas generaban), la evolución del tipo de cambio real fue errática y tendió a caer hasta 1982, porque se utilizaba el tipo de cambio nominal como instrumento para reducir las altas tasas de inflación (sus ajustes fueron inferiores a la tasa de inflación pasada o aun a la esperada; además, su valor se mantuvo en \$39 entre junio de 1979 y junio de 1982 a pesar de las altas tasas anuales de inflación) (Gráfico 1). Esta política fue financiada por la entrada creciente de capitales que hizo posible la apertura paulatina de la cuenta de capital, combinada con el aumento significativo de la liquidez mundial que nadie, en 1974, podía haber previsto⁷. El tipo de cambio real corregido por aranceles bajó en más de 50% con respecto al *peak* alcanzado a fines de 1975 entre esta fecha y mediados de 1982, cuando el tipo de cambio nominal fue finalmente reajustado (Gráfico 1)⁸.

Éste es un período de reformas importantes en otros ámbitos analizados en este libro. La liberalización de todos los precios, la reestructuración del sector público, la reforma fiscal, el fortalecimiento de los derechos de propiedad, la flexibilización y modernización de los mercados de trabajo y capital, la apertura de la

⁷ Este período y faceta particular de la economía merece un análisis más detallado que está presentado en los Capítulos 2 y 9 de este libro.

⁸ Varios autores han subrayado las incoherencias de esta política cambiaria-arancelaria y sus efectos nocivos sobre la economía y para ello utilizan un indicador de TCR corregido por el nivel promedio de aranceles con base 1973 (ver, por ejemplo, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo-CNUCD, 1991, Cuadro 4). Esta medida sobreestima, sin embargo, el impacto negativo de esta incoherencia por la base utilizada. La anormalidad del período 1970-1973 lo descalifica para esos efectos. Si la base que se escoge es el promedio de los sesenta, sólo el período 1980-1982 aparece con un nivel inferior a ese promedio. El índice de tipo de cambio real corregido por el nivel promedio de aranceles de valor 73,1 para los sesenta sube a 175,0 en 1975, baja a 79,3 en 1979 y a 64,9 en 1982. En ese año es sólo inferior en 12% al promedio de los sesenta. Aún así, los productores podían obtener insumos transables más baratos que antes, reduciendo el efecto nocivo anotado. Obviamente, los sectores con protección superior al promedio en los sesenta sufrieron doblemente los efectos de la reforma comercial y la tendencia del tipo de cambio real.

GRÁFICO 1
TIPO DE CAMBIO REAL Y ARANCEL PROMEDIO 1973-1998
(Índice y %)



cuenta de capital, así como la facilitación de la inversión extranjera, fueron de alguna manera complementarias a la reforma comercial (aunque no necesariamente en los setenta, como es el caso de la política cambiaria).

Estas reformas, junto con la liberalización comercial, se reforzaron mutuamente. Los asesores civiles del gobierno militar consideraban imprescindible alcanzar la libertad de precios para restablecer su "veracidad" y una guía inequívoca para ello eran los precios externos. De allí la urgencia de la apertura comercial: libertad de precios y liberalización comercial eran complementarias. Se explica así la secuencia y rapidez de los ajustes arancelarios y no arancelarios.

III.2. 1982-1984: La reversión

Desafortunadamente, el PIB cayó en más de 17% en 1982-1983, mientras el desempleo abierto alcanzaba el 20,4%⁹, desembocando en la peor recesión desde la Gran Depresión. Algunos críticos del enfoque "neoliberal" del desarrollo apuntaron rápidamente el dedo acusador hacia la liberalización comercial profunda como

⁹ Si se incluyen en las cifras de desempleo los empleados en los programas fiscales (PEM y POJH), éstas aumentarían a 25,5% y 28,9%, respectivamente (Cox-Edwards y Edwards, 1996).

causa de dicha depresión. Sin embargo, la combinación de la reducción del TCR y de los términos del intercambio (consecuencia de la recesión en los países de la OCDE); el aumento significativo en la tasa de interés real en los mercados mundiales y un intento estabilizador fallido explican en buena parte el inicio de la caída en la actividad económica. Baja que empeoró a causa de una profunda crisis financiera y del cierre virtual del mercado de capital voluntario, además de la inflexibilidad salarial introducida en 1979 en el contexto del nuevo Código Laboral. Las exportaciones se estancaron también durante el período 1981-1985, pero debido a los menores precios externos y no a un descenso en los volúmenes.

Como consecuencia del empeoramiento de la crisis doméstica y el cierre del mercado voluntario de capital, las autoridades decidieron aumentar la tasa uniforme de 10% (alcanzada en junio de 1979) a 20% a mediados de 1983 y a 35% en septiembre de 1984, que fue el nivel consolidado en el GATT durante la Ronda de Tokio (Gráfico 1 y Cuadro 3). También fueron necesarios ajustes mayores al tipo de cambio para enfrentar los grandes saldos negativos de la cuenta corriente, el cierre del mercado de capitales y el alto servicio de la deuda previsto en el corto plazo. La moneda nacional fue devaluada en 1982 en 30,5% y en 54,8% en 1983 (el tipo de cambio real aumentó en 25,4% durante el período 1982-1984) (Gráfico 1). El aumento fue tal que, en septiembre de 1984, cuando el arancel subió a 35%, el tipo de cambio real corregido por el arancel promedio alcanzó un nivel de 36,7% superior al promedio de los sesenta. Asimismo, la transferencia neta de recursos tradicional fue casi revertida: el déficit de la balanza comercial (FOB) de US\$ 3.300 mil millones en 1981 se transformó en un excedente de US\$ 1.000 mil millones en 1983.

Varias fuerzas conspiraron contra la posibilidad de mantener un arancel bajo. En medio de una situación macroeconómica caótica, la producción industrial seguía reduciéndose y aumentaba el desempleo a niveles cercanos a los de la Gran Depresión. Los gremios de productores que estaban en situaciones financieras comprometidas buscaban cualquier salvavidas para sobrevivir. Finalmente, y no menos importante, las autoridades políticas, muy debilitadas por los problemas sociales exacerbados por la crisis, estaban dispuestas a ceder en los principios conductores del modelo que se había querido implantar. Se rodearon de personas menos técnicas, más flexibles al entorno sociopolítico y a las quejas empresariales y menos comprometidas con el modelo. La decisión de los aumentos indicados, si bien técnicamente inadecuada para resolver los grandes desequilibrios macro y financieros, tuvo dividendos políticos positivos.

III.3. 1985-1990: El despegue (¿Segunda reforma comercial?)

La liberalización comercial revivió con la reducción del arancel a 20% a mediados de 1985, a 15% en 1989, y por la devaluación real constante de la moneda nacional (Gráfico 1). Sin embargo, se establecieron bandas de precios, sobre-

tasas y precios mínimos de aforo. Pero el período, que había empezado con alto desempleo, gran escasez de divisas y bajos salarios reales, fue testigo de una reversión impresionante en todas las facetas (ver Capítulo 2).

La combinación de menores términos del intercambio, altos servicios de la deuda externa, un acceso más dificultoso al mercado voluntario de capital, una brecha gasto-producto positiva, un cambio reptante y una tendencia decreciente de la inflación permitieron un aumento sostenido del tipo de cambio nominal y real, tendencia favorable al desarrollo hacia fuera (Gráfico 1). Los *swaps* de deuda por capital indujeron presiones adicionales al alza del TCR, puesto que aceleraron el repago de la deuda externa. Esta "política" cambiaria, complementada por una política fiscal contractiva (ver Capítulo 3), permitió también una reducción de las tasas de interés que estimuló la inversión en bienes transables, entre otros. El alza en el TCR terminó en 1989, de acuerdo a ciertas medidas (CNUCD, 1991, p. 44); y en 1990, de acuerdo a otras (Rosende, 1996, p. 26).

El nuevo esfuerzo liberalizador fue consecuencia del mejoramiento en la situación económica, de la estabilización del clima político, el regreso de los ministros técnicos, la solución paulatina de los desequilibrios macroeconómicos, el fortalecimiento de nuevos grupos de poder relacionados con las exportaciones que se oponían a los altos aranceles¹⁰ y el fracaso del sector empresarial en acordar un nuevo arancel para ser propuesto al gobierno (no hubo acuerdo sobre nivel ni diferenciación). Empeñadas en fortalecer la recuperación, consideraciones fiscales frenaron las intenciones de volver al nivel arancelario del 10%. Sin embargo, este nuevo esfuerzo liberalizador fue acompañado de la aplicación de sobretasas y las bandas de precios.

Las sobretasas fueron aplicadas dentro del marco del Código de Tasas Compensatorias del GATT y como medidas *antidumping* (legalmente válidas desde 1981), pero sólo 35 casos fueron aprobados entre 1982 y 1986 (menos del 25% de los casos presentados) (De la Cuadra y Hachette, 1991).

Un nuevo ministro de Agricultura abogó por una solución pragmática para proteger a la agricultura en medio de la crisis y para apagar las voces de descontento rural. Estableció tres bandas de precios (trigo, remolacha y maravilla)¹¹. Este instrumento es usualmente un estabilizador de precios y no una herramienta proteccionista. Pero las reglas de juego cambiantes y amañadas agregaron un elemento de protección en relación a otros sectores sustituidores de importaciones. En promedio, durante el período 1982-1995, los cereales protegidos por esas bandas fueron amparados por una protección nominal dos veces superior a la otorgada a los otros sectores (Valdés, 1996), la cual les permitió beneficiarse de una tasa de pro-

¹⁰ Aunque no economistas, los exportadores habían descubierto la discriminación creada por los aranceles y el sesgo antiexportador que generaban. Valdés (1996) estimó que dicho sesgo era equivalente a un impuesto a las exportaciones entre 20% y 22% en el período 1985-1995.

¹¹ Estos productos fueron escogidos por su pretendido uso intensivo de mano de obra y tierra y por la dispersión geográfica de su producción. Grupos de poder ruidosos ayudaron también.

tección efectiva de 46% contra el 10% del resto¹². Esta protección adicional es aún más cuestionable a la luz de otro antecedente, que la discusión del momento (y la actual) olvidó piadosamente: el tipo de cambio real corregido por el arancel "pertinente" para el sector agrícola había aumentado de 56,3 en 1968 a 99,9 en 1984 (77%), y a 120,0 en 1986 (113%). Fue uno de los sectores más favorecidos por la reforma comercial y las demás reformas.

En todo caso, dadas las presiones considerables a favor de una mayor protección, los cambios efectivos contrarios a la apertura comercial efectuados desde 1979 fueron notablemente modestos, aunque deban considerarse como una reversión del proceso de liberalización de los setenta.

Los exportadores recibieron también alguna ayuda. El *drawback* creado en los sesenta volvió a ser operativo (aunque su cobertura siempre fue limitada) y se creó un reintegro simplificado para las pequeñas exportaciones no tradicionales (1985)¹³. Además, los importadores de bienes de capital podían postergar el pago de los derechos aduaneros por siete años y los exportadores que los usaban estaban exentos de dicho pago. Estos instrumentos pretendían disminuir el todavía existente sesgo antiexportador. Tanto este último instrumento como el reintegro simplificado deberán ser eliminados a más tardar en 2002 por las reglas de la Organización Mundial del Comercio (OMC).

III.4. Desde 1990: ¿Una nueva estrategia de apertura?

Existían serias dudas al principio del período democrático sobre la continuidad de la estrategia de desarrollo hacia fuera. Los nuevos actores políticos en 1990 habían sido críticos de dicha estrategia desde sus principios (ver, por ejemplo, CNUCD, 1991). Por tanto, no sorprende que existiesen temores de reversión de la liberalización comercial. Las exportaciones tenían un comportamiento espectacular, pero el nuevo gobierno, con un discurso social, hacía presagiar reducción de la competitividad por aumentos rápidos de salarios reales y costos laborales, y reducción de la flexibilidad laboral. El golpe habría sido severo, dados los primeros síntomas de un cambio en la tendencia del tipo de cambio real.

Sin embargo, contra toda expectativa, nada de esto ocurrió. Las autoridades decidieron seguir la misma estrategia heredada, e incluso redujeron la tasa uniforme de 15% a 11% en enero de 1991. No obstante, a partir de 1992, se produjo un cambio importante en la política de liberalización comercial al inclinarse el gobierno hacia una estrategia de liberalización bilateral por la vía de acuerdos comerciales preferenciales para profundizar la apertura. Esta estrategia bilateral será tema de la sección IV.

¹² El valor agregado por esos productos no era significativo ni en el PIB ni en el valor agregado agrícola, aunque sí en el consumo.

¹³ Éste consiste en un reintegro de un porcentaje prefijado del valor exportado.

Desde 1989, el TCR no ha desempeñado un rol activo en la estrategia de desarrollo hacia fuera, puesto que su valor ha caído sistemáticamente desde entonces, reduciéndose la participación de las exportaciones en el producto a precios corrientes (aumentó a precios constantes). El cambio reptante ha sido mantenido. Sin embargo, la brecha creciente gasto-producto, financiada generosamente con inversión extranjera directa (IED) y con flujos internacionales de capital de corto plazo a pesar del encaje impuesto sobre el crédito externo y los flujos de corto plazo (Rosende, 1996, Agosín y Ffrench-Davis, 1999), explican una buena parte de la tendencia decreciente del tipo de cambio real. En menor grado, ha influido sobre esa tendencia el aumento en la productividad relativa de los sectores transables. Los términos del intercambio han desempeñado un rol ambiguo puesto que, a pesar de sus vaivenes, se han mantenido en promedio relativamente constantes.

III.5. Consideraciones generales: 1974-1998

El intercambio comercial ha sido estimulado (o frenado) por otras medidas al margen de las descritas. Éstas incluyen al menos el multilateralismo, los servicios, el mercado de capital, la inversión externa directa, la información, investigación y desarrollo y la política cambiaria.

Chile se mostró activo en la tarea de fortalecer las *negociaciones multilaterales* durante el período 1974-1998: ha firmado la mayoría de los códigos de la OMC, participa en el Grupo Cairns y apoya reformas profundas en la OMC, así como la aceleración del desmantelamiento de las barreras comerciales en el mundo.

Las exportaciones de *servicios* se han ampliado, especialmente en el campo de las telecomunicaciones, finanzas, transportes, *softwares*, servicios ingenieriles y turismo. La desregulación, la privatización y la modernización y flexibilización de esos mercados han estimulado estas exportaciones no tradicionales mediante la mayor competencia e inversión doméstica y extranjera. La abundancia relativa de habilidades con respecto al resto de Latinoamérica, y la transnacionalización de empresas han derivado en una diversificación de la exportación de servicios. Se argumenta a menudo que la jibarización del sector transable, a pesar del éxito exportador, contradice las teorías económicas tradicionales. Sin embargo, este sector transable excluye tradicionalmente los servicios que también pueden ser transables. Es probable que, debidamente corregido por esta omisión, los transables pueden haber aumentado su proporción en el producto. Desafortunadamente, la información pertinente escasea.

El mercado de capital no apoyó una reasignación importante de recursos e inversiones en los sectores exportables (y en ningún sector) hasta la segunda mitad de los ochenta: la liberalización financiera, después de un período de represión financiera, redundó inicialmente en muy altas tasas de interés (hasta 60% real). Su apertura al exterior permitió la reducción de las mismas, pero en promedio

permanecieron alrededor del 30% real entre 1974 y 1984. Aunque las condiciones se volvieron más favorables al ahorro externo a principios de los ochenta, el mercado voluntario de capital estuvo bloqueado durante el resto de ese decenio (ver Capítulo 9).

En condiciones de relativa estabilidad de los mercados de capital, la liberalización financiera debería haber precedido a la comercial. Sin embargo, tanto en los setenta como en los ochenta, el país no tuvo elección. Por un lado, la oportunidad y aun la necesidad de abrir la economía al exterior para el restablecimiento rápido de precios relativos más "verdaderos" y, por otro, el altísimo riesgo país vigente durante la mayor parte de los setenta conspiraron contra la secuencia más deseable. La falta de o la mala regulación financiera también hubiese anulado los beneficios de dicha secuencia. En los ochenta, la pérdida del acceso al crédito voluntario no impidió que se volviese a liberalizar. Tanto en los setenta como en los noventa, flujos de capitales superiores a los de "equilibrio" fueron serios obstáculos a la exportación y, por tanto, a la mayor liberalización comercial por su impacto sobre el tipo de cambio real.

El *Estatuto de Inversión Extranjera* (Decreto Ley 600) ha sido flexible desde 1974. Las discriminaciones contra la IED fueron eliminadas, se permitió el acceso de ella a todos los sectores productivos y se abolieron los requisitos de contenido local (con excepción del sector automotriz). La inversión extranjera ha sido significativa, pero sólo después de 1986 y el 60% de ella se ha concentrado en el sector minero. La inversión extranjera fue también favorecida por una ley, aprobada durante los setenta, que permite la propiedad privada minera y que aumenta las dificultades de expropiación de los derechos (denuncios) mineros¹⁴.

La IED fue también subsidiada por los *swaps* de deuda por capital durante el período más fértil en privatizaciones (1985-1990), período que coincide con altos servicios de la deuda externa y acceso limitado al mercado de capital voluntario. Pero los emprendimientos mineros no pudieron hacer uso de ese instrumento y sólo los proyectos que envolvían transferencia de tecnología y nuevas exportaciones tuvieron prioridad. El 40% de la IED efectuada durante el período 1985-1991 fue financiado con *swaps* y el 60% de ella fue a la industria y agricultura (especialmente silvicultura, pulpa y papel, todos ellos exportables) (CEPAL, 1997). El programa de *swaps* fue abolido en 1996. Además, se han suscrito 45 tratados de Promoción y Protección de Inversiones (APIS), que son importantes para asegurar a la inversión chilena en el exterior condiciones parecidas a aquellas de las que gozan las inversiones extranjeras en Chile.

"Aunque menos importante cuantitativamente hablando que las inversiones en minería, algunas inversiones en el sector agroindustrial han sido importantes en el desarrollo de nuevas exportaciones. Por ejemplo, empresas americanas de *packing* han traído nuevas facilidades de almacenamiento y de transporte y han abierto nuevos canales de distribución para los productos chilenos; una inversión

¹⁴ La aprobación de esta legislación fue traumática (Fontaine, 1988).

efectuado por un viñatero español ha sido responsable de la introducción de una nueva tecnología en la industria del vino. La imitación de productores tradicionales chilenos ha estimulado la exportación de ese producto. Tales inversiones no se habrían hecho si las regulaciones de IED no hubiesen sido liberales. Al mismo tiempo, es importante enfatizar el componente de información de la IED en relación tanto con tecnología como con mercados" (CEPAL, 1997, p. 33).

La información sobre mercados ha estado disponible para pequeñas y medianas empresas desde 1974 por medio de PROCHILE. La promoción comercial (32 oficinas comerciales repartidas por el mundo), estudios de mercado, información comercial y, más recientemente, una campaña agresiva para crear una imagen-país han sido sus actividades principales. Hasta ahora es una entidad pública, pero se va a transformar en una corporación independiente semiestatal. Ella también estimula la creación de asociaciones de exportadores. Estas asociaciones son subsidiadas, ya sea directa o indirectamente, a través de la corporación pública de fomento (CORFO) por un predeterminado número de años.

El desarrollo tecnológico se ha llevado a cabo por la Fundación Chile, la IED, el INIA (centro semiautónomo de investigación agrícola creado en 1964), las universidades y los viajes de los productores. Los gastos en investigación y desarrollo son desafortunadamente bajos: apenas 7/10 del 1% del PIB. La industria del salmón representa una historia interesante de adaptación tecnológica y de desarrollo (Achurra, 1995). La Fundación Chile experimentó primero con el nuevo producto en Chile, y luego vendió la primera granja de salmones y truchas a una empresa japonesa; el efecto demostración resultante y otros factores hicieron el resto: partiendo de cero en 1986, Chile exporta hoy más de US\$ 500 millones, se ha transformado en el segundo mayor productor de salmón del mundo detrás de Noruega, y totaliza el 15% de la productividad mundial. Otro ejemplo ilustrativo es el del vino, ya citado en el contexto de la IED.

¿Ha existido una política industrial a favor de las exportaciones?

1. El D.L. 701 de 1974 estableció un subsidio de 75% del costo de plantaciones para el sector forestal. Adicionalmente, se hizo inexpropiable la tierra plantada privadamente, fueron autorizadas las exportaciones de madera en bruto, fue derogada la prohibición de cortar árboles de menos de 18 años y han estado disponibles diversas líneas de crédito en condiciones relativamente favorables para personas naturales y pequeñas empresas. Sin embargo, el mencionado subsidio ha estado acompañado de un requisito de replantación obligatoria después del corte, lo cual ha tenido un efecto disuasivo en las grandes empresas que prefirieron no hacer uso de dicho mecanismo. La pequeña proporción del subsidio dentro de los costos totales de producción forestal, la necesidad de reducir la erosión (externalidad) y la presencia eventual de una verdadera falla de mercado (en ausencia de un mercado de capital eficiente), dado el largo del período que corre entre la plantación y el corte *versus* el horizonte usualmente más corto de los consumidores e inversionistas, siembran dudas sobre el atributo de "política industrial" asignable a dicho subsidio.

2. Distinto es el caso del sector automotriz, al cual se le otorgó un tratamiento especial para estimular la producción doméstica y las exportaciones y hacerlo beneficiario de un mayor nivel de protección nominal (efectivo) que el de la tasa uniforme. El Estatuto Automotor permite, además, importaciones libres de aranceles a las piezas del CKD en la medida en que las importaciones sean compensadas por exportaciones de igual valor. El Estatuto contempla también un crédito tributario sobre componentes nacionales. Lo anterior implica la existencia de subsidios cruzados a las exportaciones de automóviles y piezas y partes. Sin embargo, estos incentivos deberán desaparecer a fines de 1999, dada la incompatibilidad de ese régimen con las reglas establecidas por la OMC dentro del marco de las *Trade Related Investment Measures* (TRIM). Es probable que ello redunde en una reducción de las exportaciones en esos rubros.

Finalmente, pero no menos importante, está la *política cambiaria*, que fue descrita en la presentación de cada subperíodo. Sólo cabe mencionar que si bien los esfuerzos de estabilización pueden ser compatibles con una profunda liberalización comercial, el uso del tipo de cambio como instrumento estabilizador (como en los 70) es incompatible.

IV. IMPACTOS

En un contexto de cambios institucionales múltiples y simultáneos, hay un problema serio de asignación de los efectos netos de la apertura comercial. Sin embargo, con el paso del tiempo y la aparición de un número creciente de investigaciones sobre aspectos relacionados con nuestro objetivo, se hace menos difícil desenmarañar algunas consideraciones básicas al respecto. Los impactos negativos fueron en general inmediatos, los positivos, rezagados; por ello, generalmente se destacan los primeros y los últimos se dejan de lado. Pero han pasado 25 años desde el principio de la reforma comercial y algunos de los impactos positivos ya han aflorado. Se tratará de rescatarlos aquí en sus aspectos principales. La hipótesis que sirve de marco a esta sección sugiere que la reforma comercial desencadenó los tipos de impactos analizados y la profundidad de éstos fue determinada también por las otras reformas estudiadas en este libro. El análisis de esta sección se referirá a las consecuencias eventuales de la reforma comercial sobre las exportaciones, el crecimiento, la composición de la producción y el empleo.

IV.1. Exportaciones

Las exportaciones de bienes han crecido a una tasa promedio anual de 9,1% entre 1973 y 1998, cuando ésta se mide a precios constantes; a precios de cada año, han crecido a una tasa de 10,2% (Cuadro 4). Su participación en el PIB aumentó de 16,2% en el período 1971-1975 a 27,6% a precios de cada año en 1996-

1998, y se ha multiplicado por tres entre los dos períodos a precios constantes. Estas diferencias marcadas entre los dos resultados revelan la importancia significativa de los términos del intercambio y del TCR.

Los productos y mercados se han diversificado también. El cobre, que alguna vez representó un 80% de las exportaciones, sólo representa el 37% en 1998, a pesar de haberse multiplicado por cinco su volumen exportado (Cuadro 5); la participación del sector público en la producción también se ha reducido desde casi 100% en los setenta hasta menos del 40% en la actualidad. Otros productos mineros han reducido también su participación desde 1970, pese a que su valor exportado se ha multiplicado por 10.

CUADRO 4
CRECIMIENTO DEL PIB Y EXPORTACIONES, 1961-1998
(Precios constantes; promedio quinquenal; %)

Período	PIB	Exportaciones
1961-1965	3,8	5,3
1966-1970	4,7	0,5
1971-1975	-2,3	4,8
1976-1980	6,8	12,0
1981-1985	-0,4	3,2
1986-1990	6,7	10,4
1991-1995	8,7	9,8
1996-1998	6,2	11,3

Fuente: Banco Central de Chile y CEPAL.

CUADRO 5
COMPOSICIÓN DE LAS EXPORTACIONES CHILENAS: 1960-1998
(Porcentajes)

	Productos mineros		Productos del mar	Productos agrícolas	Productos forestales	Otros	Total
	Cobre	No cobre					
1960	69,8	17,4	0,1	4,8	0,4	7,6	100,1
1970	75,5	9,9	0,1	2,7	0,9	10,8	99,9
1980	46,1	13,3	6,2	6,0	12,7	15,7	100,0
1990	45,6	8,5	10,0	10,5	10,1	15,3	100,0
1998	37,0	7,3	10,5	13,9	9,5	21,7	99,9

Fuente: Banco Central de Chile.

