
INSTITUCIONALIDAD FINANCIERA: LECCIONES DE UNA EXPERIENCIA

Francisco Rosende R.*

RESUMEN

El propósito de este artículo es examinar la incidencia de la institucionalidad financiera sobre el desempeño de este sector, como también en la influencia del mismo sobre la evolución de la economía. En particular, este enfoque sugiere que la estructura de incentivos resultante del programa de liberación financiera implementado en las economías del Cono Sur durante la década pasada no contribuyó a un desempeño eficiente de estas economías, ni a la estabilidad de la economía privada.

* Gerente de Estudios del Banco Central de Chile.

1. REPRESION FINANCIERA, LIBERALIZACION Y CRISIS: EL MERCADO FINANCIERO CHILENO: 1973-83

A partir de mediados de la década pasada se dio inicio en Chile a un vasto y profundo proceso de liberalización de la actividad económica. Así, se llevó a cabo la eliminación de los controles de precios, hasta entonces prevalecientes, al mismo tiempo que se ponía en marcha una reforma comercial destinada a incrementar el grado de integración al comercio exterior. Cabe recordar que en 1973 la tasa promedio de aranceles era cercana al 100% y se observaba una gran cantidad de restricciones para-arancelarias, lo que configuraba un cuadro francamente proteccionista de la industria que sustituía importaciones con los correspondientes costos en términos de eficiencia que esta situación planteaba.

Paralelamente a la puesta en marcha de un programa de liberalización de la actividad económica, se ejecutó un enérgico programa conducente a controlar la tasa de crecimiento de los precios, la que en 1973, a pesar de los numerosos controles imperantes, se elevaba por encima del 500% anual. Dentro de esta estrategia anti-inflacionaria, la realización de un ajuste fiscal era un elemento básico, de manera que gran parte del esfuerzo de las autoridades en materia de control de la inflación se dirigió a reducir el déficit del sector público, el que en 1973 alcanzaba a aproximadamente un 25% del PGB.

Finalmente, el proceso de transformación estructural de la economía chilena debía completarse con un programa tendiente a estimular el desarrollo del mercado financiero. Ello de manera de conseguir una canalización más eficiente del ahorro y la inversión, elementos básicos para sostener el crecimiento. De esta manera, a partir de 1974 se dio inicio a un proceso de reprivatización de los bancos que habían sido intervenidos por el gobierno socialista, se liberalizaban las tasas de interés y se realizaron las modificaciones en los encajes sobre los depósitos y demás herramientas con que contaba la autoridad monetaria, de modo de asegurar un efectivo funcionamiento del "perno financiero"¹.

En un contexto caracterizado por muy elevadas y fluctuantes tasas de inflación, como era el prevaleciente en Chile durante los primeros años de este proceso de ajuste (1973-77), era comprensible que las tasas reales de interés observaran un nivel elevado y también fluctuante. Mas aún, en este marco resultaba también comprensible que este mercado estuviese concentrado en el corto plazo, debido al alto grado de incertidumbre e inestabilidad que se percibía en el mediano plazo para importantes señales económicas.

Es necesario recordar que el proceso de estabilización iniciado en 1974 se complicó significativamente como resultado de la fuerte reducción de los términos de intercambio ocurrida en 1975, la que alcanzó a aproximadamente 40%. La severidad de este shock externo llevó a la autoridad económica a una brusca devaluación real del peso, mientras que la intensidad del ajuste se reflejaba en el cambio de signo registrado por la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, la que evolucionó desde un déficit de US\$491 millones en 1975 a un superávit de US\$148 millones en 1976, siendo ésta la única oportunidad en los últimos 20 años que esta cuenta ha registrado un saldo positivo.

Hacia fines de la década pasada, la economía chilena observaba un satisfactorio desempeño. Así, el crecimiento promedio del PGB entre 1976 y 1980 alcanzó a un 7,5%, la tasa de inflación se redujo a un 31,2% en 1980, para caer a un 9,5% en 1981. Las exportaciones no cobre observaban un crecimiento promedio anual de aproximadamente 23,2% en términos físicos entre 1976 y 1980, mientras el déficit fiscal era transformado en un superávit de un 3,1% del PGB en 1980 y un 1,7% en 1981.