La canasta exportada chilena es muy intensiva en recursos naturales. Sin embargo, ha habido una importante diversificación dentro de esta categoría: productos del mar, de la silvicultura y la agricultura han aumentado rápidamente sus respectivas participaciones (Cuadro 5); también el peso relativo de otras exportaciones como las manufacturas no relacionadas con recursos naturales se ha elevado desde 7,6% en 1970 a 21,7% en 1998. Las exportaciones de manufacturas han aumentado 100 veces desde 1960. Los diez productos más importantes alcanzaban el 90% en 1970, y hoy sólo suman un 57,1%. Por ejemplo, las exportaciones de fruta fresca han aumentado a la tasa promedio anual del 24% durante el período 1974-1990; la madera aserrada, a una tasa de 25%, etc. La balanza comercial agrícola ha mejorado sistemáticamente al menos hasta 1990 (Hachette y Rozas, 1993, Tabla V-11).

En 1986 había 896 empresas exportadoras, mientras hoy 5.840 empresas exportan más de 3.700 productos a 166 países diferentes. Esto es, la diversificación de las exportaciones ha estado presente en los mercados de destino, lo que contrasta con el hecho de que los socios comerciales de Chile eran solamente 50 en los años setenta con menos de 1.000 productos¹⁵. Con un destino fuertemente concentrado en Estados Unidos y Europa en los setenta, hoy la canasta de mercados está bien balanceada puesto que todas las regiones del mundo tienen aproximadamente la misma participación en las exportaciones chilenas (Gráfico 2). Sin embargo, el contenido relativo varía según las regiones de destino: Latinoamérica importa un mayor porcentaje de manufacturas chilenas que las demás regiones, en tanto Asia absorbe la mayor cuota de recursos naturales en bruto y procesados (tales como cobre y otros minerales, madera, pescado, etc.). Las exportaciones a Europa están también sesgadas hacia las mismas categorías de productos. Las mayores exportaciones manufactureras están concentradas en países de menor desarrollo como los latinoamericanos (México incluido); ello es probablemente una consecuencia de que son más altamente protegidas en esos mercados, además de las preferencias comerciales de intercambio en los acuerdos comerciales; de que esos mercados demandan productos de tecnología simple y de que algunas manufacturas exportadas son intensivas en costos de transporte.

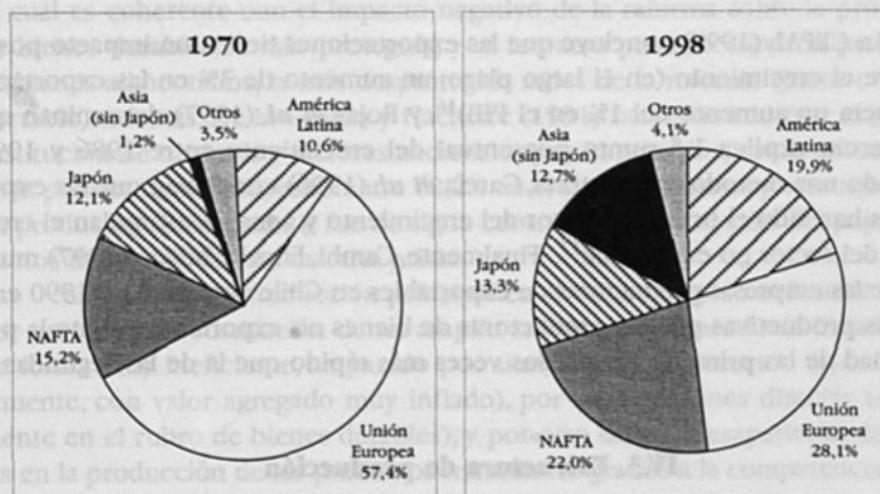
A pesar de la proximidad y la existencia de acuerdos preferenciales, Brasil y Argentina sólo alcanzan el rango cinco y seis, respectivamente, de nuestros socios más importantes: socios muy distantes tales como EE.UU., Japón, Inglaterra y Corea encabezan la lista. Los dos primeros, EE.UU. y Japón, compran cada uno tres veces más que Brasil y casi cuatro veces más que Argentina. Como se podría esperar, el número de productos exportados aumenta con la proximidad: es mucho mayor para los países latinoamericanos, especialmente los vecinos, que para los

¹⁵ Algunos de esos mercados son emergentes y todavía inestables: algunos se abren, otros se cierran. A pesar de ello, el número de mercados estables sigue en alza y alcanza un total de 153 en 1997 (PROCHILE, 1998).

mercados más importantes, con la excepción de Estados Unidos. El hecho de tratarse de productos de inferior calidad y con más alta contribución de costos de transporte puede ser la razón de este resultado.

La exportación de servicios no financieros ha aumentado también, aunque en forma más lenta. Alcanzaron US\$ 3.700 millones en 1997; sin embargo, su saldo neto (exportaciones menos importaciones) se ha mantenido en niveles similares a los de los setenta.

GRÁFICO 2
 DESTINO DE LAS EXPORTACIONES
 (Millones de US\$; FOB)



Fuente: Banco Central de Chile.

IV.2. Crecimiento

En octubre de 1973, el almirante Lorenzo Gotuzzo, recién nombrado ministro de Hacienda, declaraba que las mejores perspectivas de crecimiento estaban en la apertura a la competencia internacional. No había leído a Smith, Samuelson, Bhagwati o Krueger, pero sí había adquirido una sólida noción del mundo real como intendente de la Marina chilena por muchos años. Además, el grupo técnico civil que sostenía esa tesis adquiriría un peso creciente en las reformas de la época. Otras razones para adoptar esta estrategia ya fueron analizadas en la Parte II. ¿Estaba en lo cierto? El Cuadro 4 resume el comportamiento del PIB antes de la reforma comercial y desde los comienzos de esta última. Los resultados son con-

secuencia de varias fuerzas que han interactuado y que plantean de nuevo el problema de asignación del rol de la liberalización comercial

Reformas institucionales profundas (que se analizan en este libro), la política macroeconómica, el nivel de las amplias fluctuaciones de los términos del intercambio, las recesiones mundiales, la liquidez mundial de los setenta y el apretón financiero internacional de los ochenta también pueden haber influido; Barro (1999) menciona el amparo de la ley, la acumulación de capital humano, el desarrollo del mercado de capital, la participación de la inversión en el PIB. Pero él y otros autores encuentran evidencias de una relación positiva entre grado de apertura y crecimiento (en el caso chileno y otros), semejante a lo detectado por Lee (1993) y Sachs y Warner (1995) para una muestra grande de países. Coeymans (1999) descubre que en Chile la influencia principal sobre la productividad total de factores ha sido, durante el período 1961-1997, el grado de apertura al exterior.

La CEPAL (1997) concluye que las exportaciones tienen un impacto positivo sobre el crecimiento (en el largo plazo, un aumento de 3% en las exportaciones genera un aumento del 1% en el PIB)¹⁶, y Rojas *et al.* (1997) determinan que el comercio explica 1,5 punto porcentual del crecimiento entre 1986 y 1996. Utilizando una metodología distinta, García *et al.* (1996) concluyen que las exportaciones han sido el principal motor del crecimiento y, además, estimulan el crecimiento del sector no exportable¹⁷. Finalmente, Camhi, Engel y Micco (1997) muestran que las empresas productoras de exportables en Chile alrededor de 1990 eran 56% más productivas que las productoras de bienes no exportables, y que la productividad de las primeras creció dos veces más rápido que la de las segundas.

IV.3. Estructura de producción

La producción de manufacturas disminuyó en 24,1% hasta 1981, y siguió bajando durante la recesión. El efecto precio de la reducción de aranceles no compensada por tipo de cambio real fue mayor que el efecto ingreso y como fue dispar entre subsectores manufactureros indujo un cambio muy significativo en la composición de esta rama hasta 1981. La producción se redujo entre 64,7% (productos metálicos) y 27,9% (productos minerales no metálicos) en los sectores netamente importables; se redujo en menor grado en los sectores poco transables entre 20,6% (bebidas) y 12,7% (impresos y publicidad); y aumentó entre 14,8% (papel y productos de papel) y 61,7% (muebles) en los sectores exportables. Des-

¹⁶ CEPAL (1997) encuentra que, después de aplicar una prueba de causalidad, las exportaciones no afectan las inversiones, el otro ingrediente importante en la determinación de la tasa de crecimiento.

¹⁷ García *et al.* (1996) señala que un crecimiento de 10% en el valor agregado exportable genera un valor agregado adicional de 2,4% en el sector no exportable.

afortunadamente, la baja inversión en los sesenta y principios de los setenta, políticas macroeconómicas restrictivas, desarrollo insuficiente del mercado de capitales y señales poco claras para nuevas inversiones por la caída del TCR aumentaron el costo de dichos ajustes. Desde 1981, han predominado los efectos de variación del ingreso, términos del intercambio y TCR sobre el de la política comercial posterior a esa fecha, y no hay estimación de impactos posteriores de esta última sobre la composición de la producción manufacturera.

La evidencia disponible sugiere que ha aumentado la importancia relativa de las importaciones de bienes intermedios; esto no contradice la posibilidad de una reducción del sector manufacturero tradicional ni tampoco la ampliación de otras manufacturas en la agricultura, pesca, silvicultura y minería. Cambios importantes ocurren a niveles más desagregados. Por ejemplo, disminuye la proporción de los bienes de consumo alimenticios y aumenta aquella de los no alimenticios, lo cual es coherente con el impacto negativo de la reforma sobre la producción de bienes durables, la más protegida, y el impacto positivo sobre la producción de bienes alimenticios, la más desprotegida antes de la reforma (junto con el exportable). Además, De la Cuadra y Hachette (1991) han estimado que el grado de sustitución de insumos y factores nacionales por importados, como consecuencia de la política comercial, varió entre 62,2% en el caso de zapatos y vestuario y 0,9% en productos alimenticios y fue de signo contrario sólo en el caso del papel y productos derivados de esta materia prima.

Sin embargo, la reducción principal en el valor agregado industrial se debe, por un lado, a la sustitución de un amplio subsector que producía bienes finales en forma muy ineficiente, amparado por altas tasas de protección (y, consecuentemente, con valor agregado muy inflado), por importaciones directas (especialmente en el rubro de bienes durables); y, por otro lado, la desaparición de las rentas en la producción de los productos remanentes gracias a la competencia externa estimulada por la reforma comercial. En consecuencia, la llamada "desindustrialización" (menor valor agregado industrial) no es equivalente a una reducción del bienestar y ni siquiera de una reducción efectiva de producción manufacturera: una consecuencia de la reforma fue la eliminación de la grasa¹⁸.

La agricultura tuvo una reacción más positiva que las manufacturas. La contribución del sector aumentó hasta 1990, un resultado sorprendente a la luz de comparaciones internacionales que muestran una tendencia decreciente en el rubro. En todo caso, el resultado es también coherente con la tesis de represión de la agricultura en el período de sustitución de importaciones. La producción de la mayoría de los productos agrícolas aumentó entre 1974 y 1990, con la excepción del trigo, que se estancó (Hachette y Rozas, 1993).

¹⁸ Si la tasa de protección efectiva promedio pertinente al sector industrial era de 150%, una reducción del valor agregado de ese sector en dos tercios es compatible con un aumento del sector manufacturero y no con desindustrialización, aunque haya cambiado la composición.

Un marco más atractivo y precios relativos explican el comportamiento general y por producto. La reducción de la inestabilidad de los precios, el reforzamiento del derecho de propiedad¹⁹, la mayor credibilidad de las autoridades, la liberalización de los mercados de factores, productos, insumos, tierra y agua, el mejoramiento de la infraestructura y la capacidad de administración, mayor fluidez en la transferencia tecnológica y la competencia impuesta por la nueva estrategia desembocaron en mayor productividad. La productividad media ha aumentado en más de 20% durante el período 1974-1990 en todos los bienes exportables, importables y no transables, como la papa. Las bandas de precios han generado una mayor estabilidad en los precios y, así, al disminuir riesgos, deben haber estimulado aumentos de productividad (sin embargo, los aumentos han sido mayores en las cosechas no protegidas por bandas).

Además, la composición de la producción agrícola cambió en forma crítica. Aumentó el valor agregado en frutas, silvicultura y vinos, mientras ocurrió lo contrario en los productos tradicionales a pesar del apoyo de las bandas de precios (al menos después de 1990). No obstante la disminución de los precios relativos, tanto de importables como de exportables a consecuencia de la reducción del tipo de cambio real, sigue creciendo el *quantum* exportado.

Es interesante, y en cierto modo, desconcertante que dado el aumento de un 30% en el TCR corregido por arancel entre 1984 y 1988, el sector transable haya mantenido sólo su participación en alrededor de 36% del PIB y la industria, en 17,5%. Dado que las exportaciones del sector aumentaban, la parte de sustitución de importaciones, por lo tanto, disminuía a pesar de la protección creciente.

IV.4. Empleo

Cualquier liberalización comercial, al estimular una reasignación de recursos, implica cambios en la composición del empleo, desempleo de corto plazo cuyo rigor depende críticamente de la flexibilidad de la legislación laboral, de la movilidad, de la velocidad e intensidad de nuevas inversiones, y de las habilidades y capacidades del trabajador, pero la liberalización comercial, *per se*, no genera desempleo de largo plazo. De hecho, las autoridades esperaban que los sectores beneficiados por la reforma crearan más empleo que los perjudicados (DIPRES, 1978, p.107).

Es difícil desenmarañar el impacto específico de la reforma comercial chilena sobre el desempleo o empleo, puesto que simultáneamente se dieron modificaciones en las regulaciones laborales, la estructura de la población, una reorganización profunda del gobierno y la recesión de 1982-1983. Sin embargo, algunas investigaciones sugieren que: 1) dadas las rigideces laborales existentes, el 3,5% de la fuerza de trabajo quedó desocupada como consecuencia de la reforma co-

¹⁹ La reforma comercial fue acompañada durante los setenta de la reversión de la reforma agraria de los sesenta y principios de los setenta.

mercial de los setenta (Edwards, 1982); 2) la reducción de la protección fue acompañada de un incremento de la probabilidad de quedar desocupado y de la probabilidad condicional de permanecer desocupado por más de 24 semanas, aunque, a medida que las "empresas y trabajadores tengan tiempo para ajustarse a las nuevas condiciones de competencia, el impacto de reducciones tarifarias adicionales sobre la duración (condicional) del desempleo se vuelve negligible" (Cox-Edwards y Edwards, 1996)²⁰; y 3) 20.000 trabajadores fueron despedidos del sector industrial durante ese mismo período, pero dado el incremento significativo simultáneo del empleo en el sector agrícola (efecto no tomado en cuenta por Edwards), el desempleo no aumentó en términos netos, sino todo lo contrario (De la Cuadra y Hachette, 1991): aumentaron los trabajos de tiempo parcial en la agricultura, las mujeres también fueron atraídas a labores rurales relacionadas con exportaciones, aumentando con ello la tasa de participación de la población, y no se redujo la contribución del empleo agrícola en el empleo total hasta 1990. Como consecuencia de ello, las ciudades de provincia crecieron más rápidamente que la capital.

Los impactos de la reforma comercial sobre el desempleo fueron muy diferentes entre subsectores industriales (De la Cuadra y Hachette, 1991) y fluctúan para la mayoría de éstos. La información disponible indica reasignación laboral entre subsectores en un mismo momento, e intertemporalmente en un mismo subsector. El último efecto puede haber sido consecuencia también de variables que afectan la intensidad factorial sectorial tales como la tecnología, el tamaño de la empresa, la composición de la producción, etc.

Camhi, Engel y Micco (1997) muestran que durante el período 1982-1992 hubo tasas altas de creación y destrucción de empleos, con una creación neta del 3,1%. Ésta es mucho mayor que las de las once economías de la OCDE (Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico). Ello ilustra los cambios significativos en la composición del empleo, como consecuencia de la apertura, y el dinamismo de las exportaciones, así como la existencia de un alto grado de flexibilidad del mercado laboral.

V. ESTRATEGIA BILATERAL

V.1. La nueva estrategia

Una vez restablecido el régimen democrático, las nuevas autoridades preconizaron a partir de 1992 una estrategia de apertura bilateral por la vía de Acuerdos de Complementación. Varias son las razones expresas y aparentes para expli-

²⁰ Los resultados indicados son coherentes con la flexibilización de las regulaciones laborales que estimularon las negociaciones directas entre trabajadores y empleadores, induciendo combinaciones más apropiadas de compensaciones y condiciones de trabajo. Sin embargo, los autores no consideraron el efecto positivo sobre el empleo resultante de la expansión agrícola, otro impacto de la reforma comercial.

car este cambio: la ampliación de mercados para nuestras exportaciones, la protección de prácticas desleales, la imperfección de los mecanismos existentes en el marco de la OMC, la mayor estabilidad en las reglas de juego, el avance en todas las dimensiones del comercio y la promoción de la exportación de bienes manufacturados (J. G. Valdés, 1998).

Estas razones parecen estar basadas en la creencia de que se han agotado los beneficios de la apertura unilateral y de que el bilateralismo es la única forma de estimular el paso a la "segunda etapa de exportaciones" (la de aumentar la exportación de valor agregado o de productos industriales). Es posible que en la selección de la estrategia hayan influido además consideraciones como: i) el miedo de quedar fuera de los bloques comerciales, ii) la "necesidad" política de "reinsertarse" en el resto del mundo; iii) la conveniencia de "hacer algo distinto del gobierno militar" y iv) la búsqueda de apoyo político para cualquier objetivo que tuviera el gobierno de turno y que lo requiriera especialmente en negociaciones comerciales bi o multilaterales. Tampoco se puede descartar la preocupación de evitar la pérdida del "patrimonio histórico"²¹.

El entusiasmo desplegado por las autoridades desde 1992 ha resultado en la firma de acuerdos de complementación virtualmente con todos y cada uno de los países de América Latina (resumidos en el Cuadro 6). No hay año en que Chile no firmara algún acuerdo: en orden correlativo, con México, Bolivia, Venezuela, Colombia, Ecuador, MERCOSUR, Canadá y Perú. Además, están en curso negociaciones con Panamá y con el Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA)²², se acaba de firmar un acuerdo con Cuba, y está en fase preparatoria uno con la Unión Europea y Centroamérica. Ya hay un Acuerdo Marco de Cooperación con la Unión Europea que contempla una asociación amplia, incluyendo áreas tales como servicios de transportes, financieros y comunicaciones, inversiones recíprocas, propiedad intelectual y medio ambiente, además de la liberalización comercial. Chile también forma parte de ALADI (desde 1980) y desde 1994 de APEC (pacto de Cooperación Económica de Asia y el Pacífico) cuyos socios han decidido implementar un esquema de desgravación arancelaria y noarancelaria²³. Asimismo, se

²¹ De no asociarse formalmente con MERCOSUR, Chile habría perdido las preferencias otorgadas por los acuerdos bilaterales firmados previamente dentro del marco de ALADI con los cuatro países que lo componen.

²² Ya se han celebrado cuatro Reuniones Ministeriales de Comercio desde 1994, fecha de la Primera Cumbre de las Américas, que han permitido definir los programas de trabajo de los nueve grupos de negociación establecidos que empezaron sus tareas en septiembre de 1998.

²³ El proceso de liberalización del comercio y de las inversiones inicialmente convenido por los participantes (hoy 21) era unilateral, voluntario y aplicable sobre la base de una cobertura integral del universo total de bienes y servicios. Sin embargo, este principio fue deformado en 1997 al convenir que el proceso de liberalización sería sectorial. Chile no desea participar en este proceso, dado que el enfoque negociador implícito distorsiona el principio de cobertura amplia y no discriminatoria, porque podrían predominar intereses particulares de economías con mayor poder de negociación, porque se posterga de esta manera la liberalización de sectores como la agricultura, porque las compensaciones en la mesa de negociación no tienen por qué ser comerciales y su necesidad sólo se conocerá una vez que las negociaciones sean integrales (CEPAL, 1998).

CUADRO 6
ESTADO DE SITUACIÓN DE LOS ACUERDOS BILATERALES

ACUERDO	SITUACIÓN	COBERTURA
México (ACE N° 17)	Vigencia: 1 de Enero de 1992; Programa de desgravación completado; pero lista excepciones Firmado nuevo Tratado (vigencia 17/4/ 1998) que incorpora nuevas áreas. Se prevé que en 1999 se iniciarán negociaciones de servicios financieros, medidas anti-dumping y compras de gobierno.	Comercio de Bienes. Nuevo Tratado: servicios, inversiones, propiedad intelectual, obstáculos técnicos, medidas sanitarias y fitosanitarias, solución de controver- sias. Transporte aéreo.
Venezuela (ACE N° 23)	Vigencia: 1 de Julio de 1993; Programa de desgravación quedará concluido el 1 de Enero de 1999.	Comercio de Bienes: 100 items de excepciones, 99% liberado en 2000. Contempla compromiso ampliación comercio de servicios.
Bolivia (ACE N° 22)	Vigencia: 6 de Abril de 1993.	Acuerdo de Alcance Parcial que incluye un número específico de productos. Se ha propuesto ampliar este Acuerdo de manera de incorporar más productos al mismo. Protocolos adicionales: cooperación turística, Acuerdos de Promoción y Protección de inversiones zoo- fitosanitarias, de fomento y promoción de comercio.
Colombia (ACE N° 24)	Vigencia: 1 de Enero de 1994; Programa de desgravación quedará concluido el 1 de Enero de 1999.	Comercio de Bienes: listas de excepciones (desgravación hasta 15 años) Se inició negociación para incorporar comercio de servicios e inversión.
Ecuador (ACE N° 32)	Vigencia: 1 de Enero de 1995; Programa de desgravación quedará concluido el 1 de Enero de 2000.	Comercio de Bienes. Contempla compromiso ampliación comercio de servicios.
MERCOSUR (ACE N° 35)	Vigencia: 1 de Octubre de 1996; Programa de desgravación quedará concluido sólo en 2014.	12 listas de desgravación cuotas bandas de precios y salvaguardias normas de origen fomenta integración física excluye servicios regimen OMC para distintas facetas Posterga decisión sobre solución de controversias.
Canadá	Vigencia: 5 de Julio de 1997; Programas de desgravación en marcha según previsto; quedará concluido el año 2.014. Se prevé el inicio de negociaciones de servicios financieros en 1999.	Comercio de bienes, servicios e inversiones.

(Continuación)

ACUERDO	SITUACIÓN	COBERTURA
Unión Europea	Etapa preparatoria.	Cubriría comercio de bienes, servicios e inversión y otras materias que sean de interés para las partes.
Panamá	En negociación.	Comercio de bienes y servicios.
Centroamérica	En preparación.	Comercio de bienes. Otras áreas se encuentran siendo evaluadas.
ALCA	Inicio de negociaciones. 1ª ronda tendrá lugar entre el 31 de Agosto y 29 de Septiembre. Deberán concluir a más tardar el año 2005.	Comercio de bienes, servicios, inversiones, propiedad intelectual, políticas de competencia.
Cuba	Negociado 1998.	Un número limitado de productos.

están ampliando y profundizando algunos de los acuerdos existentes (MERCOSUR, Colombia, México y Perú) y se ha reunido ya la Comisión Conjunta Chile-Estados Unidos de Comercio e Inversión, donde se abordan temas diversos de política comercial (normas técnicas, SGP, medidas de facilitación de negocios, comercio electrónico). Finalmente, hay acercamiento hacia Corea y una serie de conversaciones empezarán con Suiza y la Asociación Europea de Libre Comercio en septiembre próximo. Chile participa a su vez en la OMC. Además, este entusiasmo ha sido contagioso y han proliferado los acuerdos comerciales en la región: 26 acuerdos bilaterales, aparte de MERCOSUR y NAFTA.

V.2. Algunas características básicas de los acuerdos

Todos los acuerdos firmados tienen algo en común: el objetivo de reducir o eliminar las barreras arancelarias del intercambio potencial entre socios, el afán mercantilista de favorecer las exportaciones nacionales sobre las importaciones y el deseo de ampliar la cobertura de las preferencias, pero todos difieren en cuanto a la forma de hacerlo y en cuanto a la inclusión de otras consideraciones. Sus contenidos están resumidos en el Cuadro 6. Los acuerdos de mayor envergadura son los que se firmaron con MERCOSUR, México y Canadá (los dos últimos son

los únicos bautizados como Tratados de Libre Comercio). Todos incluyen facetas no arancelarias y arancelarias.

Algunas facetas no arancelarias contempladas en la política bilateral dicen relación con inversiones (liberalización del flujo de inversiones), servicios (apertura de mercado a prestadores de servicios regidos por el principio de no discriminación), propiedad intelectual, materias relacionadas con políticas de competencia, monopolios y empresas del Estado, programas de negociaciones futuras en áreas no incorporadas actualmente en materias relacionadas con servicios financieros, eliminación de derechos *antidumping* y compras de gobierno, de normalización, medidas sanitarias y fitosanitarias, propiedad y transporte aéreo. El paquete de facetas no arancelarias varía de un acuerdo a otro. Se aplican Reglas de Origen y Procedimientos Aduaneros según las disposiciones de ALADI; están contempladas medidas de salvaguardias bilaterales (además de las globales). Cada acuerdo tiene una Comisión Administradora coordinada por la Dirección Económica del Ministerio de Relaciones Exteriores (DIRECON). La exclusión habitual de los servicios se debe más que nada a la renuencia de los socios a abrir esta dimensión a la negociación.

Todos los acuerdos incluyen un cronograma de liberalización que generalmente contempla listas diferentes, listas recíprocas de excepción y calendarios variados de desgravación (entre cero y dieciocho años en caso de Chile-MERCOSUR). En todos los casos quedan todavía por desgravar las excepciones: por ejemplo, aquella contemplada con México incluye aproximadamente cien clasificaciones arancelarias (los productos sujetos a bandas de precios y otros productos agrícolas sensibles y algunos petróleos y sus derivados). Lo excluido está sujeto a los derechos y obligaciones derivados de la OMC y de las demás disposiciones pertinentes del tratado (con algunas excepciones). O sea, estrictamente hablando, ninguno de los acuerdos es de "libre comercio", a lo más son Acuerdos Preferenciales o de Complementación, como se les califica a veces.

Chile no es socio pleno dentro de MERCOSUR al no estar sujeto al arancel externo común de ese mercado e intenta jugar las reglas de juego coherentes con el "regionalismo abierto". Este concepto consiste, según la moda semántica vigente, en la reducción de las barreras proteccionistas intrarregionales acompañadas de la reducción en las barreras comerciales del país hacia el resto del mundo.

V.3. Resultados

Determinar el impacto de los esfuerzos de integración hechos desde 1992 es algo difícil, dado que el intercambio ha sido influenciado por muchas variables distintas de la reducción y/o eliminación bilateral de las barreras arancelarias y no arancelarias: la apertura unilateral de las economías analizadas ocurrida durante los noventa, las políticas cambiarias y financieras, recesiones, "tequilazo", "caipiriñazo", crisis asiática y acuerdos con países no latinoamericanos, son algunas de ellas. Además, los acuerdos comerciales se han firmado todos los años a partir de 1992, lo

que dificulta la selección de un año como base de comparación. A pesar de ello, se intentará presentar un brochazo de lo que ha ocurrido efectivamente desde 1992.

Entre 1992 y 1998, la importancia del intercambio por medio de acuerdos entre Chile y sus socios aumentó del 20,6% a 25,1% del intercambio total. Las importaciones provenientes de los países con los cuales Chile tiene acuerdos comerciales aumentaron desde el 26,8% hasta el 30,1% de las importaciones totales, lo que significa un ligero incremento de las importaciones de los socios comerciales en el PIB chileno en el período indicado de 6,5% a 7,2% (Cuadro 7). Este cambio puede explicarse ya sea por un impacto neto de desviación de comercio, por un cambio significativo en la composición de la estructura de producción o de la demanda nacional por cambios de gustos, factores absolutamente independientes de los acuerdos comerciales. Pero la evidencia disponible es insuficiente para corroborar cualquiera de las explicaciones. Sin embargo, se debe hacer notar que el porcentaje importado desde los socios latinoamericanos fue inferior en promedio al alcanzado durante el período 1970-1985 (Cuadro 1).

A su vez, las exportaciones hacia los socios con los que se firmaron acuerdos comerciales dan una impresión optimista: representan 23,5% de las totales en 1998 y eran sólo 17,0% en 1992 (Cuadro 8). Sin embargo, esta evolución debe ser contrastada con algunas consideraciones que reducen el optimismo eventual: i) las exportaciones totales caen como porcentaje del PIB desde 23,4% en 1992 a 20,4% en 1997 (a precios de cada año), lo cual implica que las exportaciones a países con programas de liberación aumentan en sólo 0,8 punto porcentual del PIB chileno en el período; ii) todos los socios con acuerdos reducen unilateralmente y en forma significativa sus barreras comerciales y sufren desequilibrios cambiarios que o bien frenan o incentivan el intercambio intralatinoamericano pero que son independientes de los acuerdos; iii) finalmente, el porcentaje exportado a los socios latinoamericanos durante el período 1975-1980 fue superior en promedio al actual.

Si se compara el crecimiento promedio anual desde las fechas de inicio de cada programa, los resultados son dispares: las exportaciones a Colombia, Venezuela y México crecen a tasas promedios anuales superiores al 20%, pero la misma tasa es negativa para las exportaciones chilenas a MERCOSUR. El acuerdo con México aparece como el más dinámico (Cuadros 6 y 7), pero ha implicado fuerte desviación de comercio (automotores y televisores, la mayor parte de las importaciones chilenas desde México, son productos fabricados por empresas extranjeras en ese país, para sacar provecho del acceso preferente de los socios comerciales con acuerdos de ese país).

Además, Harrison *et al.* (1999) estiman que MERCOSUR impone un costo de bienestar a Chile, aun tomando en cuenta el beneficio de acceso al mercado de nuestras exportaciones, además de aquel de la creación de comercio y restándole los costos de desviación de comercio y el costo de compensación tributaria (generado por la necesidad de reemplazar los ingresos fiscales aduaneros perdi-

CUADRO 7
 ESTRUCTURA DE LAS IMPORTACIONES DE CHILE SEGÚN ACUERDOS ECONÓMICOS INTERNACIONALES
 1990-1997
 (Participación relativa porcentual)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
I. Acuerdos con programas									
de liberación	27,8	29,4	26,8	24,7	27,9	29,2	30,1	31,0	30,1
Comunidad Andina	7,2	7,5	5,0	4,3	5,0	5,1	5,4	5,0	4,2
MERCOSUR	16,0	17,9	18,3	16,6	18,2	18,0	16,7	17,6	18,1
Cuba	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
México	1,4	1,9	1,9	2,0	2,3	4,0	5,5	5,9	4,9
Canadá	3,2	2,1	1,7	1,9	2,3	2,1	2,4	2,4	2,9
II. Resto del mundo	72,2	70,6	73,2	75,3	72,1	70,8	69,9	69,0	69,9
III. Total importaciones	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

CUADRO 8
 ESTRUCTURA DE LAS EXPORTACIONES DE CHILE SEGÚN ACUERDOS ECONÓMICOS INTERNACIONALES
 1990-1998
 (Participación relativa porcentual)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
I. Acuerdos con									
programas de liberación	12,5	14,4	17,0	19,7	20,8	18,9	20,0	20,6	23,5
Comunidad Andina	3,5	4,7	5,4	6,0	6,6	6,6	6,6	6,6	8,0
MERCOSUR	7,6	8,5	10,0	11,6	11,6	10,8	11,4	10,9	11,1
Cuba	-	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
México	0,7	0,5	0,9	1,4	1,8	0,8	1,0	2,2	3,3
Canadá	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,9	0,8	1,0
II. Resto del mundo	87,5	85,6	83,0	80,3	79,2	81,1	80,0	79,4	76,5
III. Total importaciones	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: DIRECON, Ministerio de Relaciones Exteriores de Chile.

dos por el otorgamiento de preferencias). Este resultado se obtiene en el supuesto de que se haya completado la liberalización total de las barreras comerciales, lo que no es correcto. El costo estimado crece en la medida en que el impuesto compensador (para asegurar neutralidad fiscal) se parezca al IVA existente más que a un IVA parejo o a un impuesto menos distorsionador, y es mayor que el estimado por los autores por: i) la postergación de los principales beneficios de creación de comercio (entre 15 y 18 años), ii) las listas de excepciones, y iii) por la distorsión en la asignación de recursos nacionales causada por la heterogeneidad de los aranceles creada por la multiplicidad de preferencias otorgadas dentro del marco de los acuerdos²⁴.

Los flujos bilaterales de inversión han aumentado en forma significativa desde 1990 (Cuadros 9 y 10). Sin embargo, los acuerdos comerciales han tenido poco que ver en los resultados; los países latinoamericanos han sido muy tímidos a la hora de invertir en Chile, a pesar de haber firmado Acuerdos de Promoción y Protección de Inversiones. Los europeos se han mostrado más interesados en los últimos tiempos, no pudiendo descartarse que tras ese interés esté oculto el deseo de acercarse hacia las nuevas agrupaciones comerciales.

CUADRO 9

INVERSIÓN EXTRANJERA MATERIALIZADA D.L. 600, SEGÚN ACUERDOS DE PROMOCIÓN Y PROTECCIÓN DE INVERSIONES, 1990-1998
(Millones de dólares de cada año)

	Acumulado 1974-1989	1990	1992	1994	1996	1998	Total acumulado
1. Total	2.262,7	618,4	202,7	855,4	2.699,3	3.614,5	15.819,2
2. En Vigor	1.125,0	307,7	94,5	396,9	1.293,1	1.759,7	7.699,6
América Latina	38,0	3,0	13,7	68,2	115,61	98,0	525,2
Europa	1.061,6	304,7	80,9	322,2	1.175,0	1.658,8	7.069,2
3. (2 AL)/(1)* 100 (%)	1,7	0,5	6,8	8,0	4,3	2,7	3,3

Elaboración: Dirección General de Relaciones Económicas Internacionales, Estudios (agosto, 1998).

Fuente: Comité de Inversiones Extranjeras (al 30 de junio de 1998).

²⁴ Es interesante notar que Harrison *et al.* concluyen que el costo sería mayor si Chile fuera miembro pleno de MERCOSUR. La rebaja del arancel chileno a 6% sólo reduciría los costos de desviación sin afectar a los demás costos indicados.

V.4. Evaluación crítica

Varios son los aspectos destacados o preocupantes de la nueva estrategia, entre los cuales se cuentan su base de sustentación, la selección de socios, la complementariedad de estrategias y otras consecuencias discutibles. Ellos merecen algunos comentarios más allá de los resultados analizados en la sección anterior.

La tesis central subyacente en esta sección es que en los esfuerzos de integración bilateral ocurridos desde 1992 deben distinguirse las rebajas arancelarias mediante preferencias y la modernización de todas las instituciones atingentes a la facilitación del comercio de bienes, servicios e inversiones²⁵. Las primeras no han producido efectos positivos demostrables, más bien todo lo contrario, mientras las segundas han sido positivas.

i) La base de sustentación de la estrategia

La imperfección de los mecanismos existentes en el marco de la OMC y el no deseo de quedar fuera de los bloques (ver, por ejemplo, Meller, 1998 y Valdés, 1998) son consideraciones interesantes para justificar la estrategia bilateral. El realismo del primer considerando es innegable, pero se ha seguido avanzando en el perfeccionamiento de los mecanismos multilaterales y se ha reforzado el poder y presencia de la OMC al crearla en reemplazo del GATT. Los esfuerzos para inventar mecanismos bilaterales que reduzcan los costos de transacción han sido bienvenidos²⁶, pero su avance se muestra igualmente lento. Además, no debe confundirse el intercambio de preferencias comerciales con las medidas de facilitación de comercio, que son necesarias y transables independientemente de las primeras.

Asociaciones y bloques son conceptos distintos. La existencia de los últimos es discutible, dado que implicaría estrictamente un conjunto cerrado de economías altamente protegidas. Lo que existe son asociaciones que han sido permeables al intercambio con Chile. Si se considera que las exportaciones chilenas han aumentado a una tasa promedio anual superior a 7% durante quince años y que el 75% del intercambio chileno se hace con los acusados de conformar "bloques", no se puede concluir que ellos sean cerrados. Por otro lado, de existir bloques poderosos, no es forzoso que un país pequeño como Chile deba conformar otro bloque con países débiles o economías endeblés. Es cierto que las asociaciones

²⁵ Barreras no arancelarias: normas *antidumping*, de subsidios, cláusulas de salvaguardias, controles zoo-fitosanitarios, barreras técnicas, infraestructura (apertura de nuevos pasos, acceso a puertos, ...), inversiones (tratamiento y protección de inversiones recíprocas, proyectos conjuntos, ...), acuerdos de doble tributación, temas fronterizos, solución de controversias, normas técnicas, normas de origen, etc.

²⁶ Chile y Argentina han firmado dos tratados, un convenio y 14 protocolos adicionales en los últimos años (por ej., oleoducto, doble tributación, Integración y Complementación Minera, etc.).

CUADRO 10

INVERSIÓN DE CHILE EN EL EXTERIOR DETECTADA SEGÚN ACUERDOS ECONÓMICOS
INTERNACIONALES, 1990-1998
(MILLONES DE DÓLARES DE CADA AÑO)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Total acumulado
I. Acuerdos con programa de liberación	13,9	69,6	663,8	673,9	2.700,1	4.121,5	6.284,0	4.578,5	1.998,2	21.103,5
II. Acuerdos sin programa de liberación	92,2	148,6	742,8	752,9	2.779,1	4.230,5	6.363,0	4.762,5	2.119,6	21.991,2
III. Inversión det. sin programas de liberación	-	-	-	-	-	30,0	-	10,5	45,0	180,0
IV. Inversión det. a países sin acuerdos económicos internacionales	1,4	122,7	7,4	68,0	95,0	6,1	83,9	47,4	201,0	632,9
V. Total inversión detectada de Chile	15,3	192,3	671,2	741,9	2.795,1	4.157,6	6.368,0	4.730,9	2.244,2	21.916,5
Participaciones relativas (en %)										
I sobre V	90,8	36,2	98,9	90,8	96,6	99,1	98,7	96,8	89,0	96,3

Elaboración: Dirección General de Relaciones Económicas Internacionales, Dirección de Estudios (Marzo, 1999).

Fuente: Cámara de Comercio de Santiago.

existentes podrían ser más abiertas y por ello es conveniente profundizar la negociación multilateral para reforzar y mejorar los mecanismos existentes.

Elegir MERCOSUR como un "bloque" que responde a las necesidades indicadas es un hecho que carece de seria justificación económica, como lo han demostrado Harrison *et al.* (1998) (aunque tal vez no política o cultural): es equivalente a formar un "bloque" con España más Países Bajos. Unirse a Europa es otro cuento. Sin embargo, la eliminación de la consideración "bloque" no resuelve el problema central de una estrategia de apertura bilateral: la selección del socio.

ii) La selección de socios²⁷

La selección de un socio es un problema complejo. Puede obedecer a consideraciones políticas, culturales o económicas. Lo "natural" de un socio dependerá del objetivo. Pero si predominan consideraciones económicas: ¿cuáles son los socios naturales?, ¿debe predominar la cercanía o la complementariedad?

La teoría nos da indicaciones claras al respecto. Ella sugiere que las ganancias de un acuerdo bilateral dependerán del grado de complementariedad entre las dos economías, del nivel inicial de los aranceles en el país, y de aquellos de nuestros socios hacia el resto del mundo, de las diferencias entre los costos del socio y los del resto del mundo, y del tamaño efectivo de su mercado para absorber nuestras exportaciones. La cercanía geográfica tiene poco que ver con esto, como lo han apreciado los países centroamericanos que exportan café y banano. La vecindad implica probablemente costos de transporte más bajos, además de menores costos de adaptación a los mercados internos y de control de dichos mercados, lo cual reduce los costos de transacción. Pero ellas no son condiciones suficientes para transformar un socio cercano en uno natural.

Chile no ha escogido aún socios naturales ni socios importantes²⁸. La escasa naturalidad de los socios escogidos desde el punto de vista económico no ha redundado en un beneficio tangible. La prioridad dada a las economías latinoamericanas, entendible desde el punto de vista político-cultural, no lo es desde el económico.

La selección perversa de socios es, en parte (pero sólo en parte), consecuencia de la falta de entusiasmo mostrada por los EE. UU. y Europa en firmar acuerdos con Chile. Harrison *et al.* (1998) subrayan la tesis de este párrafo en el sentido de que la selección del socio no es inmaterial. Un acuerdo de libre comercio con NAFTA arroja un impacto positivo cuando MERCOSUR, dentro del mismo marco de supuestos, lo arroja negativo.

Otras consideraciones importantes también se dejaron de lado por las autoridades en la selección de socios, como la estabilidad de las reglas de juego y las condiciones macroeconómicas. Uno de los objetivos explícitos de la estrategia bilateral era "asegurar las condiciones de acceso y la estabilidad de las exportaciones". Sin embargo, puede asegurarse que los socios más importantes de MERCOSUR no califican "de facto" desde ese punto de vista, tanto por infringir constantemente las reglas comerciales (aún las aprobadas por MERCOSUR), como por vivir con desequilibrios macroeconómicos que repercuten en la estabilidad del nivel y de la composición del intercambio, en el tipo de cambio bilateral y en su política comercial. Además, al no haber "*countervailing power*" dentro del marco de la asociación, como ha sido en el caso europeo con Francia y Alemania, los pilares de la Unión desde su origen, que tienen un peso similar, Brasil ha actuado

²⁷ Ver para más detalles Hachette y Larraín, 1994.

²⁸ Un mercado más importante que el chileno no es sinónimo de mercado importante.

en forma unilateral e impredecible. Y todo ello en ausencia de un instrumento confiable, eficiente e independiente de solución de controversias.

La inestabilidad macroeconómica de algunos de nuestros socios, particularmente Argentina y Brasil, y su proclividad proteccionista que se ha reflejado en el uso ilegal (dentro de la letra del acuerdo) de instrumentos arancelarios y para-arancelarios para enfrentar esa inestabilidad, obliga a Chile a invertir muchos recursos para obtener satisfacción. Falta mucho para asegurar la transparencia y estabilidad de las reglas de juego. Ejemplos de inestabilidad comercial son innumerables y conocidos, y los ejemplos de inestabilidad macroeconómica son demasiado obvios para incluirlos aquí.

iii) La complementariedad de las estrategias

¿Ha sido complementaria la estrategia bilateral con la multilateral y unilateral? Hay argumentos a favor y otros en contra. Las apariencias sugieren que han sido complementarias: la rebaja unilateral aprobada en 1998, los esfuerzos de acercamiento de las autoridades hacia los Estados Unidos, Europa y APEC, y la buena disposición para reforzar el sistema multilateral. Pero las rebajas bilaterales conspiran contra las mayores rebajas arancelarias unilaterales por crear incentivos perversos a los exportadores chilenos. Ellos no están dispuestos a perder el beneficio de las preferencias otorgadas por los socios de los acuerdos, y esas preferencias son de algún modo proporcionales a aquellas que Chile otorga y que dependen del nivel arancelario general. Además, los recursos dedicados a la exportación hacia los países con los cuales tenemos acuerdos tienen costos o usos alternativos. Por ejemplo, el precio de la tierra se ha mantenido alto en parte por la alta protección recibida por el sector tradicional; ello ha encarecido la producción de exportables usuarios de la tierra, como frutas y productos forestales. El mejor acceso a mercados latinoamericanos para nuestras exportaciones no es gratuito.

También se puede argumentar que la estrategia de rebajas arancelarias bilaterales se ha utilizado para reducir la presión de los exportadores sobre la política cambiaria y para reducir el costo de obtener el apoyo del agro tradicional y de los contribuyentes para la eliminación de aranceles, todo lo cual apunta hacia la mantención de un tipo de cambio y de un *statu quo* en la agricultura tradicional que sigue obteniendo recursos en forma artificial, lo cual tiende a postergar su reconversión eficiente, antes que a lo contrario. La competencia es un estimulador más eficaz que un regalo.

iv) Otros efectos indeseables de los acuerdos

Además, la complementariedad de las estrategias se hace aún más dudosa a la luz de ciertos efectos indeseables de los acuerdos. Chile ha perdido su estruc-

tura de aranceles parejos que permite homogeneizar las tasas de protección efectiva y asegurar así una asignación relativamente eficiente de los recursos entre bienes importables²⁹. La combinación de bienes totalmente desgravados, de listas con diferentes calendarios de desgravación, de listas de excepción y de precios mínimos de aforo ha desordenado de tal manera el naípe comercial que el mundo de las tasas de protección efectiva se ha vuelto caótico. Lo anterior se complica porque el arancel aplicable a un mismo producto depende de su origen geográfico: paga cero si viene de México, 10% si procede del resto del mundo y un arancel variable entre esos dos extremos, según cuáles sean los demás países latinoamericanos con los cuales Chile ha firmado acuerdos.

Ello reduce la eficiencia en la asignación de recursos y representa un costo significativo no considerado por las autoridades en el análisis de los acuerdos, adicional a aquel de la desviación de comercio y al costo fiscal de la desgravación. Además, incentiva la corrupción. La reducción del arancel chileno a 6% disminuirá ciertamente varios costos: los de desviación, administración y corrupción, pero no los eliminará. Sólo un arancel cero lo haría y esto implica la desaparición de las bandas de precios y sobretasas.

A la luz de lo anterior, se ha hecho política industrial o selectiva a pesar de todas las declaraciones en contrario. Ella ha sido consciente en el caso del agro tradicional (azúcar incluido), e inconsciente en los casos de selectividad generada como consecuencia automática de las listas con distintos períodos de desgravación y las listas de excepción. Por ejemplo, el sector refinera de petróleo resulta aún más protegido que antes de los acuerdos firmados. Esto no tiene ninguna lógica.

Otro problema nace de los efectos de reemplazo de los aranceles negociados por otros impuestos para mantener el nivel de ingreso fiscal. Éstos pueden producir distorsiones netas reductoras de bienestar. Las autoridades mantuvieron este aspecto bajo silencio, aun cuando, no sin cierta ironía y osadía, reclamaron el derecho de subir algunos impuestos para compensar la rebaja unilateral. Este reclamo no se hizo cuando decidieron distribuir preferencias *urbi et orbi*. Harrison *et al.* (1998) estiman que ese costo del reemplazo no es trivial.

VI. HACIA EL FUTURO Y RECOMENDACIONES

Las exportaciones deberán seguir siendo el principal motor del crecimiento de la economía chilena. El nivel de exportaciones chilenas, en términos per cápita, está muy por debajo de lo que se observa en Asia y Europa. O sea, hay potencial. Pero éste se transformará en realidad sólo si se eliminan los obstáculos existentes a las exportaciones que son las BA y BNA y se asegura la mayor pro-

²⁹ Sin embargo, aún con un arancel parejo, el sector exportador es castigado con tasas negativas de protección efectiva y las bandas de precio introducen otras excepciones en las tasas de protección efectiva así como las sobretasas aplicadas.

ductividad de los factores productivos. En particular, deberá darse atención primordial a fortalecer y agilizar las medidas de facilitación del intercambio que adquieran una mayor importancia relativa dado lo bajo de los aranceles. El estímulo del intercambio debe considerar medidas externas e internas.

VI.1. Medidas externas

i) La mayor apertura de mercados para nuestras exportaciones es imperiosa. Ella puede ser emprendida dentro de los foros multilaterales en el marco de las Rondas de la OMC. En forma paralela, las negociaciones bilaterales son útiles en las múltiples áreas que ofrecen motivos de concesiones mutuas en aras de una mayor apertura: los servicios, inversiones³⁰, propiedad intelectual, denominación de origen, derechos *antidumping*, salvaguardias, compras de gobierno, normas de origen, procedimientos aduaneros, medidas sanitarias y fitosanitarias, medidas relativas a la normalización y metrología, políticas en materia de competencia, monopolios y empresas de estado, infraestructura, doble tributación, tribunales arbitrales, sistemas de solución de controversias y, finalmente, el acceso a mercados (medidas arancelarias). La rebaja de aranceles de 6% a 0% sería también bienvenida aunque parezca marginal. Las rebajas preferenciales mediante acuerdos puede ayudar en ciertas circunstancias, pero representan sólo un eslabón, problemático, en la cadena. No tienen por qué estar presentes para la profundización de acuerdos "comerciales" a que debemos llegar con TODOS nuestro socios; sólo en contados casos pueden formar parte del paquete. El paquete del futuro (multilateral y bilateralmente) a negociar debe considerar en forma preponderante las facetas no arancelarias anotadas en esta sección; el del pasado es aquel que subraya las BA, aunque sí en el caso de los socios eventuales con altos aranceles.

Extender los acuerdos preferenciales hacia las economías más grandes permitiría mejorar el acceso de los productos chilenos a otros mercados. En especial, de los EE.UU., la Unión Europea y Japón. Harrison *et al.* (1998) estiman que la pérdida de bienestar que genera MERCOSUR se transformaría en una ganancia (8,4% del PIB) si se firman acuerdos de libre comercio (sin excepciones) con NAFTA, Estados Unidos y el resto de Sudamérica: es lo que ellos llaman el "regionalismo aditivo". Pero esa ganancia disminuye obviamente si no hay acuerdo con NAFTA y/o con la UE, o si se excluyen los productos considerados sensibles en los acuerdos ya firmados, en acuerdos eventuales con socios "naturales". La cronología adecuada para los acuerdos es exactamente la inversa de la seguida por nuestras autoridades hasta hoy. Aunque es posible mejorar la situación.

ii) Medidas técnicas. El Acuerdo sobre Obstáculos Técnicos al Comercio y el Acuerdo sobre las Medidas Sanitarias y Fitosanitarias se basan en el principio del trato nacional. Su aplicación no es del todo transparente, pese a que ha habi-

³⁰ Ver *Trade Related Aspects of Intellectual Property Rights* (TRIPS), en el marco de la OMC.

do esfuerzos para hacerla tal. Pero la protección del medio ambiente no puede ser discriminatoria y con ello agregar una pizca de proteccionismo al ya existente. Los productores chilenos de coquilles Saint-Jacques (ostiones) sufrieron las consecuencias de este tipo de distorsión. La discriminación en canales de distribución en el extranjero (Japón) debe ser motivo/instrumento de negociación.

iii) Los mecanismos de *solución de controversias* deben fortalecerse en forma urgente. Los mecanismos regionales pueden reducir las demandas sobre el mecanismo de la OMC, pero no lo pueden sustituir. Este último ha sido utilizado provechosamente por Chile en algunas ocasiones (manzanas y coquilles Saint-Jacques) y los regionales merecen más reparos. El fortalecimiento es independiente de los acuerdos arancelarios.

iv) Las *normas de origen* plantean serios problemas por esconder protección adicional y por beneficiar fundamentalmente sin compensación a las economías más integradas o de menor grado de apertura, como Brasil. Además, es absurdo que hoy se apliquen en Chile distintas normas según el origen. El primer esfuerzo es el de su uniformidad; el segundo, de reducción y/o eliminación (ALCA favorecería esto; las reducciones adicionales de aranceles de las demás economías latinoamericanas también).

El país puede negociar el acceso a otros mercados otorgando concesiones en áreas distintas que las de acceso propiamente dicho. No sólo beneficia al socio comercial, sino que también es una ocasión para modernizar toda la parafernalia de instrumentos que directa e indirectamente influencia nuestro comercio exterior. La apertura para los servicios es también especialmente importante. Ellos representan un complemento interesante para las exportaciones de bienes y además, intrínsecamente, tienen un alto contenido de valor agregado nacional: Chile es el tercer exportador de servicios de América Latina.