A pesar de los logros expuestos, un aspecto importante dentro de la estrategia en implementación, como era el desarrollo de un mercado financiero profundo y eficiente, no eviden-

¹Esta calificación del mercado financiero dentro del proceso de ajuste y liberalización de la economía fue planteada por Mc Kinnon (1973).

ciaba un progreso igualmente importante al registrado por los restantes indicadores macroeconómicos². Mas aún, durante todo este proceso de expansión de la economía, las tasas de interés reales mantuvieron un muy elevado nivel, el que medido por la tasa de interés real de captación de mediano plazo³, alcanzaba a un 17,5% en 1978; 14,5% en 1979; 8,4% en 1980 y 13,2% en 1981. Ello no obstante la verificación de un importante influjo de capitales atraído por las elevadas tasas de interés domésticas, como también por las abundantes condiciones de liquidez prevalecientes en los mercados financieros internacionales (véase cuadro N° 1).

Durante todo este periodo de expansión de la economía, el mercado financiero no logró consolidarse como un mercado estable y eficiente, en cuanto a su capacidad de generar un mercado de fondos de inversión a mediano y largo plazo. De hecho, la marcada concentración en el corto plazo de este sector significó en la práctica un elemento perturbador para el manejo monetario, en la medida en que estas instituciones eran capaces de emitir instrumentos de deuda altamente líquidos y que reportaban un interés real apreciable⁴, promoviéndose en consecuencia una sustitución desde el dinero tradicional hacia este tipo de instrumentos.

Las dificultades que ocasionaba sobre el manejo monetario este tipo de mercado financiero, no sólo se manifestó en la proliferación de sustitutos del dinero tradicional, con los consecuentes problemas que ello involucra en términos de presión sobre el nivel de gasto agregado de la economía, sino que además en la necesidad de que el Banco Central asumiera algún rol frente a los colapsos registrados por algunas entidades bancarias durante este periodo de bonanza. En particular, ha sido señalado en la evaluación del periodo la influencia que habría tenido, en términos de su posterior impacto sobre las expectativas de los individuos, el rescate de los deudores del Banco Osorno ocurrido a fines de 1976⁵.

En la evaluación de los determinantes del fuerte aumento registrado por la deuda externa de Chile entre 1980 y 1981, tampoco puede quedar de lado la influencia del mercado financiero sobre este proceso. En efecto, si de alguna manera el elevado nivel exhibido por las tasas de interés domésticas fue el resultado de la forma en que se estructuró este mercado, más que de elementos tales como la tasa interna de retorno de la inversión, la tasa de preferencia de los consumidores o la estimación del ingreso permanente⁶, entonces cobra enorme importancia examinar hasta qué punto este mercado no tuvo un rol realmente activo en el proceso de gestación o alimentación⁷ de la crisis por la que atravesó la economía chilena a comienzos de la presente década.

²El otro indicador macroeconómico que observó un comportamiento poco satisfactorio, aun dentro de un proceso de crecimiento, fue la tasa de desempleo. Una interpretación al respecto se encuentra en Rosende (1987).

³Esta tasa constituye un adecuado indicador de las condiciones prevalecientes en el mercado del crédito, por cuanto se evita el impacto de transacciones anteriores como ocurre con la tasa de colocación cuando tienen lugar renovaciones de crédito, y tampoco contiene el impacto directo de variaciones con el ritmo inflacionario, como ocurre con las tasas de corto plazo.

⁴La aparición de un importante número de activos sustitutos del dinero parece haber constituido una importante fuente de problemas dentro del programa de estabilización implementado a partir del 1974. Al respecto véase Figuerola y Vial (1977).

⁵Al respecto véase D. Wisecarver (1984) y F. Rosende (1984).

⁶F. Rosende y R. Toso (1984) plantean que una fracción importante de la demanda de crédito observada durante la década pasada se puede explicar por la percepción de un mayor ingreso permanente de la comunidad. Ello debido a que la economía registraba un satisfactorio desempeño, en un contexto de deprimidos términos de intercambio. Luego, en la medida en que el nivel de éstos estuviese afectado en algún grado por elementos de tipo transitorio, cabría esperar un mayor nivel de crecimiento del producto en el mediano plazo.

⁷De acuerdo a lo planteado en R. Fernández (1983), E. Barandiarán (1983) b) y F. Rosende y R. Vergara (1986), la dinámica de tasas de interés asociada a la organización financiera vigente tuvo una incidencia importante en la posterior crisis.