VI.2. Medidas internas

i) No habrá más ganancias importantes de competitividad en Chile por cambios institucionales; las mayores ganancias ya se obtuvieron. Serán positivas pero marginales (en comparación con los cambios revolucionarios de los setenta y ochenta), por lo que deben rescatarse ganancias donde se pueda y, ciertamente, una mayor apertura comercial y financiera hacia el resto del mundo será determinante en generar ganancias adicionales mediante la mayor competencia, absorción de tecnología y algunas reasignaciones más eficientes de recursos desde el agro tradicional. El intercambio se beneficiaría también con la profundización de los cambios institucionales emprendidos desde 1974 en todas las áreas pertinentes al comercio de bienes y servicios e inversiones, siguiendo los esfuerzos hechos dentro del marco de la OMC como también de los acuerdos bilaterales (siempre que estos últimos no sean contradictorios con los primeros).

La falta de reciprocidad de los socios no debería ser motivo para frenar cambios institucionales en el país en las áreas sugeridas arriba, aunque obviamente la reciprocidad es deseable. Los productores y consumidores chilenos sólo pueden beneficiarse con ellos. A modo de ejemplo, la mayor protección de la propiedad intelectual en el país, si bien puede implicar a corto plazo una transferencia neta de rentas hacia el exterior, en el largo plazo incentivará una mayor inversión extranjera en el país y también más investigación e innovación³¹.

ii) La reorganización profunda del agro tradicional es urgentemente requerida. La mayor competitividad de nuestras exportaciones demanda la mayor eficiencia de TODOS nuestros recursos. Su modernización es clave porque se trata de un sector todavía importante y distorsionado, que ocupa ineficientemente recursos potencialmente exportadores (tierra). Nueva Zelandia nos da un buen ejemplo con la reciente modernización de su agricultura tradicional. Debería ser observada cuidadosamente. Es preciso evitar la protección indirecta al sector agrícola mediante subsidios poco transparentes (ej.: por medio de bandas de precios, de obras de riego y del precio del agua³²). Las bandas de precios no pueden ser utilizadas con fines proteccionistas y su uso, difícilmente justificable en sí, lo es aun menos con cambios recurrentes en las reglas del juego; además, son instrumentos frente a los cuales las autoridades son fácilmente "capturables" por la presión de los intereses pertinentes³³. De hecho, es loable que no hayan sucumbido más a menudo a esas presiones. El deseo del gobierno de aplicar un arancel superior al arancel consolidado y además sobretasas a varios productos ya altamente protegidos del agro es decepcionante dado que va en contra de las necesidades exportadoras sin resolver el problema de la agricultura tradicional. Respeto a la ley y a la propiedad privada y la justicia, forman parte del marco apropiado para la inversión en el sector exportador cualquiera sea la región chilena.

iii) La reducción unilateral de los aranceles chilenos, aprobada en 1998 por el Congreso, reducirá los efectos negativos anticipados en este Capítulo, y en el proceso de futuras negociaciones bilaterales sería deseable que desaparecieran

³¹ El acuerdo sobre Aspectos de los Derechos de Propiedad Intelectual Relacionados con el Comercio (mejor conocido como TRIP) fue negociado dentro del marco de la Ronda de Uruguay (ver Primo Braga, 1996).

³² La Ley 18.450 contempla un plan de inversiones en riego que dispone de un financiamiento que permite bonificar hasta el 75% del costo de los proyectos; son proyectos pequeños y medianos. Además se consideran grandes obras adicionales (embalse Puclaro, por ejemplo). La pertinencia económico-social de todo ello no es precisa; además, la reciente crisis eléctrica ha complicado el panorama del uso de las aguas, todo lo cual requiere un análisis en profundidad de las nuevas obras de riego; la mera baja de aranceles no justifica *a priori* este tipo de reacción.

³³ Las bandas de precios no fueron creadas por las distorsiones existentes en los mercados internacionales sino para reducir la variabilidad de los precios y, así, disminuir los riesgos de asignación ineficiente de inversión. Es lamentable que tanto autoridades como agricultores olviden esto a su conveniencia (ver, por ejemplo, las declaraciones del ministro de Agricultura en *El Mercurio* el 16 de mayo de 1999), aunque tenga un punto válido respecto a la incoherencia entre el arancel máximo de 31,5% y la banda de precio del trigo.

todas las normas que regulan las excepciones y el intercambio de piezas y partes y artículos terminados del sector automotor por la falta de transparencia que ampara algún tipo de protección subrepticia.

Ha aumentado la complejidad de la agenda pública comercial y su amplitud, "tornándose difusos los límites entre los instrumentos de política comercial, de inversión y de desarrollo que pueden ser cuestionados multilateralmente" (CEPAL, 1997, p. 45). No basta, por lo tanto, preocuparse de las barreras comerciales tradicionales; deben enfrentarse las distorsiones que en el límite frenan el intercambio, aunque sean distorsiones "dentro de la frontera". El Art. III del GATT establece el principio del trato nacional. La OMC ha organizado negociaciones permanentes que permiten discutir este tipo de distorsiones y encontrar vías nacionales de solución. Dos soluciones se ofrecen a primera vista: una es incurrir en la distorsión, lo cual obligará a los nacionales a enfrentar una demanda en el ámbito del Órgano de Solución de Diferencias (OSD) de la OMC o su variante más latina; otra es ir eliminando unilateralmente (o mediante negociaciones) las barreras existentes. Negociación y consenso son preferibles a las instancias legales.

Varias distorsiones potenciales son pertinentes y se mencionarán a modo de ilustración del principio (no podemos anticipar todas las alternativas): los impuestos internos discriminatorios, las exigencias de contenido local, las medidas relacionadas con barreras técnicas y ambientales, y las restricciones en el acceso a canales de distribución.

Ejemplo del primer caso es la Ley de Alcoholes, que impone un *impuesto* discriminatorio según el origen del alcohol. Esta ley ha sido llevada al OSD (instancia de Solución de Controversias del GATT), que ha fallado recientemente en contra. Sería imprudente no cambiar la ley. Se sentaría un precedente funesto y la imagen de política comercial modelo sufriría un serio golpe. Además, el espíritu del Art. III no dice relación sólo con el nivel de los impuestos, sino también con la forma como se aplican en el caso mencionado (la producción nacional no se refiere solamente a productos similares, sino a productos competitivos).

Respecto a la *Regla del Contenido Local*, las medidas en Materia de Inversiones relacionadas con el Comercio (MRC) prohíben exigencias de contenido local mínimo a la inversión extranjera. Esta exigencia es muy popular en América Latina en el sector automotor. Si bien puede no tener importancia en Chile en la medida en que el Estatuto Automotriz está destinado supuestamente a desaparecer, sigue penando en el intercambio zonal. Ello es sólo fuente de costos de desviación de comercio y de distribución internacional discutible de ganancias del comercio, nuevamente no compensadas. Debería ser materia de negociación para el gobierno chileno, para que tal estatuto desaparezca en todos los países productores de material de transporte que aplican esta exigencia y que, por su intermedio, ofrecen una protección adicional y poco transparente a las piezas y partes nacionales favorecidas.

iv) Un rol importante en el estímulo al intercambio es la inversión en infraestructura (de interconexiones terrestres, marítimas y lacustres) y facilitación

fronteriza. Lento por razones políticas estratégicas, debería cambiar de ritmo a la luz de la imperiosa necesidad de aumentar el intercambio, aunque ha habido avances en el marco del acuerdo de complementación con MERCOSUR. Ello implica el reconocimiento de obligaciones financieras en inversión pública por parte de los socios. El Plan Maestro de Pasos Fronterizos ha permitido seleccionar ya trece pasos. La naturaleza multisectorial de los problemas fronterizos requiere una mayor coordinación de las áreas pertinentes en particular, en aspectos aduaneros, de migración y controles zoo-fitosanitarios. Debe profundizarse el acuerdo de 1990 sobre transporte carretero y ferroviario que rige actualmente en el Cono Sur (requiere mayor coordinación a nivel bilateral entre Chile por un lado y Bolivia y Argentina por el otro)³⁴. Finalmente, el uso de carreteras y puertos chilenos por parte de exportadores extranjeros sigue produciendo problemas. Desde el punto de vista económico, esto se resolvería eliminando todo subsidio implícito al uso de esa infraestructura, cualquiera sea el usuario. Ello tendría dos efectos benéficos: el de incentivar mayor inversión nacional (y extranjera) en ese sector y eliminaría el traspaso eventual de subsidios al extranjero.

"Otro desafío es el tema minero, inédito en la relación fronteriza" (Infante, 1998). Está operando un proyecto en la Tercera Región que podría servir de proyecto piloto para abrir camino a la integración minera. El libre tránsito con Bolivia no es un tema menor, pero está resuelto. La firma de un acuerdo minero con Argentina, aunque imperfecto, es un paso en la dirección correcta, pero debe ser perfeccionado.

v) Los estándares laborales y ambientales no pueden ser impuestos por los países industrializados; ellos representan una barrera para llegar a acuerdos comerciales. La apertura económica, la revolución tecnológica y la competencia han ido generando en el plano laboral exigencias crecientes de adaptación. Flexibilización de los sistemas de contratos (subcontratación, externalización y filiación de las empresas), ajustes en el sistema de términos de los contrato de trabajo, etc.; todas ellas, reacciones necesarias para flexibilizar el mercado laboral y aumentar su capacidad de adaptación a los continuos cambios de la estructura productiva. Estos países deben reconocer las condiciones diferentes de desarrollo que recaen a la fuerza sobre los marcos laborales y ambientales. Además, deben adecuar la evolución de esos marcos con el desarrollo nuestro y evitar quedar presos de consideraciones proteccionistas para imponerlas. Pero, a cambio de ello, nuestros marcos legales existentes deben ser respetados internamente y aplicados con seriedad y constancia. Es probable que tarde o temprano sea deseable algún grado de armonización ambiental con nuestros vecinos. Sin embargo, debe reconocerse que su alcance será condicionado por las circunstancias económicas, la diversidad ecológica y las diferencias en el desarrollo de los países.

³⁴ Las empresas ferroviarias de Chile y Argentina están estudiando la posibilidad de ampliar la oferta de transporte para conexiones.

VII. CONCLUSIONES

A modo de conclusión, se presentan algunas reflexiones generales:

i) La reforma comercial fue oportuna, aunque no haya sido acompañada inicialmente de políticas cambiarias y macroeconómicas que puedan calificarse de complementarias. Una mayor inversión, señales más adecuadas del tipo de cambio real y un manejo más prudente de la cuenta de capital habrían permitido minimizar los costos de reasignación en los setenta y principios de los ochenta. Afortunadamente, la reforma comercial estuvo acompañada de otras reformas que sí facilitaron una reasignación importante de recursos favorable al sector exportador. La experiencia de los ochenta y noventa ha demostrado que el manejo macroeconómico se puede hacer sin recurrir a la política comercial y que la reducción del arancel tiene impactos muy positivos sobre el sector exportador. Sin embargo, también demostró que los afanes proteccionistas no han desaparecido del todo y que los apoyos sectoriales son contradictorios tanto con la estrategia basada en exportaciones como con una apertura bilateral beneficiosa para el país. La reversión de la apertura comercial se justificó sólo para reducir el costo político de la crisis. Es difícil calibrar su costo económico. Pero todavía pesa en la forma de lastre que representa la agricultura tradicional, cuya capacidad de ajuste y competencia fue seriamente coartada por la forma que adoptó esa reversión. También quedó en claro que el nivel arancelario no es un instrumento eficaz para restablecer los equilibrios macroeconómicos.

ii) La política comercial no debe perder de vista que la apertura comercial debe hacerse hacia el mundo, ésta es la prioridad; los afanes regionalistas no pueden hacer olvidar aquello, y estos últimos son sólo complementarios en condiciones muy específicas;

iii) La globalización, de cualquier manera que se efectúe, reduce los grados de libertad de la política económica nacional; ello implica, por lo tanto, y con fuerza creciente, asegurar eficiencia y coordinación en el manejo de la política comercial y demás instrumentos complementarios;

iv) Los nuevos acuerdos comerciales, de haber alguno, deben ser abiertos y firmarse con socios de aranceles bajos y barreras no arancelarias casi inexistentes hacia el resto del mundo; además los socios deben ser estables macroeconómicamente, tener mercados amplios y ser socios principales nuestros. La extensión regional de los acuerdos existentes sería deseable en el plazo más corto. Por ello, la realización de ALCA sería un gran paso adelante. Sin embargo, el orden de firma de los acuerdos no es inmaterial. Equivocado en el pasado, debe ser más selectivo en el futuro y concentrado en los socios potenciales que cumplan con las características mencionadas;

v) Se deben utilizar foros como APEC para promover la liberalización comercial multilateral, en vez de un acuerdo regional, a no ser que cambien las reglas de juego, lo cual es poco probable, o que la presión de EE.UU. y Japón estimule una mayor y más rápida apertura comercial de economías tan diferentes;

vi) El rol de la política bilateral es ayudar a mantener las condiciones que hacen viable la política de apertura unilateral. Ante una situación de debilidad de las instituciones multilaterales responsables de sancionar prácticas desleales, los acuerdos bilaterales, cuando son socios estables y contemplan buenos mecanismos de solución de controversias y compensaciones, pueden hacer de la orientación al comercio con el mundo un camino más confiable y atractivo (Donoso y Hachette, 1996);

vii) El cobre seguirá teniendo influencia sobre nuestro tipo de cambio real con su efecto de enfermedad holandesa. La respuesta para alcanzar el desarrollo de nuevos sectores exportadores, además de las recomendaciones presentadas más arriba en este Capítulo, es seguir aumentando rápidamente la productividad de los factores en todos los sectores de la economía; la inversión en capital no humano y el manejo eficiente de la infraestructura humana son particularmente importantes;

viii) El éxito exportador de productos chilenos con "mayor valor agregado" a los países con acuerdos es bienvenido, pero no es justificación suficiente para firmar acuerdos arancelarios: es un asunto de costos y beneficios. La idea (antigua) de que esos acuerdos sirvan de trampolín para que esas exportaciones puedan llegar al resto del mundo es irrelevante en la medida en que los socios no sean muy abiertos al resto del mundo o que no muestren claras intenciones de serlo dentro de un plazo prudente (ejemplo, MERCOSUR);

ix) Es deseable mantener la política de participación activa en las futuras rondas comerciales y demás foros de la OMC, así como en todos aquellos que pueden preparar el camino de reformas en las reglas del juego cauteladas por esa institución al estilo de APEC (como el grupo Cairns). Es también deseable reforzar el poder de la OMC. Algo delicado y complicado, pero necesario.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Achurra, M., 1995, "La experiencia de un nuevo producto de exportación: Los salmones", en P. Meller y R.E. Sáez (eds.), *Auge Exportador Chileno, Lecciones y Desafíos Futuros*, Santiago: CIEPLAN/Dolmen Editores.
- Aedo C. y L. F. Lagos, 1984, "Protección efectiva en Chile 1974-1979", Documento de Trabajo 94, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Agosin M. y R. Ffrench-Davis, 1999, *Managing capital inflows in Chile*, mimeo, Universidad de Chile.
- Banco Mundial, 1995, "Chile, Estrategia para Elevar la Competitividad Agrícola y Aliviar la Pobreza Rural", *Serie de Estudios del Banco Mundial sobre Países*, Washington D.C.
- Barro R., 1999, "Determinants of Economic Growth: Implications of the global evidence for Chile", *Cuadernos de Economía*, 36, 107, abril, pp. 443-478.
- Behrman J., 1976, "Chile", en *Foreign Trade Regimes and Economic Development*, vol. VIII, New York: National Bureau of Economic Research.

- Butelman, A. y P. Meller, (eds.) 1992, *Estrategia Comercial Chilena para la Década del 90*, Santiago: CIEPLAN.
- Camhi, A., E. Engel y A. Micco, 1997, "Dinámica de empleo y productividad en manufacturas: Evidencia micro y consecuencias macro", en F. Morandé y R. Vergara (eds.), *Análisis Empírico del Crecimiento en Chile*, Santiago: Centro de Estudios Públicos y Programa de Postgrado ILADES/Georgetown University.
- CEPAL, 1997, *Trade and Growth in Chile: Past Performance and Future Prospects*, LC/R, 1782, Santiago: ECLALC.
- *Panorama de la Inserción Internacional de América Latina y el Caribe*, varios números.
- Cortés, H., A. Butelmann y P. Videla, 1981, "Proteccionismo en Chile: Una visión retrospectiva", *Cuadernos de Economía*, 18, 54-55, agosto-diciembre, pp. 142-194.
- Coeymans, J.E., 1999, "Determinantes de la productividad en Chile: 1961-1997", *Cuadernos de Economía*, 36, 107, abril, pp. 597-638.
- Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, 1991, "La Apertura Comercial en Chile", *Estudios de Política Comercial*, N° 1, Nueva York: Naciones Unidas.
- Cox-Edwards, A. y S. Edwards, 1996, "Trade Liberalization and Unemployment", *Cuadernos de Economía*, 33, 99, agosto, pp. 227-250.
- De la Cuadra, S. y D. Hachette, 1991, "Liberalizing Foreign Trade, The Experience of Chile", en D. Papageorgiou, M. Michaely y A. Choksi (eds.) *Liberalizing Foreign Trade*, Cambridge, Mass.: Basil Blackwell.
- Dirección de Promoción de Exportaciones (PROCHILE), 1998, *Análisis de las Exportaciones Chilenas*, Ministerio de Relaciones Exteriores, Santiago.
- DIPRES, 1978, *Chilean Economic Policy*, J.C. Méndez, (ed.). Santiago: Dirección de Presupuesto, Ministerio de Hacienda
- Donoso, A. y D. Hachette, 1996, "MERCOSUR, y la apertura comercial chilena", presentación hecha ante el Congreso de Chile.
- Edwards, S., 1982, *Trade liberalization, minimum wages and employment in the short run: Some reflections based on the Chilean experience*, documento de trabajo, Los Angeles: UCLA.
- Fontaine, A., 1988, *Los Economistas y el Presidente Pinochet*, Santiago: Zig Zag.
- García P.; P. Meller y A. Repetto, 1996, "Las exportaciones como motor de crecimiento: La evidencia chilena", en P. Meller (ed.), *El Modelo Exportador Chileno, Crecimiento y Equidad*, CIEPLAN.
- Grossman, G. y E. Helpman, 1991, *Innovation and Growth in the Global Economy*, Cambridge: MIT Press.
- Hachette, D. y F. Rosende, 1997, Integración económica: criterios macroeconómicos para la configuración del club, *Estudios de Economía*, 24, 1, junio, pp. 5-46.
- Hachette, D. y F. Larraín, 1994, "Una estrategia de inserción comercial para Chile", en F. Larraín (ed.), *Chile hacia el 2000*, Santiago: Centro de Estudios Públicos.
- Hachette, D. y P. Rozas, 1993, *The liberalization of Chilean agriculture: 1974-1990*, Documento de Trabajo 157, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile.

- Harrison, G.W.; Th. F. Rutherford y D. G. Tarr, 1998, *The importance of market access in regional arrangements: The case of Chile*, mimeo, Banco Mundial.
- Infante, M.T., 1998, Presentación en Seminario "Los Acuerdos de Libre Comercio y de Complementación Económica, Evaluación y Perspectivas", organizado por la Comisión de Relaciones Exteriores, Asuntos Interparlamentarios e Integración Latinoamericana, Santiago, octubre.
- Lee Jong-Wha, 1993, *International trade, distortions and long-run economic growth*, IMF Staff Papers, 40, 2.
- Meller, P. 1998, "Perspectivas de los Acuerdos de Libre Comercio de Chile", Seminario "Los Acuerdos de Libre Comercio y de Complementación Económica, Evaluación y Perspectivas", organizado por la Comisión de Relaciones Exteriores, Asuntos Interparlamentarios e Integración Latinoamericana, Santiago, octubre.
- _____, 1996, *Un siglo de Economía Política Chilena, 1890-1990*, Santiago: Editorial Andrés Bello.
- Muchnik, E., L.F. Errázuriz y J.I. Domínguez, 1996, "Impacto de la asociación de Chile al MERCOSUR en el sector agrícola y agroindustrial", *Documento de Trabajo*, 253, Santiago: Centro de Estudios Públicos.
- PREALC, 1986, "Fuentes del cambio en la estructura del sector industrial chileno: 1967-1982", Documento de Trabajo, Santiago: PREALC, marzo.
- Rivera-Batiz, L. y P. Romer, 1991, *Economic integration and endogenous growth*, *Quarterly Journal of Economics*, 106, mayo, pp. 531-556.
- Rojas, P.; E. López y S. Jiménez, 1997, "Determinantes del crecimiento y estimación del producto potencial en Chile: El rol del comercio internacional", en F. Morandé y R. Vergara (eds.), *Análisis Empírico del Crecimiento en Chile*, Santiago: Centro de Estudios Públicos y Programa de Postgrado ILADES/Georgetown University.
- Rosende, F., 1996, "Política monetaria y movimientos de capitales en Chile", *Cuadernos de Economía*, 33, 98, 9-46.
- Sachs, J.D. y A. Warner, 1995, "Economic reform and the process of global integration", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 1-95.
- Valdés, A., 1996, *Surveillance of Agricultural Price and Trade Policy in Latin America during Major Policy Reforms*, Documento World Bank Discussion, 349, Washington D.C.: Banco Mundial.
- Valdés, J. G., 1998, "¿Por qué negociar acuerdos económicos internacionales?", Seminario "Los Acuerdos de Libre Comercio y de Complementación Económica, Evaluación y Perspectivas", organizado por la Comisión de Relaciones Exteriores, Asuntos Interparlamentarios e Integración Latinoamericana, Santiago, octubre.
- Vergara, R., 1997, "Crecimiento en Chile: Elementos para el análisis", en F. Morandé y R. Vergara (eds.), *Análisis Empírico del Crecimiento en Chile*, Santiago: Centro de Estudios Públicos y Programa de Postgrado ILADES/Georgetown University. ●



Capítulo 9

Reforma Financiera en Chile

ANDRÉS REINSTEIN A. • FRANCISCO ROSENDE R.

El 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 inexperience de los agentes económicos para desenvolverse sin el tutelaje gubernamental. Hasta entonces los incentivos provierentes en la organización económica estaban puestos en la negociación con las autoridades de aspectos tales como los precios que se fijaban, pero los bienes que producía cada sector, el nivel de protección y, en particular, 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 de capitales. En términos generales, tanto la literatura académica de la época como la falta de experiencias similares de liberalización que pudieran servir de guía, motivaron 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 eliminación de restricciones de propiedad serían condiciones suficientes para conseguir el desarrollo deseado del crédito. La realidad posterior enseñó que el proceso de apertura de la economía tras el levantamiento de los controles financieros podía ser más complejo. La aparición recurrente de ciclos de actividad requería definir criterios que permitieran decidir sobre este sector. Era necesario analizar eventuales problemas de moral hazard en la conducta de los depositantes, y establecer medidas para enfrentar el problema que plantea la existencia de créditos otorgados por un cierto banco o financiera a empresas de propiedad de sus depositantes. En una primera etapa, la economía chilena avanza que los tipos de 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 chilenas se inicia en el contexto de profundas crisis 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 pre-valetcientes 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-boc*, 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 Stgo. Valpo.	1/1/70 Resto país	Desde Stgo. Valpo.	1/5/71 Resto País	Desde Stgo. Valpo.	1/12/71 Resto país	Desde Stgo. Valpo.	1/9/72 Resto País	Desde Stgo. Valpo.	1/8/73 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

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 una 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 prebancario 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, Brooking 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 sobreendudamos 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. ●



Capítulo 10

Banco Central Autónomo: En Pos de la Estabilidad

JUAN ANDRÉS FONTAINE T.

Como ocurre con la generalidad de las reformas que se han llevado a cabo en Chile, la idea de la independencia del Banco Central fue inicialmente con incompreensión y despierta resistencia. La relación entre las economías en desarrollo y cuenta corriente con el mundo desarrollado. Con el tiempo, sin embargo, ganó confianza en amplios sectores del país. A nivel internacional, los bancos centrales independientes se han multiplicado.

La mayor aceptación de que hoy goza el sistema de gestión institucional ha funcionado bien. Específicamente, la gestión en pos de la estabilidad de precios no pueden ser... Sin embargo, la persistente apreciación real del peso y la dirección monetaria abren interrogantes acerca de la... logrados y la determinación para sostenerlos en... otra parte, la inesperada discrecionalidad observada... Internacionales y las abultadas pérdidas a futuro... Banco puedan menoscabar la autonomía de la... corregidas.

1. EL PROYECTO

Aunque el BCC autónomo vio la luz el...



JUAN ANDRÉS FONTAINE T. Licenciado en Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile. M.A. en Economía, Universidad de Chicago. Consultor Internacional e Investigador Asociado del Centro de Estudios Públicos. Email: jaffyp@tmm.cl

Se agradecen los comentarios de Andrés Bianchi, Jorge Cauas, José de Gregorio, Patricio Rojas, Rodrigo Vergara y Roberto Zahler, cuya paciente revisión de versiones preliminares contribuyó a corregir innumerables imprecisiones y errores. Por cierto, las opiniones aquí vertidas son personales y en nada comprometen a los nombrados.

A poco menos de diez años de la instauración de la autonomía del Banco Central en Chile (BCC), el presente artículo hace un recuento de la gestación del proyecto y una evaluación preliminar de su puesta en práctica hasta 1997¹.

La génesis del proyecto y su concreción en la Ley N° 18.840, de 1989, es tratada en la sección I. Nos concentramos luego —sección II— en la labor desempeñada por la nueva institución en relación con su objetivo principal, la estabilización del nivel de precios, refiriéndonos específicamente a la administración de la política monetaria. La sección III aborda la política cambiaria del BCC y su activo rol en el control de los movimientos de capital. La sección IV se refiere al funcionamiento de la nueva institucionalidad, aludiendo a temas tales como la coordinación entre el BCC y el gobierno, su transparencia y responsabilidad pública, y haciendo particular mención del problema patrimonial de la entidad. La sección V sintetiza las conclusiones.

Como ocurre con la generalidad de las reformas que en los 70 y 80 transformaron a la economía chilena, la idea de la independencia del BCC es recibida inicialmente con incomprensión y despierta resistencia. La experiencia es pionera entre las economías en desarrollo y cuenta entonces con poquísimos modelos en el mundo desarrollado. Con el tiempo, sin embargo, parece haberse ganado la confianza en amplios sectores del país. A nivel internacional, los ejemplos de bancos centrales independientes se han multiplicado.

La mayor aceptación de que hoy goza la autonomía del BCC sugiere que su diseño institucional ha funcionado bien. Específicamente, los resultados de su gestión en pos de la estabilidad de precios no pueden sino evaluarse positivamente. Sin embargo, la persistente apreciación real del peso y cierto zigzagueo en la conducción monetaria abren interrogantes acerca de la perdurabilidad de los avances logrados y la determinación para sostenerlos en condiciones menos favorables. Por otra parte, la inesperada discrecionalidad observada en el control de los cambios internacionales y las abultadas pérdidas a futuro patrimoniales en que incurrió el Banco pueden menoscabar la autonomía de la institución y deben, por tanto, ser corregidas.

I. EL PROYECTO

Aunque el BCC autónomo vio la luz el 8 de diciembre de 1989, la preparación del proyecto proviene de mucho antes. Los pasos iniciales se encuentran en el ordenamiento de las funciones de ese banco desde 1975 en adelante. En dicho año se puso en marcha un riguroso programa de ajuste que puso fin a nuestro crónico déficit fiscal, el cual era financiado en forma automática por el institu-

¹ El presente trabajo fue preparado a fines de 1998 y por tanto no contiene un análisis completo del comportamiento del BCC durante la crisis financiera internacional de dicho año.

to emisor. Adicionalmente, dio comienzo a la racionalización de las múltiples líneas crediticias con las que éste apoyaba al sector privado². El ordenamiento de estas funciones hizo posible la reforma de la ley orgánica del BCC de 1975, la cual le prohibió la concesión de nuevo financiamiento tanto al sector público como al sector privado no financiero. La desvinculación del BCC del financiamiento fiscal y del otorgamiento indiscriminado de créditos al sector privado le permitió concentrarse en su función propia, la estabilidad macroeconómica y financiera. En el terreno de la dependencia, sin embargo, la referida reforma confirmó su subordinación al gobierno, al establecer al Consejo Monetario —conformado por ministros y otras autoridades de designación presidencial— como su órgano superior.

El siguiente paso lo dio la nueva Constitución Política, en 1980. Ella establece que el BCC será "un organismo autónomo con patrimonio propio, de carácter técnico" (art. 97°), pero deja a una ley orgánica constitucional la misión de precisar las connotaciones que deba asumir esa autonomía, así como sus funciones y atribuciones³. Desde luego, esta amplitud abría un ancho rango de opciones, desde la autonomía puramente presupuestaria a la de orientación y ejecución que finalmente se adoptó.

La Constitución establece, además, que las operaciones del BCC han de realizarse sólo con instituciones financieras y que "ningún gasto público o préstamo podrá financiarse con créditos directos o indirectos del Banco Central", salvo en caso de guerra (art. 98°). Así puso fin a una antigua práctica chilena, causa directa de nuestra larga historia inflacionaria. Anulado su acceso fácil a la emisión de dinero, el sector público debe buscar financiamiento en el mercado de capitales y pagar por el crédito tasas de interés competitivas.

No debe pensarse, sin embargo, que por sí sola esa restricción elimina absolutamente el financiamiento fiscal inflacionario. Por una parte, un banco central dócil siempre puede, por medio de su política monetaria, alimentar al mercado de capitales con la liquidez necesaria para atender las demandas del fisco. Por otra parte, puede, a través de operaciones crediticias o cambiarias, asumir funciones cuasifiscales, transfiriendo subsidios⁴. Aunque esto le ocasionaría inevitablemente pérdidas, ellas pueden ser compensadas con aportes de capital por parte del fisco, otorgados, por ejemplo, en títulos de deuda pública. Financieramente, esto es equivalente al otorgamiento de crédito por parte del banco al fisco.

² Para una descripción de estas medidas en el contexto de la fundación de un mercado de capitales libre, ver Fontaine (1996) y Valdés-Prieto (1992).

³ Una ley orgánica constitucional requiere de un quórum especial de 4/7 para su aprobación o modificación.

⁴ Por cierto, esta práctica termina ocasionando pérdidas al Banco Central. Si éstas son cubiertas por el fisco mediante la aportación de títulos de deuda, el resultado sería equivalente a un financiamiento del Banco Central al fisco. Esta práctica fue intensamente aplicada para cubrir las pérdidas ocasionadas por el rescate bancario, luego de la crisis de 1982-83, y habrá de serlo nuevamente para recapitalizar al Banco por las pérdidas incurridas durante la presente década (ver sección 4).

Los primeros esbozos de la nueva ley orgánica del BCC datan de comienzos de los 80. En ese entonces regía en Chile una política de tipo de cambio fijo, cuyo requisito indispensable era la limitación de la expansión del crédito interno de la autoridad monetaria. Se concibió entonces instituir mediante la nueva ley orgánica un régimen monetario de caja de conversión (*currency board*). Un régimen semejante se estableció tan sólo unos años más tarde en Hong Kong (1985), y luego en Argentina (1991). Ambos sobreviven hasta hoy.

La crisis de 1982-83 motivó, sin embargo, una importante revisión de ese proyecto. Dicho episodio —detonado por una conjunción de factores externos extremadamente adversos, que actuaron sobre una economía todavía débil y sobreexpandida en su gasto y endeudamiento— terminó dando lugar a un incremento de más de 100% en el tipo de cambio real (TCR)⁵. Semejante ajuste de precios relativos es simplemente inviable en un régimen de cambio fijo, que descansa en forma casi exclusiva en la flexibilidad hacia abajo de los salarios nominales para abordar esa tarea. Si la economía chilena, sea por la configuración de sus exportaciones (tan concentradas en volátiles productos primarios), por la relativa juventud de sus instituciones financieras (poco diversificadas y experimentadas), la insuficiencia de su integración a los mercados internacionales de factores (capital y trabajo) o por los frecuentes avatares de sus vecinos y otras economías emergentes, ha de estar permanentemente expuesta a variaciones tan significativas de su TCR de equilibrio, se concluyó que necesariamente debía darse un régimen de tipo de cambio flexible, con la correspondiente soberanía para administrar la política monetaria.

A comienzos de 1986, se reunió por primera vez la comisión designada por el BCC para preparar un nuevo y definitivo proyecto de ley destinado a establecer un banco central autónomo⁶. Entre 1985 y 1989, Chile consiguió buenos resultados macroeconómicos: crecimiento promedio anual de 7,5% en el PIB, inflación paulatinamente decreciente (desde 26,4% en 1985 a 12,7% en 1988; en 1989 volvió a subir a 21,4%) y gradual desendeudamiento externo (la deuda exterior cayó desde más de 100% del PIB en 1985 a poco más de 60% en 1989)⁷. Los resultados de la gestión macroeconómica de 1985-89 reforzaron la creencia de que el proyecto de autonomía para el BCC debía aspirar a una fórmula de administración monetaria flexible y comprometida con la estabilidad macroeconómica.

Por cierto, un obstáculo mayor para el propósito estabilizador es la generalmente baja apreciación demostrada por los gobiernos por ese objetivo. Desde

⁵ A lo largo del capítulo, entendemos por tipo de cambio real (TCR) el cociente entre un índice de precios internacionales (IPM de países socios), expresado en pesos, y el IPC nacional. Por consiguiente, un incremento del TCR refleja una depreciación real del peso.

⁶ Integraron esa comisión, por parte del Banco, Alfonso Serrano (su vicepresidente), José Antonio Rodríguez (fiscal) y el suscrito (director de Estudios), y como miembros externos, Jorge Cauas (ex ministro de Hacienda y ex vicepresidente del Banco, quien coordinó la comisión) y Enrique Barros (abogado).

⁷ He descrito esa experiencia macroeconómica en mis artículos de 1989b y 1990.

la creación del BCC, en 1925, hasta su consagración en la Constitución como organismo autónomo, la inflación chilena promedió un 36% al año. Como es sabido, la falla se ocasiona tanto en el financiamiento de los déficits fiscales por la vía monetaria (argumento del "impuesto inflación") como en las urgencias del proceso político, que con frecuencia llevan a valorar demasiado fuertemente el período de bienestar pasajero que antecede a la inflación (argumento de "inconsistencia temporal")⁸. El proyecto se propuso entonces aislar (en lo posible) la administración de la política monetaria del proceso político⁹.

La fórmula escogida fue la configuración de un banco central autónomo, regido por un consejo de cinco miembros, designados por el Presidente de la República con aprobación del Senado, que sirven por períodos largos (10 años), son virtualmente no removibles y se renuevan escalonadamente (uno cada dos años). El rasgo esencial del consejo es que, en el cumplimiento de sus funciones, no está sujeto a instrucciones de ningún poder del Estado y es, en ese sentido, genuinamente autónomo. El Consejo detenta colegiadamente el control total de la institución, sin perjuicio de que algunas de sus funciones sean delegables. El cargo de consejero es incompatible con otras funciones en los sectores público o privado, excepto académicas.

El modelo seguido es semejante al de los tres bancos centrales independientes entonces conocidos (los de Alemania, Estados Unidos y Suiza). No se supo en Chile del trabajo similar que a la sazón se realizaba en Nueva Zelanda, y que dio lugar a la dictación de su correspondiente ley de autonomía en 1990. A diferencia del nuestro, el modelo neozelandés obliga a ese banco central a atenerse a la meta *explícita* de inflación que le impone el poder político, en tanto lo deja en absoluta libertad para disponer de los medios para lograrla¹⁰. Dicho arreglo tiene interesantes propiedades en cuanto a transparencia e incentivos, pero supone que el objetivo de la estabilidad es apreciado por el poder político, incluso cuando exige costos de corto plazo. La fórmula chilena, fundada en una historia poco auspicio-

⁸ Por cierto, la referencia obligada es Kydland y Prescott (1977). Una pedagógica explicación y expansión de los modelos de comportamiento político de los bancos centrales se encuentra en Cukierman (1992). Ver también De Gregorio (1996).

⁹ Para mi justificación y análisis del proyecto, ver Fontaine (1989a). No fue fácil vender la idea. Todavía ahora sus intenciones se prestan para malos entendidos. Por ejemplo, en Massad (1998) se contiene un buen resumen de los argumentos pro autonomía del Banco Central, en esencia los mismos contenidos en Fontaine (1989a), pero me atribuye un tercer argumento: "algunos actores políticos (en la urgencia de la política diaria) no comprenderían las implicaciones de una restricción presupuestaria" (pág. 10, nota 8). Al respecto, textualmente digo en el artículo en cuestión: "Ocurre, simplemente, que las urgencias del proceso político con frecuencia llevan a valorar demasiado fuertemente el período de bienestar pasajero que antecede a la crisis. A menudo los dirigentes políticos esperan que las lealtades ganadas en ese período les ayudarán a sobrevivir más adelante, cuando deban encarar la realidad". No hay por tanto presunción alguna de ignorancia por parte de los políticos, sino maximización racional en presencia de una alta tasa de descuento al estilo de Barro y Gordon (1993).

¹⁰ Massad (1989) se aproxima a una proposición semejante, pero sin la nitidez de la neozelandesa. Sobre el modelo neozelandés, ver Rosende (1997).

sa en la materia, y de los demás bancos centrales propiamente autónomos, incluido el recientemente inaugurado Banco Central Europeo, es en tal sentido más esceptica.

El objetivo del BCC fue definido en forma precisa, a fin de facilitar su evaluación y evitar su incursión en otras áreas de la política económica. Siguiendo el modelo alemán, se le destinó sólo a "velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos" (Ley N° 18.840, art. 3°)¹¹. En el debate legislativo del proyecto se abundó en dejar en claro que esa misión se interpretaba como procurar la estabilidad en el nivel de los precios y evitar las crisis de pagos, originadas ya sea en el sistema financiero o en la balanza de pagos¹².

El ámbito de acción del BCC se restringió principalmente a lo monetario, a través de operaciones crediticias y el uso limitado de encajes. Una decisión importante fue incluir también las operaciones cambiarias por considerarse íntimamente conectadas a las monetarias. Mediante la compra o venta de divisas, el Banco puede ejecutar una "política cambiaria" tendiente a darle al precio de la misma una determinada trayectoria. La ley no establece ninguna limitación a la magnitud de sus operaciones crediticias y cambiarias, ni sobre la escala de sus activos y pasivos. En forma adicional, se le concedieron facultades para dictar ciertas regulaciones financieras (en relación principalmente con las captaciones bancarias, en su calidad de sustitutos del dinero) y de cambios internacionales. Su capacidad para imponer restricciones a ciertos pagos internacionales y movimientos de capitales fue ampliamente debatida y se optó por una fórmula cuidadosa, que permite tal posibilidad sólo bajo circunstancias excepcionales¹³.

La comisión a cargo de la elaboración del proyecto terminó su trabajo en 1987. Fueron consultados numerosos expertos, incluyendo una amplia gama de ex autoridades del BCC¹⁴. El proyecto siguió un prolongado trayecto al interior del Ejecutivo antes de ser enviado al Poder Legislativo —constituido entonces por la Junta de Comandantes en Jefe—, hacia fines de 1988. En una acción inusual en

¹¹ Su ley orgánica anterior declaraba como objetivo: "propender al desarrollo ordenado y progresivo de la economía nacional" (Banco Central de Chile, 1982, pág. 17). Un objetivo tan amplio suele menoscabar la estabilidad.

¹² El concepto de estabilidad en el valor de la moneda, tomado directamente de la ley del Bundesbank, es algo ambiguo y podría interpretarse como la fijación de su tipo de cambio internacional. Sin embargo, la acepción más lógica de "valor" en economía dice relación con "poder de compra". El poder de compra de una moneda es recíproco del nivel de precios, de modo que estabilizar a uno equivale a estabilizar al otro. El concepto de "nivel de precios" prefirió evitarse en nuestra ley, quizás por considerarse demasiado técnico. La ley neozelandesa de 1990, en cambio, fue menos pudorosa y más rigurosa: "la función primordial del Banco es formular y ejecutar una política monetaria dirigida hacia el objetivo económico de alcanzar y mantener estabilidad en el nivel general de precios" (ver Rosende, 1997).

¹³ Para más detalles, ver Fontaine (1989a).

¹⁴ Por ejemplo, fueron consultados ex presidentes del BCC en los gobiernos de Frei Montalva y Pinochet.

esos tiempos, el BCC publicó íntegramente el proyecto de ley, el cual fue intensamente debatido en foros académicos y la prensa¹⁵. La comisión legislativa encargada de su estudio lo revisó minuciosamente y acogió varias de las observaciones planteadas en el debate público. La ley fue publicada en octubre de 1989 y entró en vigencia el 9 de diciembre del mismo año.

El debate público del proyecto fue intenso y no exento de prejuicios¹⁶. Explicablemente, el hecho de que se suscitara a meses del cambio de gobierno creó la imagen de que el gobierno militar pretendía prolongar su poder a través del control del BCC. Ese malentendido se despejó con la nominación del primer Consejo de la institución, el cual dio garantías de competencia y pluralismo¹⁷. Por cierto, de otro modo el proyecto habría perdido todo sentido.

En cuanto a la sustancia de la iniciativa, el debate fue importante y sirvió para precisar sus contornos y aclarar debilidades. Algunos vieron en ella la pretensión absurda de administrar la política monetaria con exclusivo criterio técnico y prescindencia de las inevitables consideraciones de índole política y social (Arellano, 1989; Massad, 1989; Zahler, 1989). En realidad, el proyecto en su justificación desmentía esa versión y planteaba el propósito de investir a un cuerpo autónomo y de alta calidad del poder para asumir las complejas decisiones político-económicas que exige el manejo monetario¹⁸. El símil de la Corte Suprema de Justicia es apropiado y su independencia se considera normalmente garantía de una auténtica democracia.

Tres cruciales aspectos, sin embargo, fueron destacados en el debate. Aquellos de la *coordinación* entre el BCC y el gobierno, del (excesivo) *ámbito* de sus atribuciones y de su *responsabilidad pública*. Las fórmulas contenidas en la ley para resolver estos importantes aspectos, que recogen algunas de las observaciones surgidas, no son por cierto las únicas posibles. Su eficacia ha de probarse en la práctica, materia que la presente evaluación aborda en las secciones siguientes.

¹⁵ El proyecto y su fundamentación está contenido en Banco Central de Chile (1988). La mejor referencia para el debate académico son los artículos publicados en el volumen 77 de *Cuadernos de Economía*, abril de 1989.

¹⁶ Roberto Zahler, quien luego integrara el primer Consejo, primero como vicepresidente, y luego como presidente, fue particularmente crítico. Para él "la cuestión de fondo" consistiría "en la falta de confianza por parte de las actuales autoridades respecto de los mecanismos del régimen democrático para la formulación e implementación de la política económica..." Agregando luego: "Específicamente, se cuestiona la credibilidad y competencia de los futuros equipos económicos" (Zahler, 1989, p. 101). Sin embargo, pocos meses después era nombrado miembro del Consejo por esas mismas "actuales autoridades" y en su desempeño a cargo de la institución en 1992-96 mantuvo una línea marcadamente autónoma, contribuyendo de modo significativo al prestigio de que hoy goza la institución.

¹⁷ Sobre este punto hace hincapié Bianchi (1991). Describe también los argumentos de la polémica.

¹⁸ Específicamente, el proyecto menciona en su justificación que, además de preservar su carácter técnico, la autonomía le "da el nivel necesario para cautelar ciertos valores económicos fundamentales", tales como la estabilidad de la moneda. Ver Banco Central de Chile (1988), p. 4.

Inevitablemente, la autonomía debe dificultar la coordinación entre las autoridades. Como sostenía la justificación del proyecto, es una aplicación del principio de la división de los poderes al campo de la política económica y ésta también provoca problemas de esa naturaleza, por ejemplo, en el diseño y ejecución de las leyes¹⁹. Introduciendo "costos de transacción", la autonomía persigue evitar precisamente que gobierno y Banco Central, coordinadamente, desestabilicen la economía, ya sea por motivaciones electorales o de otra índole. Sin embargo, para facilitar el diálogo y la coherencia entre las autoridades fiscal y monetaria se establecieron determinados mecanismos de información recíproca, consulta (asistencia del ministro de Hacienda a las sesiones del Consejo, con derecho a voz y a la suspensión hasta por 15 días de sus resoluciones, para una segunda discusión, salvo insistencia del Consejo por unanimidad), e incluso veto del ministro de Hacienda para la imposición de restricciones cambiarias (salvo insistencia por unanimidad). En el debate legislativo se introdujo adicionalmente el mandato al Consejo —al "adoptar sus acuerdos"— de "tener presente la orientación general de la política económica del Gobierno", cuya imprecisión podría prestarse para menoscabar la autonomía²⁰.

El ámbito de las facultades previstas en el proyecto es limitado respecto de las variadas funciones que tradicionalmente desempeñaba el BCC. Sin embargo, algunos comentaristas vieron en el proyecto la creación de una suerte de poder económico paralelo y competitivo del Ejecutivo (Arellano, 1989). Otros, en cambio, pusieron atención en las atribuciones financieras y cambiarias especificadas en el proyecto. En materia de regulaciones financieras, éste no innovó respecto de la fórmula tradicional de supervisión y respaldo estatal, compartido entre el BCC y la Superintendencia de Bancos (dependiente del Ministerio de Hacienda). En lo cambiario, aun cuando se estableció un régimen esencialmente liberal, el BCC conservó importantes poderes regulatorios, incluyendo la capacidad *excepcional* de imponer controles de cambio. La alternativa, ampliamente debatida durante la elaboración del proyecto, habría sido excluir tales controles de las facultades del BCC y hacerlas exclusivamente materia de ley (Valdés-Prieto, 1989). Volveremos sobre este tema en la sección III.

El tema de la responsabilidad pública tampoco es de fácil solución: ¿ante quién responde un banco central autónomo?, ¿qué incentivos ha de recibir para el cumplimiento de su función? La ley estableció ciertas condiciones de transparencia para hacer a la opinión pública (y al mercado) juez de su desempeño. Dispuso que el BCC informase al gobierno y al Senado de sus planes y resultados,

¹⁹ "La autonomía del Banco Central, sin menoscabar la necesaria coordinación, tiene por objeto establecer una división de poderes y sus correspondientes contrapesos. El principio de la división de poderes es ampliamente aceptado en materia política..." (Banco Central de Chile, 1988, pág. 5). Ver también Fontaine (1989a) y Rosende (1988).

²⁰ El concepto fue introducido para demostrar que no se pretendía crear un "equipo económico paralelo", como argumentaban los críticos del proyecto. Pero qué es lo que se entiende por "tener presente", no está definido.

dándole a este último una suerte de capacidad evaluadora. Sin embargo, las restricciones constitucionales impidieron hacer de esta función una rendición de cuentas propiamente tal²¹. Los miembros del Consejo están sujetos a severas prohibiciones y son removibles sólo en casos excepcionales: por abuso del cargo, mediante proceso judicial; "por haber votado favorablemente acuerdos del Banco que impliquen grave y manifiesto incumplimiento de su objeto" y hayan sido "causa principal y directa de un daño significativo a la economía del país", mediante una suerte de acusación política (art. 17°); y en el caso del presidente del Banco, por "incumplimiento de las políticas adoptadas o de las normas impartidas por el Consejo", también mediante acusación política (art. 16°).

A diez años del debate, parece claro que el concepto de autonomía incorporado en el proyecto cuenta con amplia aceptación²². Los temores de grave descoordinación, obstaculización de la política económica del gobierno y falta de control por parte de un banco central autónomo no parecen haberse materializado. Sin embargo, las preocupaciones más profundas manifestadas en el debate relativas al equilibrio fino entre independencia y coordinación, autonomía y responsabilidad pública, siguen vigentes y han de ser evaluadas en la práctica.

II. CONTRA LA INFLACIÓN

Al cautelar la estabilidad del valor de la moneda, el Banco Central hace de centinela de la estabilidad macroeconómica. Su rol es echar a sonar las campanas de alarma cuando las restricciones objetivas que enfrenta la economía amenazan ser vulneradas, pues ello tarde o temprano provocaría un brote inflacionario. Un banco central autónomo debe así prevenir al mercado contra el uso populista del presupuesto fiscal y el expediente —antidemocrático, por lo demás— de ese impuesto no legislado que es la inflación²³.

Desde 1990 en adelante, el BCC se ha mostrado inequívocamente comprometido con su mandato legal de velar por la estabilidad de la moneda²⁴. El propósito de tener en el orden institucional una entidad concentrada prioritariamente en ese objetivo parece haberse cumplido satisfactoriamente (Corbo, 1998; Rosende, 1998).

²¹ La Constitución Política del Estado, en su artículo 49, enumera exhaustivamente las atribuciones del Senado y entre ellas no se contempla la aprobación de la gestión del BCC.

²² Al comenzar la campaña presidencial de 1999, los dos principales contendores se han declarado partidarios de mantener la autonomía del BCC en términos similares a los actuales.

²³ Sobre populismo macroeconómico ver Dornbusch y Edwards (1991) y De Gregorio (1996).

²⁴ De acuerdo a Zahler (1997), el objetivo del BCC durante la primera mitad de los noventa fue alcanzar una inflación de un dígito. Vencida esa valla, ahora procura como objetivo final una inflación similar a la prevaleciente en los países desarrollados (Massad, 1998).

El compromiso con la estabilidad se ha manifestado en la fijación anual de metas de inflación sistemáticamente declinantes. Dicho procedimiento se fundó en el precepto legal que obliga al Banco a comunicar al Senado en forma anual sus objetivos programáticos (art. 80°). Dicho mandato no es, sin embargo, explícito respecto de la obligación de anunciar el objetivo inflacionario en particular, y la determinación de proceder de esa manera ha sido una práctica sana y ampliamente validada por la experiencia.

Como se aprecia en el Cuadro 1, las metas anuales de inflación han sido claramente declinantes y la trayectoria efectiva de la misma se ha encuadrado razonablemente bien a ellas. Aunque el mérito de este desempeño corresponde por cierto a la autoridad monetaria, cabe consignar que la tarea ha sido facilitada tanto por una favorable situación de precios internacionales y afluencia de capitales —que rebajó la inflación importada y permitió la continua apreciación del peso— como por un ambiente interno propicio a la estabilidad. En lo interno, cabe destacar la creciente aversión de la opinión pública al desorden monetario, la cual no sólo parece derivarse de la traumática experiencia latinoamericana en la materia, sino que puede provenir también de un efecto inesperado de la popularización de la UF (Unidad de Fomento): la generalizada indexación al IPC (Índice de Precios al Consumidor) de las deudas hipotecarias ha creado una clase media fuertemente antagonica a la inflación.

CUADRO 1
INFLACIÓN: CUMPLIMIENTO DE METAS
(Var. % IPC dic.-dic.)

	Inflación meta	Inflación efectiva
1989	-	21,4
1990	-	27,3
1991	15-20	18,7
1992	13-16	12,7
1993	10-12	12,2
1994	9-11	8,9
1995	9,0	8,2
1996	6,5	6,6
1997	5,5	6,0
1998	4,5	4,7

Fuente: Banco Central de Chile.

Esta positiva tendencia quedará probablemente como uno de los logros más importantes de la década de los 90 y creo debe ser intensificada en los próximos años. A medida que ingresamos a terreno nuevo —con inflación baja o incluso nula—, pasarán a apreciarse con mayor nitidez, en el funcionamiento de los mer-

cados y en la toma de decisiones públicas, los beneficios de operar en un ambiente de estabilidad en el nivel de precios²⁵.

La estrategia seguida contra la inflación ha sido gradualista. Su mérito radica en el escaso costo incurrido en términos de producto y empleo. Entre 1990 y 1997, mientras la inflación media anual caía desde 26 a 6,1%, el PIB crecía a un ritmo anual de casi 8% y el desempleo descendía desde 7,8 a 6,1% (Cuadro 2).

CUADRO 2
TRAYECTORIA DE LA INFLACIÓN Y VARIABLES RELACIONADAS

Inflación	Devaluación	Var. salarios	Crec. PIB	Crec. Dem. Interna	Desempleo	Var. MIA	Tasa Interés Real	Superávit del SPNF
Media	Media	Media	PIB	Interna				
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
1989	17,0	9,0	10,6	13,3	8,0	24,3	6,77	1,3
1990	26,0	14,4	3,7	2,9	7,8	16,0	9,46	3,6
1991	22,0	14,6	27,7	8,0	6,2	43,0	5,43	2,3
1992	15,5	3,8	20,7	12,3	15,0	38,0	5,25	2,9
1993	12,7	11,6	16,5	7,0	10,8	19,0	6,41	2,1
1994	11,5	4,1	17,1	5,7	5,5	18,0	6,38	2,3
1995	8,2	-5,5	15,4	10,6	16,2	7,4	5,85	3,8
1996	7,4	4,0	11,8	7,4	7,9	16,3	6,94	2,0
1997	6,1	1,7	7,9	7,4	9,1	17,0	6,45	1,0
1998	5,1	9,8	7,9	3,9	3,9	6,2	3,3	-1,3

(1) Variación porcentual media anual del Índice de Precios al Consumidor.

(2) Variación porcentual media anual del tipo de cambio observado.

(3) Variación porcentual media anual del Índice Nominal de Remuneraciones por Hora.

(4) Variación porcentual anual del Producto Interno Bruto a precios de 1986.

(5) Variación porcentual anual de la Demanda Interna a precios de 1986.

(6) Tasa de desocupación como % de la fuerza de trabajo (INE).

(7) Variación porcentual media anual del dinero (MIA) en términos reales.

(8) Tasa de interés sobre depósitos reajustables según UF, 90-365 días, promedio anual.

(9) Superávit del Sector Público No Financiero del PIB (ver capítulo 3 de este libro).

Fuente: Banco Central, INE, Ministerio de Hacienda.

²⁵ Por razones de espacio omitimos aquí el debate sobre los costos y beneficios de eliminar la inflación. Entre los últimos, sobresale el incremento en el grado de monetización de la economía y el ahorro consiguiente de costos de transacción, y la mejoría de la asignación de recursos al aumentar el contenido informacional de los precios, una vez depurado de ellos el "ruido" inflacionario. Se argumenta que el costo estaría en la eliminación de un mecanismo cómodo para alterar disimuladamente el valor real de ciertos precios rígidos, como los salarios. Naturalmente, la validez de este argumento depende crucialmente del carácter inesperado de la inflación y, como ella puede dejar de serlo, encierra el peligro de una inflación creciente.

La notable ausencia de un "costo social" en la reducción de la inflación durante los noventa hace pensar que la política estabilizadora fue altamente creíble. Ello parece corroborar la hipótesis de que un banco central autónomo y comprometido con la estabilidad puede orientar, creíblemente, las expectativas de inflación. El papel desempeñado por las metas oficiales de contención de la inflación ha sido reiteradamente destacado (Corbo, 1998; Morandé y Schimidt-Hebbel, 1997).

Cabe preguntarse, no obstante, qué habría hecho tan especialmente confiables esas metas o, en otras palabras, por qué la autonomía *legal* del BCC fue interpretada como una autonomía *efectiva*. En el espíritu de la teoría de las expectativas racionales, cabría esperar que la credibilidad se fundara en el conocimiento y apreciación de las reglas de comportamiento de la institución. Esto nos lleva necesariamente a preguntarnos qué tan favorable han sido sus políticas monetaria y cambiaria a la construcción de una reputación antiinflacionaria.

La política monetaria se ha administrado con el propósito de hacer que la demanda interna se expanda a un ritmo similar al del producto. Específicamente, se considera que una brecha alta (baja) entre la tasa de expansión de la demanda y del producto provocaría a la larga presiones inflacionarias (deflacionarias) que impedirían el cumplimiento de la meta (Rojas, 1997; Fontaine, 1996). Por cierto, la relación entre esta brecha y la inflación es compleja. En condiciones de pleno empleo, hay que considerar también su impacto sobre el tipo de cambio real (TCR) y el déficit de cuenta corriente. Si simultáneamente el BCC persigue rebajar la inflación y defender una determinada trayectoria para el TCR, entonces —y sólo entonces— la relación de causalidad brecha/inflación es unívoca. Aún así, sin embargo, ella es oscurecida temporalmente por los familiares rezagos y variaciones en el empleo de los recursos (la tradicional brecha entre producto "efectivo" y "potencial").

Como objetivo intermedio, la política monetaria ha empleado las tasas reales de interés de corto plazo. Esta forma de conducción monetaria se ha aplicado con buenos resultados desde 1985 en adelante (Fontaine, 1991 y 1996)²⁶. La estrategia supone que la demanda interna es elástica a la tasa real de interés y que esta última es el principal canal de influencia de la política monetaria sobre el sector real²⁷. Ambos supuestos han sido objeto de amplia controversia teórica y econométrica, pero mi evaluación sobre sus resultados prácticos sigue siendo positiva²⁸. La conducción monetaria en base a la tasa real de interés tiene la ventaja de proporcionar al mercado una señal fácil de interpretar respecto del signo (con-

²⁶ Hasta 1990, la autoridad apuntó principalmente a la tasa de 90 días, aunque en ocasiones intervino para influir sobre las tasas para plazos más largos. A contar de 1991 se concentró sólo en la primera. Desde 1995 en adelante pasó a guiarse por la tasa interbancaria para operaciones a un día de plazo. Estas innovaciones, en general, han operado bien y no han alterado los rasgos centrales de la conducción monetaria de los últimos doce años.

²⁷ Por cierto, esto no impide que haya otros canales de importancia, como el cambiario. El argumento supone que si los hay, están correlacionados positivamente con la tasa de interés real.

²⁸ Para la evidencia empírica del impacto de la tasa real de interés en la demanda interna y la inflación, ver Eyzaguirre y Rojas (1995) y Valdés (1998). Para la posición antagónica, ver Rosende (1998).

tractivo o restrictivo) de la política, además de ser particularmente apropiada para situaciones de inestabilidad de la demanda de dinero²⁹. Chile cuenta con un mercado profundo de instrumentos reajustables, el cual permite observar una cotización de mercado de la tasa real de interés *ex ante*, condición que no se da en otras economías³⁰. Pese a dichas ventajas, esta estrategia de política monetaria ha sido a menudo criticada como responsable de un uso excesivo de la indexación financiera³¹. En mi opinión, la estrategia vigente opera bien y es similar, o incluso superior, a la empleada en Estados Unidos y Europa³².

La credibilidad de la regla monetaria suele establecerse mediante una "inversión" en reputación por parte de las autoridades. Esto es, la aplicación de políticas duras que muestren voluntad de asumir costos y capacidad para obtener resultados. Comenzando 1990, el recientemente independizado BCC tuvo oportunidad de probar su mano. Durante 1989 habían emergido fuertes presiones inflacionarias, las cuales podían agravarse por efecto de las expectativas de expansión fiscal y alzas salariales que despertaba el nuevo gobierno. Las autoridades entrantes (que asumían en marzo) plantearon al BCC la conveniencia de devaluar el peso para corregir el creciente déficit comercial. Pero el Consejo del BCC sopesó esos argumentos y, en una temprana muestra de autonomía (aunque en votación dividida), rechazó esa opción, temiendo que ella avivaría las presiones inflacionarias. Se optó, en cambio, por imprimirle un giro fuertemente restrictivo a la política monetaria, elevando drásticamente las tasas de interés. Así el BCC enviaba, tanto al sector privado como al sector público, una poderosa señal de compromiso con la estabilidad y disciplina en las expectativas.

Como muestra el Cuadro 3, el Ajuste I no estuvo exento de costos: bajó el crecimiento del producto, subió el desempleo y cayó fuertemente el TCR. La inflación, en tanto, sólo se redujo significativamente en el segundo semestre de

²⁹ En el caso chileno, la existencia de depósitos reajustables, según la variación de la UF crea un sustituto muy cercano al dinero líquido (M1), cuyo efecto es incrementar la volatilidad de la preferencia por liquidez. Esto dificulta la aplicación de metas cuantitativas de expansión monetaria (a no ser que se apliquen sobre M1 corregido por ese efecto o a agregados monetarios mayores).

³⁰ Nótese que los clásicos argumentos de Friedman contra el manejo monetario en base a la tasa de interés son más aplicables a la tasa nominal que a la real. Para un desarrollo más completo de estos argumentos, ver Fontaine, 1991.

³¹ En un esfuerzo por "nominalizar" el mercado financiero, el Banco Central inició en 1997 la colocación de títulos no reajustables de mediano plazo. No parece haber tenido todavía éxito en ese cometido. La indexación financiera —a diferencia de la salarial— no es, en mi opinión, un atributo negativo del mercado de capitales chileno y bien puede extenderse al resto del mundo, porque permite completar la oferta de instrumentos financieros (Barro, 1998; Shiller, 1998; Walker, 1998). Es una pregunta abierta por qué la indexación no ha sido espontáneamente adoptada por los mercados. Es posible que se deba a sus altos costos de "puesta en marcha", que justificaría asumir sólo bajo alta inflación.

³² En los últimos años han introducido bonos de largo plazo indexados al IPC en Australia, EE.UU., Inglaterra y Nueva Zelanda. Sobre las ventajas de la indexación financiera para la política monetaria, ver Hetzel (1992).

CUADRO 3
TRES AJUSTES Y DESAJUSTES

	PIB	Gasto	Tasa de interés	Var. dinero	TCR	IPC	Salarios
	(var. % real 12 meses)		capt. reaj. 90-365 días	(var. % 12 meses)	(1986=100)		(var. % 12 meses)
AJUSTE I							
88,4	8,7	10,9	5,0	50,1	110	12,7	17,5
89,1	9,0	14,6	5,7	33,2	108	12,9	17,4
89,2	13,4	18,3	6,3	27,6	104	16,2	17,2
89,3	9,7	14,2	7,5	20,8	111	19,8	19,3
89,4	7,6	6,7	8,8	17,5	112	21,4	25,2
90,1	8,6	10,7	13,3	16,7	115	23,9	25,8
90,2	2,8	-1,3	9,5	19,1	111	24,8	27,0
90,3	0,0	-0,1	8,5	12,0	111	29,3	28,4
90,4	1,5	2,5	6,0	9,7	114	27,3	33,8
91,1	2,2	-2,0	5,7	40,8	114	23,0	31,8
91,2	6,0	3,3	5,3	38,5	105	23,9	29,0
91,3	8,9	9,3	5,3	39,2	103	18,8	26,8
AJUSTE II							
92,4	10,7	13,7	6,0	52,3	96	12,7	17,1
93,1	8,3	16,2	6,4	24,3	97	12,7	16,1
93,2	8,0	13,2	6,4	15,0	100	13,0	16,6
93,3	7,0	9,5	6,4	16,5	97	12,3	16,8
93,4	4,7	5,1	6,4	21,0	94	12,2	19,9
94,1	5,0	2,0	6,6	15,5	96	13,7	18,8
94,2	6,4	7,8	6,5	13,9	94	12,7	17,2
94,3	5,3	5,4	6,3	18,4	95	10,4	16,9
94,4	6,2	6,8	5,9	23,4	93	9,0	14,6
95,1	8,9	13,1	5,9	21,5	93	8,2	15,5
95,2	10,5	13,8	5,5	25,7	89	7,6	16,1
95,3	11,5	18,8	5,3	23,2	86	8,6	15,4
AJUSTE III							
95,4	11,7	18,7	6,9	20,0	88	8,2	13,7
96,1	9,3	13,0	6,6	18,0	87	8,0	12,1
96,2	7,3	7,6	7,2	15,7	84	8,3	11,9
96,3	5,3	3,0	7,0	16,5	84	6,3	11,3
96,4	7,4	8,7	6,8	14,9	84	6,6	9,5
97,1	5,0	1,6	6,6	14,1	80	6,8	10,0
97,2	6,1	9,4	6,3	16,1	79	5,3	8,2
97,3	8,7	12,9	6,2	19,1	76	6,0	8,1
97,4	9,8	13,7	6,5	17,7	77	6,0	7,4

1991³³. Todo esto era de esperarse cuando la credibilidad estaba todavía por ganarse. Sin embargo, en medio de generalizadas críticas, el BCC aflojó la política monetaria con velocidad durante la segunda mitad de 1990 y el año siguiente. Como ello se efectuó sin contar con el apoyo de una política fiscal restrictiva, no es sorprendente que un año más tarde la economía nuevamente presentara síntomas de sobrecalentamiento, con un crecimiento de 12% en el producto y de 15% en la demanda interna³⁴. En el intertanto, la fuerte apreciación del peso, objeto de dos revaluaciones discretas —una a mediados de 1991, y otra, seis meses más tarde— contuvo el impacto inflacionario del auge.

Con extraordinaria similitud, la experiencia se repetiría dos veces más en los años siguientes (ver Cuadro 3). En efecto, en 1993-94 tuvo lugar el Ajuste II. Nuevamente, no tardaron en hacerse sentir los costos en materia de desaceleración económica y desempleo. El TCR volvió a declinar y el BCC terminó ampliando la banda de flotación del peso a fin de posibilitar su reducción adicional. El episodio concluyó hacia fines de 1994, cuando arreciaba la crítica política, atizada esta vez por declaraciones públicas de las autoridades del gobierno. Se dio inicio entonces a una rápida sucesión de recortes en las tasas de interés durante el primer semestre de 1995. Ello ocurrió en el contexto de una significativa mejoría en los términos de intercambio. Hacia fines de 1995, nuevamente afloraban señales de sobrecalentamiento y nació el Ajuste III. Sería tedioso describir este nuevo episodio, pero su gestación y desarrollo son enteramente semejantes a los anteriores.

Diríase entonces que la acción monetaria contra la inflación ha sido algo intermitente y, en consecuencia, no particularmente indicada para construir credibilidad. Pese a su autonomía y compromiso con la estabilidad, el BCC ha sido sensible a la crítica, proveniente tanto del gobierno como del sector privado, respecto de la dureza de sus políticas. Cada vez que han emergido los costos económicos y salariales de rebajar la inflación —a través de altas tasas de interés, brusca apreciación cambiaria, desaceleración del crecimiento y desempleo—, ha encontrado los argumentos para virar con rapidez hacia una política monetaria expansiva. Puede argumentarse que esos virajes fueron necesarios para cumplir las metas de inflación —y que el Cuadro 1 atestiguaría su adecuada calibración—, pero aun así es difícil conciliar una trayectoria tan zigzagueante para la política monetaria con la credibilidad que se les supone a las metas del BCC. Los altibajos de las tasas de interés y el ritmo de actividad real introducen un costo real y muestran que la contención de la inflación ha sido menos indolora de lo que aparenta.

³³ Influyeron en el retraso observado, un reajuste de 49% en el salario mínimo en junio de 1990, la elevación del IVA desde 16 a 18% al mes siguiente y una fuerte alza internacional del precio del petróleo a fines de año. Debo a Andrés Bianchi esta observación.

³⁴ Las cifras indicadas corresponden a la nueva serie de cuentas nacionales (a precios de 1996), la cual no estaba disponible a la fecha. Según la serie entonces disponible, la aceleración de la economía fue algo menor, pero en todo caso significativa. Debo a Andrés Bianchi esta observación.

Es de hacer notar que la crítica a los sucesivos ajustes monetarios se ha centrado en su impacto sobre las tasas de interés y el TCR³⁵. Efectivamente, las tasas reales de interés han sido más altas en los noventa que en la segunda mitad de los ochenta y el TCR se redujo en 30% entre 1990 y 1997. Pero ello puede ser atribuido a la fuerte expansión autónoma del gasto privado —alentada por un clima de optimismo y voluminosas entradas de capitales— y a una política fiscal de corte más bien expansivo³⁶. Puede argumentarse que la evolución de las tasas y el cambio fue en parte fruto de la descoordinación entre las políticas monetaria y fiscal —restrictiva, una; expansiva, la otra—, costo atribuible a la autonomía. Sin embargo, hay claros indicios de que la opción preferida por la autoridad fiscal habría sido una actitud más débil sobre la inflación, con tasas de interés más moderadas y TCR más alto. En ese sentido, la autonomía ha cumplido su rol: defendiendo la estabilidad, ha introducido una suerte de freno a la excesiva expansión fiscal.

¿Cómo entonces explicar el éxito obtenido en la reducción progresiva de la inflación sin mayores efectos en producto y empleo? ¿Cómo explicarse la aparente credibilidad que ha despertado el programa? Los ajustes I y II estuvieron orientados a crear la reputación necesaria para sostener una política antiinflacionaria seria. Paulatinamente, sin embargo, los costos de esa experiencia —particularmente reflejados en altos intereses reales y apreciación cambiaria— inclinan a la autoridad al uso de la política cambiaria como instrumento orientador de las expectativas. Específicamente, la política cambiaria —administrada mediante un sistema de bandas— deja de apuntar a la estabilización del TCR en torno a su *nivel* estimado de equilibrio de largo plazo, y pasa a favorecer una *trayectoria* de apreciación real gradual, tarea que es ejecutada mediante una variedad de medidas y acciones, como se discute en la próxima sección.

Cabe aclarar que toda política monetaria contractiva provoca una apreciación temporal de la moneda, la cual se constituye en uno de sus importantes canales de influencia sobre la inflación. También es necesario considerar que las favorables condiciones internacionales, las buenas perspectivas de Chile y la fuerte expansión de la productividad impulsaron una caída hacia el equilibrio en el TCR,

³⁵ Un interesante aspecto de economía política es la popularidad adquirida por el objetivo del TCR. En anteriores programas de estabilización (por ejemplo, en 1959-61 y 1979-81) la caída del TCR no había sido objeto de mayor oposición política. Al contrario, su impacto favorable en salarios reales más bien atenuaba el costo político de enfrentar la inflación. En los noventa, en cambio, se visualiza una caída brusca del TCR como políticamente inconveniente, y ella provoca fuertes críticas. Esto puede ser reflejo de la apertura comercial, la importancia de los *lobbies* exportadores y la flexibilidad del mercado laboral, además de la memoria de la traumática experiencia de 1981-82, bajo cambio fijo.

³⁶ El rol jugado por la política fiscal de los noventa ha sido intensamente analizado y debatido. Su interpretación no es fácil, porque, si bien se mantuvo un importante superávit fiscal (equivalente a 1,9% del PIB en 1990-97, el gasto público creció fuertemente (a un ritmo de 6,5% real al año). La expansión del gasto fiscal fue particularmente aguda durante el período del Ajuste I. El aumento del gasto público, financiado con un alza de impuestos a la renta, y la mejoría de la recaudación asociada al fuerte crecimiento económico parecen haber alimentado la expansión de la demanda interna. Sobre el tema ver Arellano y Larraín (1996), Arrau, Quiroz y Chumacero (1992).

desde su alto nivel de 1990. En ese sentido, la coyuntura de los noventa fue particularmente propicia para rebajar la inflación. Pero lo distintivo del período bajo análisis — particularmente desde 1995 en adelante— es el intento de conducir la apreciación en forma gradual, impidiendo tanto las revaluaciones como las devaluaciones bruscas, para hacerla compatible con el objetivo de descenso de la inflación³⁷.

CUADRO 4
COSTO DEL CRÉDITO

	Tasa Real Moneda Nacional (1)	Tasa Moneda Extranjera en US\$ en \$ reales equivalente <i>ex-post</i> (2)	Tasa Real Prom. ponderada (3)	Tasa Real Prom. ponderada (4)
1993	9,2	7,6	6,2	8,1
1994	9,3	8,3	1,2	6,4
1995	8,5	10,9	-3,3	4,4
1996	9,3	9,8	6,1	8,2
1997	8,8	9,9	5,3	7,5
1998	11,9	9,0	13,9	12,7
Prom. 93-98	9,5	9,2	4,8	7,5

(1) Corresponde a la tasa anualizada de colocaciones 90-365 días reajutable según la variación de la UF del sistema financiero.

(2) Corresponde a la tasa anualizada de colocaciones 90-365 días reajutable según la variación del tipo de cambio del sistema financiero.

(3) Corresponde a la tasa anualizada de colocaciones 90-365 días reajutable según la variación del tipo de cambio corregida por la devaluación promedio en relación a la variación promedio de la UF (esto es incluyendo la caída efectiva del tipo de cambio real).

(4) Corresponde a la tasa anualizada de colocaciones 90-365 días reajutable promedio ponderada calculada según la importancia relativa de las colocaciones totales en moneda nacional del sistema financiero y las colocaciones totales en moneda extranjera del sistema financiero más la deuda externa directa del sector privado no financiero.

Fuente: Banco Central de Chile y estimaciones propias.

Pero la apreciación cambiaria gradual puede haber fomentado el exceso de gasto y permitido la gestación de un importante desequilibrio de cuenta corriente. Como se aprecia en el Cuadro 4, la apreciación gradual —una vez que es incorporada a las expectativas— reduce el costo esperado del endeudamiento externo y estimula el ingreso de capitales. Esto fomenta la expansión de la demanda interna y su orientación hacia bienes no transables. El auge de los valores bursátiles y de bienes raíces es una consecuencia típica del proceso, con el correspondiente efecto riqueza sobre el gasto. Mientras se mantenga la expectativa de TCR

³⁷ El rol de la política cambiaria como "ancla" de la credibilidad en la meta de inflación ha sido subrayado por Corbo (1998) y Rosende (1998), entre otros.

declinante, la entrada de capitales crea la apariencia que se trata de un movimiento de equilibrio, impulsado por el mercado. Pero, en verdad, es la garantía implícita de estabilidad cambiaria ofrecida por la política del BCC —en el sentido indicado más arriba— la que atrae artificialmente a los capitales. Consciente del riesgo de desequilibrio externo que ello ocasiona, la autoridad chilena eleva las tasas de interés (por ejemplo, en el Ajuste III, de 1995-96), pero la expectativa de apreciación anula parte de su efecto, porque conduce a que una creciente porción de la demanda de crédito se satisfaga en el exterior. Tampoco surten mayor efecto los encajes al crédito externo (ver sección III), por cuanto su impacto financiero es anulado por la apreciación del TCR.

El resultado final es similar al de los programas de estabilización con cambio fijo³⁸. Nótese que, en el caso que comentamos, el tipo de cambio no está fijo, sino presionado hacia el (declinante) piso de la banda por factores tanto de mercado (TCR inicialmente alto) como artificiales (expectativas generadas por la percepción de que el BCC administrará una apreciación gradual). Como en el caso de aquéllos, el proceso se interrumpe cuando algún evento exógeno hace dudar de la sostenibilidad de la política cambiaria. Suben las tasas de interés o el tipo de cambio y la estabilización cobra sus tradicionales costos en actividad productiva y empleo.

Mi conclusión es que, si bien el BCC ha asumido el objetivo estabilizador planteado en su ley orgánica, en la ejecución de la política antiinflacionaria ha terminado optando por una estrategia de estabilización basada en la apreciación cuidadosa y gradual del TCR. Dicha opción es una entre varias alternativas abiertas a un banco central autónomo y comprometido con la estabilidad, pero es viable sólo en un ambiente de confianza internacional y afluencia de capitales. La situación creada a partir de la crisis asiática de 1997-98 hace temer que esa condición pueda no darse a futuro. Si ése fuera el caso, los costos de la estabilización ya efectuada y de nuevos avances estarían todavía por pagarse. Las nuevas condiciones parecen imponer ahora un alza del TCR y ello exigiría hacer descansar el control de la inflación sobre los salarios y los precios de los bienes no transables. La autonomía del BCC ha de ayudarlo a disciplinar en ese sentido las expectativas y presiones de costos, pero no es descartable que sea necesaria adicionalmente una fase prolongada de crecimiento lento en el producto y el empleo.

III. CONTRA EL EXCESIVO ENDEUDAMIENTO EXTERNO

El segundo objetivo del BCC —velar por el "normal funcionamiento de los pagos internos y externos"— admite variadas interpretaciones. En su acepción más limitada —y creo más correcta—, el legislador parece referirse a las medidas ne-

³⁸ Los programas de estabilización en base a una ancla cambiaria aparentemente invierten el orden en que se suscitan los beneficios y costos del proceso. Ver Edwards, 1993 y 1996.

cesarias para evitar o paliar las crisis bancarias, cuyo efecto directo suele ser la interrupción de los pagos internos y externos. Esta acepción restringida incluiría, entonces, disposiciones relativas al uso de los medios de pago (tarjetas de crédito, por ejemplo), regulaciones prudenciales sobre las captaciones bancarias, imposición de controles cambiarios en situación de restricción crítica de divisas (cuando "el financiamiento de la balanza de pagos del país" lo requiere, reza el art. 50 de la ley orgánica del BCC), labor de prestamista de última instancia y la mantención de las reservas internacionales mínimas requeridas.

En una concepción más amplia, sin embargo, el objetivo indicado apuntaría a la regulación del ritmo de acumulación de pasivos internacionales del país (que equivale al déficit de la cuenta corriente) y a la composición del volumen de éstos, atendiendo a su naturaleza —deuda o capital—, su plazo, moneda de denominación u otras características. Por cierto, el volumen y composición de los pasivos externos inciden en la probabilidad de ocurrencia de una crisis de pagos externos y es en ese sentido que su regulación podría vincularse con el objetivo del BCC. Pero como esa relación no es en absoluto lineal, el argumento resulta bastante alambicado. Por ejemplo, en Australia o Nueva Zelandia, altos déficits de cuenta corriente no parecen crear riesgo de crisis de pagos, en la medida en que se atienden mediante la flotación cambiaria. En cambio, en Indonesia en 1997-98, pese a una situación confortable de cuenta corriente y nivel de endeudamiento, se suscitó una crisis bancaria que le obligó a renegociar la deuda externa.

Es la acepción amplia la que ha primado en la actuación del BCC (Massad, 1998; Zahler, 1997). En efecto, éste ha: i) ejecutado una política cambiaria que se estima compatible con una trayectoria considerada prudente en el déficit de cuenta corriente, y ii) dictado restricciones para influir sobre el volumen y composición de los pasivos internacionales.

La política cambiaria se ha aplicado a través de un sistema de "flotación sucia" al interior de una banda relativamente amplia. Como se señaló, la política cambiaria ha pretendido encuadrar el tipo de cambio observado en el mercado en rangos compatibles con una trayectoria de equilibrio para el TCR, esto es, con un déficit de cuenta corriente estimado sostenible y evaluado a precios "de tendencia" para las exportaciones e importaciones. Inicialmente, se apuntó a uno equivalente entre 3 y 4% del PIB (Zahler, 1997), luego a uno de entre 4 y 5% (Massad, 1998)³⁹. Mientras la política cambiaria ha pretendido orientar la flotación del tipo de cambio hacia ese nivel, la política monetaria —con o sin apoyo de la política fiscal— se ha encargado de trabajar sobre la demanda interna, cuyo exceso sobre el producto ha de ser compatible con la meta de déficit de cuenta corriente.

³⁹ El incremento del déficit corriente considerado máximo tolerable puede vincularse a un cambio contable que ha abultado su medición. En efecto, ahora la cuenta corriente registra como egreso la totalidad de la utilidad devengada por la inversión extranjera en el país, y no sólo la remitida al exterior, como ocurría anteriormente.

La banda cambiaria define el margen de flotación permitida al tipo de cambio observado en el mercado (TCO) en torno al llamado tipo de cambio acuerdo (TCA), cuya trayectoria es fijada por el BCC. Originalmente, el TCA representaba la visión de la autoridad del nivel del TCR de equilibrio de largo plazo (Fontaine, 1989b). Para esos efectos, el TCA —y las correspondientes bandas— era reajustado diariamente en función de la diferencia entre la inflación nacional (según la variación de la UF) y una estimación de la inflación externa pertinente para Chile. En los ochenta, esa visión difería considerablemente de la del mercado, pues el financiamiento de la balanza de pagos provenía principalmente de las negociaciones oficiales de la deuda externa, cuyas perspectivas eran mejor apreciadas por las autoridades que por los operadores privados.

A partir de 1990, recobrado el acceso de Chile al mercado "voluntario" de capitales mundial, el mercado percibió una subvaluación del peso y se generaron fuertes entradas de capitales. A esas alturas, no existían razones *a priori* que la percepción del BCC respecto del TCR era más acertada que la del mercado. El BCC mantuvo, sin embargo, la intención de orientar al mercado en relación con su visión del equilibrio, a través del TCA. Una innovación importante —compatible con una mayor integración financiera con el mundo— fue la introducción en 1992 de la canasta referencial de monedas para la determinación del TCA, la cual persiguió ajustar diariamente ese precio en función de las variaciones diarias de las principales paridades de nuestro comercio exterior, de modo que reflejara un nivel constante de competitividad real frente al mundo⁴⁰.

Paulatinamente, sin embargo, el BCC optó por ceder a la tendencia hacia la apreciación del peso registrada en el mercado. Dictaminó entonces rebajas discretas en el TCA y ampliaciones de la banda en 1991, 1992, 1994 y 1997. Hacia fines de 1995, el TCA dejó de representar la visión oficial del *nivel* del TCR de equilibrio de largo plazo, con la introducción del descuento de 2% por "diferenciales de productividad", y pasó a concebirse como una *trayectoria* de convergencia gradual hacia un equilibrio más bajo. Esa trayectoria fue rebajada nuevamente en 1997, al alterar la canasta referencial; y luego, en 1998, con sucesivas medidas. A consecuencia de ellas, el TCA que habría regido de haberse mantenido inalterable la fórmula que lo gobernaba en diciembre de 1995, sería un 10% mayor que el que terminó rigiendo en diciembre de 1997.

El señalado descuento del 2% por año se funda en un supuesto diferencial en las ganancias de productividad del sector transable, sin que hasta la fecha se hayan dado a conocer los estudios que sustentaron esa hipótesis y determinaron esa magnitud. Aunque es plausible la existencia de tal diferencial, el 2% parece

⁴⁰ La canasta referencial de monedas fue establecida en julio de 1992 para mantener el TCA y las bandas constantes en términos de poder adquisitivo respecto de los principales socios comerciales de Chile (Fontaine, 1992). Como aproximación se incluyeron sólo tres monedas: el dólar estadounidense (45% de peso), el marco alemán (30%) y el yen (25%). La variabilidad introducida por las fluctuaciones de estas monedas se consideró positiva, porque reducía el seguro cambiario implícito en la trayectoria de las bandas.

excesivo (Valdés y Délano, 1998). En cualquier caso, no podía sino validar la expectativa de una apreciación continua del peso⁴¹.

Dichas expectativas se vieron confirmadas en enero de 1997, cuando el BCC alteró la composición de la canasta de monedas que gobernaba al dólar acuerdo y fortaleció la vinculación del peso con el dólar, en desmedro del yen y las monedas europeas⁴². La explicación oficial fue que la fuerte devaluación de éstas respecto del dólar creaba una presión inflacionaria artificial. En realidad, tal posición no era sino la depreciación *nominal* del peso respecto del dólar necesaria para evitar su fortalecimiento *real*, en relación al promedio de los socios comerciales. A consecuencia de esta decisión, el mercado parece haber leído una clara intención de revaluación en la política cambiaria, anticipando que ello haría innecesario mantener las altas tasas de interés entonces vigentes para cumplir la meta inflacionaria (lo cual de hecho ocurrió), e internando voluminosos capitales del exterior, validando en los hechos la apreciación real del peso. Sólo en octubre de 1997, con motivo del estallido de la crisis asiática, el tipo de cambio se desprendió del piso y subió al interior de la banda, poniendo en peligro la meta inflacionaria para 1998. El BCC se apresuró a intervenir para graduar su alza y así minimizar su impacto inflacionario. Durante 1998, el principal empeño de la autoridad monetaria fue evitar que la depreciación del peso perturbara el cumplimiento de la meta de inflación y desmoronase su credibilidad, lo cual lo llevó a vender reservas internacionales y colocar internamente títulos en moneda extranjera. Debió, sin embargo, ceder ante el mercado y aceptar alguna depreciación, moderada con frecuentes intervenciones cambiarias y una política monetaria severamente restrictiva durante la segunda mitad de 1998.

La forma como se ejecuta la política de apreciación gradual no es enteramente evidente. Durante el período, el BCC mantiene y refuerza ciertos controles a las entradas de capitales y acumula reservas internacionales. Aparentemente, entonces, interviene para detener la apreciación⁴³. Sin embargo, como en el proceso acumula un alto volumen de reservas internacionales y, desde 1995 en adelante, da señales de preferir una apreciación gradual del peso, la interpretación general

⁴¹ El argumento es el familiar efecto Balassa-Samuelson sobre el precio relativo de los bienes transables (PT/PN) cuando la productividad laboral crece más rápido en ese sector que en el de no transables. Sin embargo, hay que considerar que TCR no equivale exactamente a PT/PN, sino a PT/P, donde P es el nivel promedio de precios, que incorpora tanto transables (PT) como no transables (PN). Puede demostrarse que si estos últimos pesan 60% en P —una aproximación correcta para Chile—, una reducción de 2% en TCR equivale a una de 3,3% en PT/PN. No hay evidencias que sustenten una diferencia sistemática tan grande entre el crecimiento esperado de la productividad en los sectores transables y no transables.

⁴² Inicialmente pudo pensarse que el dólar estaba subrepresentado en la canasta, porque muchas de las monedas asiáticas mantenían una paridad fija con él. Pero luego de la ola de devaluaciones de la segunda mitad de ese año ha quedado claro que la canasta original estaba bien construida. La devaluación del peso que ella estaba impulsando fue retrasada por la medida comentada, y finalmente cobró fuerza al interior de la banda diez meses más tarde, con el estallido de la crisis asiática.

⁴³ Corbo (1998), por ejemplo, sostiene que "el Banco Central ha luchado para evitar una apreciación real excesiva" (p. 5).

es que el riesgo de devaluación es nulo y el TCR va inexorablemente hacia abajo⁴⁴.

Desde luego, la decisión de "dejar caer" tan sólo gradualmente el TCR hasta fines de 1997 tiene ciertos méritos. En primer lugar, facilita el descenso de la inflación. Un banco central no comprometido con la rebaja de la inflación pudo haber explotado la subvaluación inicial de la moneda para precipitar un fuerte auge del gasto, con serias consecuencias para la estabilidad a mediano plazo. En segundo lugar, la estrategia gradualista da tiempo al sector transable para aumentar su productividad y hacer frente a la inevitable apreciación de la moneda⁴⁵.

La principal herramienta de la política cambiaria ha sido la variación de las reservas internacionales. En su empeño por graduar la caída del TCR, el BCC incrementó sus activos internacionales netos desde US\$ 2.950 millones en 1989 hasta US\$ 17.840 millones en 1997 (fines de año), o desde 34% hasta casi 80% de las importaciones anuales de bienes y servicios. Este importante esfuerzo fue sistemáticamente esterilizado y, como veremos en la sección próxima, le ha representado al BCC un alto costo financiero.

La política cambiaria se apoyó también en determinados controles a la entrada de capitales. El principal de ellos fue la imposición de un encaje a los créditos e inversiones financieras de 30%, a ser mantenido en dólares y sin remuneración por un año en el BCC⁴⁶. Otras medidas tendientes a limitar o condicionar las entradas de capitales incluyen la mantención de plazos mínimos de permanencia para las inversiones del exterior (un año, rebajado desde tres años a comienzos de la década) y la dictación de condiciones restrictivas para colocaciones de bonos y acciones de empresas chilenas en el exterior. Estas medidas persiguen facilitar la estabilización cambiaria pretendida por el BCC, porque al reducir la entrada de capitales, disminuirían la acumulación de reservas internacionales y sus correspondientes costos. Equivalen, entonces, a una suerte de impuesto cobrado

⁴⁴ Un contraejemplo de la política de apreciación gradual podría ser la depreciación del peso tolerada por el BCC durante los primeros meses de 1995, luego de la devaluación mexicana. Entre diciembre de 1994 y febrero de 1995 el tipo de cambio observado (TCO) experimentó un alza, aunque de sólo 2,5%. En marzo promedió un valor levemente inferior al del mes anterior, pero que representaba 2,6% sobre el TCA (a diciembre era 4,5% inferior), producto de la caída de éste, a consecuencia de la depreciación del dólar frente al marco alemán y al yen japonés. Le debo a Roberto Zahler esta observación.

⁴⁵ Zahler es explícito al respecto: "La política seguida permitió acomodar gradualmente el proceso de fortalecimiento del peso chileno, de manera de evitar ajustes traumáticos del mismo, dándole tiempo al sector empresarial para incrementar su productividad y reacomodarse a la nueva situación..." (Zahler, 1997).

⁴⁶ Al aplicarse el encaje sólo por un año, actúa de manera equivalente a los impuestos sugeridos por Tobin para las transacciones cambiarias. El encaje fue introducido en 1991 con una tasa de 20% y aplicado sólo sobre los créditos externos. En 1992 se elevó a 30% y extendió a los depósitos en moneda extranjera. En 1994 se aplicó a las compras de acciones vía ADR (excepto en su primera emisión) y en 1995 a toda inversión extranjera considerada "no productiva" o financiera. En septiembre de 1998, el encaje se rebajó a cero. Nótese que un programa con ciertas similitudes se aplicó también en 1978-1981.

por la autoridad monetaria con el propósito de cumplir su objetivo de tipo de cambio.

En la defensa de estas intervenciones se han dado esencialmente dos argumentos. El primero es que Chile, temporalmente, ya sea por la alta rentabilidad marginal de sus inversiones o por el objetivo de rebajar la inflación, requiere una tasa de interés superior al costo internacional de capital para el país (tasa internacional más premio por el llamado "riesgo soberano"). Los controles de capital —y particularmente el encaje— operan como una suerte de peaje, que regularía el caudal de créditos e inversión financiera. El segundo argumento es que ciertos capitales internacionales son esencialmente volátiles, proclives a ingresar a raudales o huir en tropel. Los controles limitarían esos capitales, evitando sus efectos desestabilizadores sobre el TCR y propendiendo a una estructura de financiamiento externo más segura.

Ambos argumentos son plausibles, pero, en mi opinión, no justifican la política seguida. Es posible que durante la fase de despegue económico la tasa de interés real de equilibrio sea relativamente alta. Pero, cuantitativamente, el efecto no parece muy importante. Bajo cambio flotante, esa diferencia de intereses entre el mercado local y el externo se traduciría en un TCR inferior al de equilibrio. En 1992-97, la tasa real de interés de captación en Chile (6,2%) no ha superado en dos puntos porcentuales la tasa internacional comparable (4,5%), de modo que bajo plena apertura de capitales y cambio flotante el TCR se habría estabilizado sólo 2% por debajo de su posición de equilibrio⁴⁷.

Por cierto, *ex post* el costo real de traer financiamiento en moneda extranjera ha sido muy inferior al de financiarse en moneda local (Cuadro 4). Pero ello no se debe tanto a la diferencial de tasas, sino a la apreciación sostenida del TCR. Como sostuvimos más arriba, esa tendencia es ocasionada tanto por el mercado en forma espontánea, como por acción de la autoridad. La caída del TCR ha compensado con creces el costo financiero del encaje. Ante esa expectativa los controles de capital son impotentes. De allí que los estudios disponibles sugieren que ellos en Chile no han sido eficaces para limitar el ingreso neto de capitales y tan sólo parecen haber afectado su composición (Valdés-Prieto y Soto, 1997).

El argumento de la volatilidad de los flujos de capitales ha cobrado cierta credibilidad luego de la crisis asiática, detonada por la huida de los inversionistas extranjeros. Una de las razones por las cuales Chile parecía menos propenso a ese riesgo era bajo endeudamiento externo de corto plazo, fruto probablemente de los controles y encajes. Sin embargo, la sorpresa ha sido que debido a la incertidumbre desatada a partir de la crisis asiática, Chile perdió 12% de sus reservas internacionales en el primer semestre de 1998 y mostró una salida neta de capitales

⁴⁷ En efecto, si estimamos en $\text{Libor} + 1\%$ el costo relevante para el endeudamiento externo financiero de corto plazo chileno, ello representaría 4,5% en dólares constantes en 1992-97 (Libor nominal de 5,0% e inflación según IPM de EE.UU. de 1,5%), el cual se compara con una tasa real de captación interna de corto plazo de 6,2%.

de corto plazo de más del doble del volumen registrado de tal deuda a fines del año anterior. La explicación de esta paradoja está en que en una economía abierta, también los acreedores de largo plazo y los inversionistas nacionales pueden querer cubrirse del riesgo de devaluación. Su acción ocasiona movimientos de corto plazo enteramente semejantes a los temidos "capitales golondrina". La intención de regular la estructura de los pasivos internacionales puede ser entonces inútil. El mercado convierte, mediante operaciones contado o futuro, los largos plazos en cortos plazos, las posiciones en pesos en posiciones en dólares, la deuda en capital y viceversa, etc. En definitiva, la experiencia chilena muestra al regulador —el BCC— afanosamente tratando de calafatear y recalafatear un dique plagado de filtraciones⁴⁸. Y, por cierto, en la tarea introduce importantes distorsiones en el acceso al financiamiento externo (más barato por eludir el encaje) de los distintos agentes económicos, según la naturaleza de sus operaciones.

En mi opinión, la reglamentación cambiaria dictada por el BCC desde 1990 en adelante es significativamente diferente de lo pretendido en su ley orgánica. En efecto, ésta invirtió el principio tradicional de la legislación cambiaria chilena, según la cual toda operación de cambios estaba prohibida mientras no contara con autorización expresa o genérica de la autoridad, y lo sustituyó por uno exactamente opuesto: "Toda persona podrá efectuar libremente en el país operaciones de cambios internacionales" (art. 39°). Con fines de información y eventual control, estableció, sin embargo, la facultad del BCC para exigir que "determinadas" operaciones se efectúen a través del denominado mercado cambiario formal (MCF), constituido esencialmente por los bancos (art. 42°). Al establecer esta limitación, el BCC debe "individualizar, con precisión y de manera específica", las operaciones afectadas. Su importancia radica en que son estas operaciones las únicas susceptibles de ciertas restricciones (como los encajes y otras más duras), las cuales tienen carácter excepcional y temporal. Deben fundarse en el hecho de exigirlo "la estabilidad de la moneda o el financiamiento de la balanza de pagos", se establecen por un año (renovable) y están sujetas a quórum especial y veto del ministro de Hacienda. La filosofía del proyecto hacía de la libertad cambiaria el régimen normal, y de las restricciones un recurso excepcional a ser empleado en situaciones de emergencia (Fontaine, 1989a).

Desde la dictación del nuevo Compendio de Normas de Cambios Internacionales, en abril de 1990, la praxis de la legislación cambiaria se divorció del proyecto. Éste establece la lista de las operaciones circunscritas al MCF de acuerdo al art. 42°. Sin embargo, la nómina no es en absoluto "precisa" y "específica", por cuan-

⁴⁸ Así, por ejemplo, el afán de controlar las entradas pasó a contradecirse con la sana intención de liberalizar las salidas de capitales. Después de todo, su repatriación masiva provocaría los mismos problemas cambiarios que los controles pretenden evitar. Adicionalmente, podrían prestarse para "disfrazar" créditos externos y burlar el encaje. Por eso, el retorno de los capitales chilenos del exterior también ha sido sometido a encaje, a no ser que cumpla ciertas formalidades que aseguren al Banco su carácter genuino.

to incluyó rubros genéricos destinados a abarcar todas las operaciones⁴⁹. Luego, en sorprendente contorsión del principio legal, procede a individualizar las operaciones *excluidas* de la obligación de efectuarse en el MCF, de modo que la norma general —la libertad cambiaria— es transformada en la excepción. El resultado práctico es que el BCC continúa administrando “caso a caso” la llave de las operaciones cambiarias autorizadas.

Es de destacar, sin embargo, que a contar de 1991 el BCC avanzó significativamente en la liberación de las inversiones y otras salidas de capitales hacia el exterior. La salida de capitales se estimó compatible con el objetivo de darle una trayectoria determinada al TCR, en situación de abundancia de divisas. El camino seguido fue exceptuarlas expresamente de la obligación genérica de efectuarlas a través del MCF. El proceso se hizo en forma gradual, a fin de evitar los efectos desestabilizadores de los movimientos de capitales bruscos, y se ha traducido en la virtual desaparición de la brecha de tipos de cambio entre los mercados formal e informal.

Mientras tanto, las entradas de capitales se mantuvieron restringidas en los términos ya explicados. Para estos efectos se hizo amplio uso de la facultad contenida en los artículos 49 y 50 de la ley orgánica del BCC. Aunque, para evitar movimientos desestabilizadores, es evidente que el levantamiento de las restricciones existentes a comienzos de la década debía ser paulatino, su fundamentación actual dista considerablemente de la concebida en la ley. Específicamente, sostiene que ellas son necesarias debido a la inestabilidad de ciertos flujos de capitales y la correspondiente volatilidad del tipo de cambio que su liberalización conllevaría. Sólo remota e indirectamente esos problemas podrían hacer que la estabilidad de la moneda o el financiamiento de la balanza de pagos *exigieran* medidas como las aplicadas, que son las únicas dos razones que, de acuerdo a la ley, justifican la imposición de restricciones cambiarias.

Más allá de las precisiones que puede merecer, en mi opinión el espíritu de la referida norma legal es claro. Autoriza a introducir restricciones temporales a la entrada de capitales cuando su afluencia masiva crea riesgo de grave inestabilidad de precios o crisis de pagos. Por ejemplo, el encaje a los créditos externos aplicado en 1991-92 se basó en el impacto que podría ocasionar la baja transitoria de los intereses en Estados Unidos. Sin embargo, la tendencia fue a mantener la restricción una vez que ese problema hubo terminado, y a extenderla a las inversiones externas consideradas financieras y la repatriación de capitales chilenos del exterior, que no cumplen ciertas condiciones. Esta extensa y permanente red de restricciones no parece compatible con el espíritu de la ley.

⁴⁹ Para mayor claridad transcribo el número 19 de la letra A del capítulo 2 del mencionado Compendio, que estipula las obligaciones de liquidación de moneda extranjera en el MCF: “En general, la liquidación a moneda nacional de las divisas adquiridas en el mercado cambiario formal, como consecuencia de contratos o convenciones gratuitos u onerosos, nominados o innominados, en virtud de los cuales una o ambas partes asumen la obligación de transferir el dominio de las divisas o proporcionar su posesión, uso, goce o mera tenencia tales como compraventa, permuta, donación, mutuo, aporte en sociedad, usufructo, depósito, comodato y arrendamiento”. El número 27 restringe en términos similares todos los pagos al exterior.

Para concluir, debo agregar que es perfectamente válido sostener que el volumen o la naturaleza de ciertos movimientos de capitales provoca daños. En ese sentido apuntan los argumentos del BCC respecto de la volatilidad excesiva de los capitales de corto plazo. También puede considerarse que el endeudamiento externo causa un impacto sobre la calidad crediticia general del país, "externalidad" que no es tomada en cuenta por los deudores privados. Por último, es válido plantear que los préstamos externos contraídos por el sector bancario son particularmente problemáticos porque suelen percibirse como amparados por un seguro estatal implícito o explícito. Todas estas razones pueden favorecer la ejecución de una cierta política de deuda externa. Al reducir el ámbito de las facultades del BCC en esta materia, su ley orgánica no se pronuncia en contra de los controles de capitales, ya sean permanentes o transitorios. Pretendió, en mi opinión, evitar que un órgano autónomo creara por disposición administrativa una suerte de impuestos o subsidios, los cuales constitucionalmente corresponden establecer al Congreso. La preservación de un ámbito limitado y objeto preciso para la acción del BCC se consideró un factor esencial para dar legitimidad y eficacia a su autonomía.

IV. EL FUNCIONAMIENTO DE LA INSTITUCIÓN

Como se señaló en la sección I, durante el debate sobre el proyecto de autonomía para el BCC, fueron ampliamente examinados los riesgos que ésta puede representar en cuanto a descoordinación entre los principales órganos de la política económica y a la carencia de mecanismos para hacer efectiva la responsabilidad del buen manejo de la institución. En esta sección hacemos una breve revisión de esos tópicos y agregamos un tercero, aquel de su solvencia patrimonial, como condición de autonomía.

Autonomía y descoordinación: Un reparo frecuente a la idea de la autonomía del Banco Central es que podría provocar descoordinación entre los principales responsables de la política macroeconómica. No es fácil imaginarse situaciones en que podría ser dañina tal situación (Eyzaguirre y Vergara, 1993). Por otra parte, como se señaló en la sección I, ese problema es consustancial a la división del poder y el propósito de la autonomía es evitar que —coordinadamente— las autoridades macroeconómicas abusen de su poder para cobrar el impuesto inflacionario o aplicar estrategias populistas.

La ley estableció ciertos mecanismos de comunicación entre el Ejecutivo y el BCC para reducir el riesgo de una dañina descoordinación: asistencia del ministro a las sesiones del Consejo del Banco, su capacidad para suspender por 15 días para segunda discusión la adopción de acuerdos y su derecho a veto. Aunque limitados, estos mecanismos parecen haber operado bien en el sentido de evitar manifestaciones graves de descoordinación. Ha habido unos pocos episodios de tensión entre las autoridades de ambas instituciones, pero ellos no parecen

haberse originado propiamente en la autonomía y son explicables en la puesta en marcha de la nueva institucionalidad. Un aspecto de funcionamiento interno que facilita la coordinación, cuya aplicación tardó innecesariamente, es la formalización de las sesiones del Consejo, para facilitar al ministro de Hacienda la expresión de opiniones discordantes o el eventual ejercicio de sus derechos de suspensión y veto.

Puede argumentarse que la coexistencia durante una buena parte de los noventa de una política fiscal más bien expansiva y una política monetaria de carácter restrictivo es prueba de la temida descoordinación. Como es sabido, esa mezcla macroeconómica empuja hacia arriba a las tasas de interés y hacia abajo al TCR. Pero, dada la política fiscal existente, habría sido un grave error que, en aras de una mejor coordinación, el BCC hubiere consentido en una política monetaria más permisiva. Al perseverar en su actitud antiinflacionaria, el Banco ha ayudado a hacer evidentes los costos de la expansión fiscal en términos de tasas de interés más altas y TCR más bajo.

En el tema de la descapitalización de la institución han emergido conflictos de cierta importancia. En primer lugar, la ya comentada política de estabilización del TCR en un período de fuertes entradas de capitales le significó al BCC acumular reservas internacionales e incurrir en elevadas pérdidas. Esa estrategia parece haber contado con el apoyo del Ejecutivo, pero hasta la fecha no se ha traducido en un compromiso formal de recapitalización del BCC. En segundo lugar, como se explica más abajo, el gobierno impulsó una modificación de los contratos de crédito subordinado vigentes entre el BCC y varios bancos comerciales, provenientes de las operaciones de rescate efectuadas luego de la crisis financiera de 1982-83. Esas modificaciones le impusieron al BCC negociar y reconocer pérdidas, nuevamente sin el apoyo explícito del Ejecutivo. Las tensiones ocasionadas por esta anómala situación desembocaron en la renuncia del entonces presidente del BCC. Nuevamente, este problema parece haberse originado más en fallas de manejo político que de diseño institucional.

Responsabilidades y transparencia: En el diseño de una institución autónoma, hay que hacerse cargo del problema de la responsabilidad pública de sus autoridades. En el caso del BCC, su administración superior está entregada al Consejo, órgano colegiado cuyos miembros son seleccionados mediante un proceso político (designación presidencial, previa aprobación por parte del Senado). El carácter colegiado del Consejo, que desempeña funciones ejecutivas, puede perjudicar la eficiencia de la institución. Sin embargo, la existencia de opiniones y posiciones dispares en su seno proporciona cierto control interno y propende hacia una mayor responsabilidad pública en la conducción de la institución.

La calidad de sus miembros depende exclusivamente de la responsabilidad con que el Presidente de la República y el Senado ejerzan su facultad para, respectivamente, designarlos y aprobarlos. La ley no establece requisitos, tales como experiencia previa o conocimiento de materias macroeconómicas, lo cual podría

dar lugar a nombramientos inapropiados (Tapia, 1993). Se supone que la nominación es objeto de un cuidadoso examen por el Senado, en el cual se consideran a fondo los méritos profesionales del candidato. En la práctica, la aprobación del Senado no ha tenido ese carácter.

Las circunstancias específicas de la instauración del primer Consejo aconsejaron su formación por profesionales representativos de diferentes corrientes políticas (Bianchi, 1994). Esta peculiar forma de constituir un banco central independiente pudo haber sido un obstáculo para un trabajo serio y no partidista por parte del Consejo (Tapia, 1998). Sin embargo, no hay evidencias que así haya ocurrido.

Los miembros del Consejo no cuentan con un mecanismo específico de incentivos para su buen desempeño, ni rinden cuentas a algún otro órgano. Sin embargo, la ley establece variadas fórmulas tendientes a dar transparencia y publicidad a los programas, acciones y resultados del BCC. Específicamente, éste debe informar al Presidente de la República y al Senado "respecto de las políticas y normas generales que dicte en el ejercicio de sus atribuciones" (art. 4º). Esta obligación se traduce en la presentación anual al ministro de Hacienda y al Senado de su programa (art. 80º) y de la memoria anual (art. 78º). El carácter público de estas presentaciones facilita su difusión.

El objetivo de estas presentaciones es crear una instancia para el debate y la evaluación pública de la gestión del BCC. La presentación del programa coincide con el inicio de la tramitación parlamentaria de la ley del presupuesto fiscal y supone ser un ingrediente clave en ese proceso. Ésta y otras instancias deben mantener informado al mercado sobre los propósitos y acciones del BCC. La ley presume que, en una economía abierta y competitiva, el mercado es el mejor juez de la autoridad y la mejor garantía de su buen desempeño.

Los mecanismos indicados parecen haber operado en la dirección prevista. El BCC mantiene razonablemente bien informado al mercado de sus resoluciones (incluido un extracto de las deliberaciones del Consejo) y resultados. Sin embargo, la transparencia todavía puede incrementarse significativamente dando a la publicidad oportunamente las actas completas de las sesiones del Consejo, perfeccionando la información estadística y aplicando a los estados contables del BCC los criterios y exigencias que enfrentan las sociedades anónimas abiertas.

La presentación de los estados financieros adolece de serias deficiencias. Como reconoce el dictamen de sus auditores, el Banco no se ajusta a los principios contables generalmente aceptados, por cuanto: i) hasta 1997 reflejaba su abultada posición de reservas al "dólar acuerdo", significativamente distinto del de mercado⁵⁰, y ii) mantiene activadas importantes pérdidas originadas en las obligaciones subordinadas de los bancos.

⁵⁰ Esta práctica fue modificada y a contar de 1998 el tipo de cambio es utilizado en la contabilidad del Banco.

Las presentaciones al Senado han jugado un importante rol clarificador de los objetivos del BCC. Particular importancia ha adquirido la meta inflacionaria, como se indicó en la sección II. Sin embargo, no se conocen las deliberaciones del Consejo en la adopción de la meta ni la opinión del ministro de Hacienda, presente en la sesión. En ocasiones la meta parece haber sido "negociada" con el gobierno⁵¹. Tampoco existe un procedimiento formal para las eventuales modificaciones del programa y sus metas.

El Senado no parece haber desempeñado rol alguno en la evaluación de la gestión del BCC. Recibe anualmente, según dispone la ley, su memoria anual, pero no llama a sus autoridades (y podría hacerlo, al tenor del art. 4° de la ley orgánica) a explicar las desviaciones observadas respecto del programa solemnemente expuesto el año anterior. Tampoco se conocen llamados ocasionales del Senado a explicar medidas impuestas a lo largo del año, diferentes quizás de las insinuadas en el programa⁵². La imposición de ciertas restricciones cambiarias —cuyo carácter excepcional la ley exige que sea fundamentado en forma precisa— tampoco ha motivado la atención del Senado. Nada impediría, en mi opinión, establecer incluso presentaciones trimestrales o semestrales públicas que permitieran al país imponerse del "estado de avance" de los programas del BCC.

Autonomía y solvencia: Un aspecto que parece haberse descuidado de los mecanismos de información y control público es la preservación del patrimonio del BCC. La ley no contempla disposición alguna que obligue al Consejo a tomar en cuenta este propósito, aunque es de suponer que su importancia para la autonomía y el interés fiscal comprometido (y el ministro de Hacienda está presente en el Consejo) son suficientes para darle debida consideración.

En el Informe al Senado se ha tocado el tema de la situación patrimonial del BCC, su endeudamiento y frecuentes pérdidas⁵³. Sin embargo, el Informe no contiene propiamente los estados financieros presupuestados, como exige el art. 80° de su ley orgánica. Es más, nunca han sido objeto de análisis a fondo en esa

⁵¹ Zahler (1997): "La trayectoria anual de la meta de inflación fue decreciente, y su valor se fijó de común acuerdo con el Ministerio de Hacienda..." (pág. 29). El precedente puede ser peligroso.

⁵² Una excepción es la información entregada por el Banco relativa a la renegociación de la deuda subordinada de los bancos comerciales. El tema surgió de una iniciativa legal y motivó considerable controversia, incluso al interior del Consejo del Banco, cuyo presidente terminó renunciando. La información entregada por el Banco fue útil para aclarar los criterios empleados en esa negociación, cuyo interés fiscal ameritaba probablemente una participación directa del Ministerio de Hacienda.

⁵³ El Informe al Senado de 1998 contiene sólo un párrafo sobre el tema del endeudamiento y descapitalización del Banco en el Anexo 1 (Banco Central de Chile, 1998, p. 33). El de 1997, en cambio, presenta una original disquisición sobre la diferencia entre las pérdidas de caja (aparentemente importantes) y las meramente contables (cuyas consecuencias minimiza). Sin embargo, plantea que las primeras "podrían llegar a comprometer la estabilidad macroeconómica" (p. 25) y vaticina que sin una recapitalización del Banco "la propia autonomía se vería amenazada" (p. 26). Anuncia conversaciones sobre el tema con el Ministerio de Hacienda, cuyo desenlace, un año más tarde, es aún desconocido (Banco Central de Chile, 1997).

instancia las políticas respecto a: i) la administración de las reservas internacionales y ii) el volumen y composición del endeudamiento interno. Dichas políticas gravitan sobre los resultados del BCC y comprometen los intereses del fisco.

El BCC ha incurrido en una severa descapitalización. A 1989, el Banco contaba con un capital de US\$ 2.500 millones (en dólares constantes de 1999). Bajo el supuesto de que las pérdidas esperadas y no reconocidas en el balance asociadas a la obligación subordinada (que equivalía a la fecha a US\$ 5.500 millones) fuesen de 50%, su patrimonio neto habría sido negativo en casi US\$ 300 millones. En 1997, un cálculo semejante, incluyendo la contabilización de la posición de activos netos en moneda extranjera (casi US\$ 19.000 millones) a tipo de cambio de mercado, arroja un patrimonio negativo de US\$ 4.400 millones. La pérdida acumulada entre 1990 y 1997 asciende entonces a US\$ 4.100 millones y representa un promedio anual equivalente a 0,9% del PIB.

La ley le otorga al Consejo plena autonomía para administrar las inversiones y operaciones crediticias del BCC. En ocasiones, puede ser conveniente que éste incurra en pérdidas, por ejemplo, cuando la preservación del normal funcionamiento de los pagos le exige respaldar al sistema bancario o cuando determinadas operaciones monetarias afectan el valor económico de sus activos y pasivos. Enfrentado a situaciones semejantes, cabe esperar que el BCC consultará con el gobierno, con el fin de asegurarse la restitución del capital perdido. Es, en ese sentido, que debe interpretarse la disposición de la ley que permite al Consejo solicitar del gobierno "aportes específicos a su patrimonio" (art. 5° de la ley del Banco).

En el caso que nos ocupa, las pérdidas se han originado principalmente en la política cambiaria, la cual, en la defensa de la trayectoria de apreciación gradual del peso en términos reales, discutida en la sección II, llevó al BCC a acumular una alta posición de activos netos internacionales⁵⁴. No sabemos si las pérdidas fueron exacerbadas con la administración de las reservas y sus decisiones de endeudamiento, por cuanto, como ya se dijo, la información al respecto no es pública. Independientemente de la discusión acerca de los méritos de la política cambiaria seguida, llama la atención que el BCC haya asumido la plenitud de su costo, sin asegurar previamente, por parte del gobierno, la restitución patrimonial correspondiente. Ello no sólo habría cuidado la integridad del capital de la institución, sino que habría obligado al fisco a reflejar en su presupuesto el costo correspondiente y motivado probablemente una política fiscal más congruente con la estrategia cambiaria.

⁵⁴ En adición a las reservas internacionales, otro activo de importancia en manos del BCC es la deuda del fisco para con él, en la que se materializaron aportes de capital luego de la crisis financiera de principios de los 80. La deuda está denominada en moneda extranjera y devenga un interés inferior al del mercado interno (Libor más 0,5%). Exige de parte del fisco el pago de sólo 2% de interés, y la diferencia es automáticamente capitalizada.

La otra fuente de pérdidas es la obligación subordinada con los bancos. Ella se originó en el rescate de los bancos en la crisis financiera de 1982-83. En 1996, con motivo de una modificación legal, la generalidad de los bancos prepagaron la obligación remanente mediante pagos al contado, a plazo y dación en pago de acciones. El BCC ofreció descuentos sobre el valor contable de la obligación, reflejando sus expectativas de recuperación. En las negociaciones correspondientes, el tema del impacto patrimonial sobre el BCC por cierto estuvo presente, pero el fisco hasta ahora no ha comprometido su respaldo a través de la restitución del capital perdido.

Como lo ha reconocido oficialmente, el BCC está gravemente descapitalizado (ver nota 53). Aunque ello no le impide cumplir sus funciones ordinarias, es concebible que en una eventual crisis bancaria tendría dificultades para desempeñar apropiadamente su labor de prestamista de última instancia. Es más, la indiferencia del gobierno para abordar la recapitalización puede terminar creando inseguridad en los inversionistas respecto del repago de los bonos emitidos por el BCC, los cuales representan alrededor de 33% del PIB. La recapitalización del BCC es un tema prioritario.

¿Cómo evitar la repetición del problema? En esta materia es probable que la ley haya sido excesivamente tolerante. Una fórmula sería establecer una limitación al monto de los pasivos del BCC (Eyzaguirre y Vergara, 1993; Tapia, 1993). Por ejemplo, un coeficiente como el de Basilea (pasivo no exigible equivalente al menos al 8% del activo) tendría ese efecto. Aunque esta limitación le permitiría mantener un volumen de pasivos tan alto como el actual, al menos limitaría su capacidad para incurrir indefinidamente en pérdidas⁵⁵.

El criterio propuesto podría incorporarse en una modificación a la ley, la cual podría estipular que la violación del límite indicado, excepto por acuerdo del Consejo, con quórum especial y sujeto a veto por parte del ministro de Hacienda, haría aplicable el mecanismo de remoción del Consejo del Banco, estipulado en el art. 17°. Por cierto, la conveniencia y oportunidad de introducir la modificación legal propuesta debe evaluarse cuidadosamente. En el intertanto, haría bien el BCC en asumir un criterio semejante como limitación autoimpuesta en la escala de sus operaciones y exigencia de nivel patrimonial⁵⁶.

⁵⁵ Tapia (1998) es más drástico y aboga por la virtual eliminación de la facultad del Banco Central para incurrir en endeudamiento. Exhibe, como ejemplo, el bajo endeudamiento de los bancos centrales de Estados Unidos, Alemania y Japón. Propone que el *stock* actual de la deuda sea transferido al fisco. Son evidentes las ventajas de un arreglo semejante; sin embargo, su aplicación exigiría revisar la función de prestamista de última instancia que desempeña el Banco Central.

⁵⁶ A 1997, el patrimonio faltante para cumplir con el criterio propuesto del 8% de los activos (a enterarse incluyendo la base monetaria) sería de US\$ 4.000 millones, aproximadamente.

V. CONCLUSIÓN

El establecimiento de un banco central autónomo en 1989 fue una importante contribución a la estabilidad macroeconómica, al desarrollo económico y a una convivencia política sana. La institución se concibió como un guardián de la disciplina económica a fin de asegurar la progresiva disminución de la inflación y la prevención de las crisis bancarias y de balanza de pagos.

A grandes líneas, el comportamiento del BCC autónomo ha sido concordante con el proyecto que le dio origen. Particularmente destacable es su compromiso con la reducción de la inflación, traducido en metas anuales marcadamente declinantes y generalmente cumplidas. Ello le ha conferido al BCC una sólida reputación antiinflacionaria, si bien su zigzagueante política monetaria —con tres profundos ciclos consecutivos de ajuste y desajuste en ocho años— ha provocado costos reales y retardado innecesariamente el avance.

De la revisión del desempeño del BCC surgen tres inquietudes, íntimamente conectadas. La primera es que, particularmente desde 1995, la política antiinflacionaria ha pasado a descansar en la apreciación gradual del peso en términos reales, estrategia sostenible sólo en condiciones externas inusualmente favorables. Ello ha contribuido a la gestación de un exceso de gastos superiores al 4-5% del PIB, incluso con anterioridad al advenimiento de la crisis internacional de 1998. Esto ofrece la perspectiva de una futura alza del TCR, que no sería fácil conciliar con las metas de inflación declinante. Es posible que mediante la apreciación cambiaria el BCC haya diferido el costo social de reducir la inflación y que ahora que el TCR parece destinado a subir, la preservación de los avances logrados exija un período prolongado de crecimiento inferior al potencial, tanto en el producto como en el empleo. Desde esa perspectiva, la determinación antiinflacionaria del BCC quizá no haya sido todavía puesta verdaderamente a prueba.

La segunda inquietud dice relación con la discrecionalidad en materia de controles cambiarios, la cual, en mi opinión, excede largamente el espíritu de su ley orgánica. Es esa discrecionalidad —fundada en el objetivo de proteger a la economía chilena de los vaivenes de los capitales externos— la que ha alentado la imagen dominante de que el TCR es administrado por el BCC. Como en esa administración parece haber mostrado una preferencia por la apreciación gradual del peso —impidiendo tanto las caídas bruscas (que despertarían quejas de los exportadores) como las alzas bruscas (que comprometerían la meta de inflación)—, el mercado ha confiado demasiado en la estabilidad cambiaria e incurrido en el exceso de gastos comentado. La intervención discrecional en el mercado cambiario se vio acentuada cuando, con motivo de la crisis cambiaria, las expectativas del mercado se volvieron contra el peso. Entonces no sólo el BCC combatió la depreciación del peso vendiendo reservas internacionales, sino que se valió también de una política monetaria severamente contractiva, responsable directa de las tendencias recesivas que emergieron hacia fines de 1998. La tarea de integrar nuestro mercado financiero y cambiario al mundo, bajo

un marco normativo liberal, como preveía la ley para tiempos normales, está pendiente.

Finalmente, la descapitalización del BCC sugiere, primero, la necesidad de restablecerle pronto un patrimonio adecuado y, segundo, de adoptar medidas para no incurrir nuevamente en el problema. La descapitalización actual atenta contra la autonomía del BCC y puede limitarlo en el cumplimiento de su gestión. Su gestación refleja que los mecanismos de control contenidos en la ley —transparencia y vigilancia pública a través del Senado— no fueron suficientes. A futuro debería contemplarse limitar por ley la capacidad del Banco para incurrir en pérdidas tan voluminosas sin la venia del gobierno, el cual más tarde ha de resarcirlo del capital perdido.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Arellano, J. P., "Comentarios al Proyecto de Ley del Banco Central", *Cuadernos de Economía*, Año 26, N° 77, pp. 91-96, PUC, abril, 1989.
- Arellano, S. y F. Larraín, "Tipo de Cambio Real y Gasto Público: Un Modelo Econométrico para Chile", *Cuadernos de Economía*, PUC, abril, 1996.
- Arrau, P., J. Quiroz y R. Chumacero, "Ahorro fiscal y tipo de cambio real", *Cuadernos de Economía*, Pontificia Universidad Católica de Chile, diciembre, 1992.
- _____, Legislación Económica de Chile y de Comercio Internacional, 1982.
- _____, "Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile", 1990.
- _____, "Proyecto de Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile", 1988.
- _____, "Evolución de la Economía Chilena, Perspectivas: Informe al Senado" (varios años).
- Banco Central de Chile, "Proyecto de Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile", 1998.
- Barro, R. y D. Gordon, "A Possitive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", *Journal of Political Economy*, 91, N° 104, pp. 101-121, 1983.
- Barro, R., "Optimal Management of Indexed and Nominal Debt", *Documento de Trabajo del Banco Central*, N° 26, abril, 1998.
- Bianchi, A., "La Autonomía del Banco Central de Chile", *Testimonios sobre la actuación de la Banca Central*, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México, D.F., 1994.
- Budnevich, C. y G. Le Fort, "La Política Fiscal y el Ciclo Económico en el Chile de los Noventa", *Documento de Trabajo del Banco Central*, N° 20, octubre, 1997.
- Corbo, V. y S. Fischer, "Lessons from the Chilean Stabilization and Recovery", en B. Bosworth et al. (eds.), *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges*. Washington, D.C., Brookings Institution, 1994.
- _____, y B. Piedrabuena, "La Dinámica de la Inflación Chilena". En F. Morandé y F. Rosende (eds.), *Estudios de la Inflación Chilena*. CEP/ILADES, 1996.
- _____, "Reaching one-digit Inflation; The Chilean Experience", mimeo, prepared for presentation at the Annual Conference on Applied Economics, Universidad del CEMA, Buenos Aires, Argentina, septiembre, 1998.

- Cukierman, A., *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*, MIT Press, 1992.
- De Gregorio, J., "Inflación, crecimiento y bancos centrales: Teoría y evidencia empírica", *Estudios Públicos*, 62, pp. 29-76, otoño, 1996.
- De La Cuadra, S. y Valdés-Prieto, S., "Myths and Facts about Financial Liberalization in Chile: 1974-83", en P. Brook (ed.), *If Texas Were Chile*, ICS Press: San Francisco, 1992.
- Dornbusch, R. y Edwards, S. (eds.), *Macroeconomic Populism in Latin America*. University of Chicago Press, 1991.
- Edwards, S., "Exchange Rates, Inflation and Disinflation: Latin American Experiences", NBER Working Paper N° 4320, abril, 1993.
- , "Exchange Rate Anchors, Credibility, and Inertia: A Tale of Two Crises, Chile and Mexico", *American Economic Review*, mayo, 1996.
- Eyzaguirre, N. y Rojas, P., "Las Políticas Monetaria y Cambiaria en Chile durante los Noventa", mimeo, Banco Central. Enero, 1995.
- y Vergara, R., "Reflexiones en torno a la experiencia de la autonomía del Banco Central de Chile". *Cuadernos de Economía*, 91, PUC, diciembre, 1993.
- Fontaine, J. A., "Banco Central: Autonomía para cautelar la estabilidad", *Cuadernos de Economía*, Año 26, N° 77, PUC, abril, 1989a, pp. 65-74.
- , "The Chilean Economy in the Eighties: Adjustment and Recovery". En Edwards, S. y Larraín, F. comps., *Debt, Adjustment and Recovery*, Oxford: Basil Blackwell, 1989b.
- , "Observaciones sobre la experiencia macroeconómica chilena de 1985-89", *Estudios Públicos*, 40, 1990.
- , "La Administración de la Política Monetaria en Chile, 1985-89", *Cuadernos de Economía*, 832, abril, 1991.
- , "Una Alternativa Cambiaria", *Puntos de Referencia*, 98, Centro de Estudios Públicos, 1992.
- , "Applying Monetarism: What Have We Learned?", Dorn y Salinas-León (eds.), *Money and Markets in the Americas: New Challenges for Hemispheric Integration*, The Fraser Institute, Vancouver, Canadá, mayo, 1994a.
- , "Inversiones Extranjeras por Fondos de Pensiones: Efectos sobre la Política Macroeconómica", *Cuadernos de Economía*, Año 31, N° 93, pp. 161-183, PUC, agosto, 1994b.
- , *La Construcción de un Mercado de Capitales: el caso de Chile*, Banco Mundial, Washington, D.C., 1996.
- Hetzl, R., "Indexed Bonds as an Aid to Monetary Policy", *Economic Review of the Federal Reserve Bank of Richmond*, pp. 13-23, enero-febrero, 1992.
- Kydland, F. y E. Prescott, "Rules Rather than Discretion: The inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, pp. 473-491, junio, 1977.
- Massad, C., "La función técnica y la función política del Banco Central: Anatomía prenatal", *Cuadernos de Economía*, Año 26, N° 77, pp. 75-90, PUC, abril, 1989.
- , "La Política Monetaria en Chile", *Economía Chilena*, Banco Central de Chile, Vol. 1, N° 1, agosto, 1998.
- Morandé, F. y K. Schmidt-Hebbel, "Inflation Targets and Indexation in Chile", mimeo, Banco Central de Chile, 1997.

- Rojas, P., "Objetivos de Inflación: Consideraciones teóricas y evidencia empírica", *Estudios Públicos*, 65, Centro de Estudios Públicos, verano, 1997.
- Rosende, F., "Elementos para el diseño de un marco de análisis de la autonomía del Banco Central", *Cuadernos de Economía*, Año 26, N° 77, pp. 25-38, PUC, abril, 1989.
- _____, "La Autonomía del Banco Central de Chile: Una Evaluación Preliminar", *Cuadernos de Economía*, Año 30, N° 91, PUC, diciembre 1993, pp. 293-326.
- _____, "Política Monetaria y Movimientos de Capital en Chile", *Cuadernos de Economía*, Año 33, N° 98, PUC, abril 1996, pp. 9-45.
- _____, "La autonomía del Banco Central una vez más", *Cuadernos de Economía*, Año 34, N° 101, pp. 3-25, PUC, abril 1997.
- _____, "Política Monetaria en Chile en los 90: Un Ejercicio No Neutral", *Revista Perspectivas*, por publicarse, agosto, 1998.
- Shiller, R., "Indexed Units of Account: Theory and Assessment of Historical Experience", *Documento de Trabajo del Banco Central*, N° 28, abril, 1998.
- Tapia, D., "Experiencia del Banco Central Autónomo", *Cuadernos de Economía*, Año 30, N° 91, PUC, diciembre, 1998, pp. 349-355.
- Valdés-Prieto, S., "Control de cambios en países en desarrollo", *Cuadernos de Economía*, Año 26, N° 77, PUC, abril 1989, pp. 115-144.
- _____, "Ajuste estructural en el mercado de capitales: la evidencia chilena", en Wisecarver (eds.), *El modelo económico chileno*, CINDE, 1992.
- _____, y M. Soto, "The Effectiveness of Capital Controls: Theory and Evidence from Chile", mimeo, Pontificia Universidad Católica de Chile, septiembre, 1997.
- Valdés, R., "Efectos de la política monetaria en Chile", *Cuadernos de Economía*, Año 35, N° 104, pp. 97-125, PUC, abril 1998.
- _____, y Délano, V., "Productividad y Tipo de Cambio Real en Chile", *Documento de Trabajo del Banco Central*, diciembre, 1998.
- Vergara, R., "Política cambiaria en Chile: La experiencia de una década (1984-1994)", *Estudios Públicos*, 56, Centro de Estudios Públicos, primavera, 1994.
- Walker, E., "The Chilean Experience Regarding Completing Markets with Financial Indexation", *Documento de Trabajo del Banco Central*, 29, abril, 1998.
- Zahler, R., "La inserción institucional del Banco Central de Chile", *Cuadernos de Economía*, Año 26, N° 77, pp. 97-114, Pontificia Universidad Católica de Chile, abril, 1989.
- _____, "La Política Macroeconómica de Chile en los Años Noventa: La Visión del Banco Central", mimeo, CEPAL, diciembre, 1997. ●