A partir de mediados de 1981, lo que era un vigoroso proceso de crecimiento se revierte para transformarse en una aguda recesión, registrándose una caída del PGB de 14,1% en 1982 y de 0,7% en 1983. En la evaluación de este quiebre de la tendencia exhibida por la economía chilena, no se puede ignorar el hecho que los términos de intercambio volvieron a caer en 1981, esta vez en aproximadamente un 21%; mientras que las tasas de interés prevalecientes en los mercados externos se elevaron a un 12,1% en 1979, 14,2% en 1980 a un 16,7% en 1981.

Por su parte, el proceso de liberalización y reforma financiera pareció llegar a su fin en enero de 1983, cuando se intervinieron cuatro bancos —dentro de éstos los dos bancos privados más grandes— y cuatro financieras. Los bancos intervenidos representaban un 39% de las colocaciones totales del sistema, un 47% de la deuda externa bancaria y alrededor de un 30% de los capitales y reservas bancarias⁸.

Para no pocos economistas⁹, lo ocurrido en el mercado de capitales chileno no fue sino el reflejo de los problemas de inestabilidad que plantea un mercado financiero privado. En esta perspectiva, la expansión entre 1976 y 1981 no habría sido la incubación de una "burbuja especulativa"¹⁰, la que alimentó un crecimiento en el precio de los activos y una percepción de mayor riqueza, para finalmente "reventar" frente a la incapacidad de la economía de sostener el nivel de gasto asociado al valor de la riqueza que se estaba observando.

Desde luego, la aceptación de un enfoque de este tipo lleva implícito una clara propuesta en favor de una mayor participación del Estado en la economía, y muy especialmente en el mercado financiero. En esta perspectiva, la recesión ocurrida en Chile en 1982 y 1983 sería el resultado de esta sobre-expansión irracional en el gasto de los consumidores, de manera que la forma de evitar una reiteración de este tipo de fenómenos sería ejercer un mayor control fiscalizador y regulador sobre la gestión de los intermediarios financieros.

La interpretación que aquí se propone es sustancialmente distinta, por cuanto se destaca la incoherencia observada en la institucionalidad financiera prevaleciente en Chile en el período en referencia, con el funcionamiento de una economía privada y de mercado. Más concretamente, se postula que la organización financiera prevaleciente en Chile fue una en la que los incentivos estructurados por la regulación financiera promovieron un mayor nivel de endeudamiento —interno y externo— y en consecuencia, una mayor exposición de la banca del que habría resultado en un sistema más coherente con un régimen de economía privada y de mercado¹¹.

Con el objeto de elaborar adecuadamente la hipótesis antes mencionada, en la sección 2 se presentan los fundamentos conceptuales de las diferentes alternativas de organización financiera que enfrenta una economía. En la sección 3 se utiliza este marco analítico para examinar el desempeño del mercado financiero en Chile durante el período antes mencionado. En la sección 4 se presentan las principales conclusiones de este estudio.

2. LA ORGANIZACION DE LA ACTIVIDAD FINANCIERA

La organización del sistema monetario y financiero en las economías modernas se ha estructurado sobre la base de la coproducción de deuda por parte del Banco Central y los bancos comerciales. Es particular, se ha admitido dentro de estos sistemas la posibilidad de que los bancos

⁸G. Ramírez (1986).

⁹Véase por ejemplo Díaz-Alejandro (1983) y Meller y Solimano (1984).

¹⁰Meller y Solimano, *op. cit.*

¹¹Esta hipótesis es esencialmente similar a la planteada por H. Simons (1946), no obstante aquí se destaca la influencia de la estructura de incentivos sobre la gestación de la crisis, y el proceso de ajuste del sector financiero luego de la misma.

emitan diferentes tipos de deuda en cuanto a maduración y rentabilidad, predominando el carácter no-contingente de las mismas.

La evaluación del desempeño y consecuencia que tiene el proceso de intermediación que realizan los bancos, ha sido enfocada desde distintas perspectivas, aún cuando parece haber predominado el interés de los economistas por las repercusiones monetarias de la gestión de los intermediarios financieros. De este modo, la relevancia que tiene para el diseño de la política monetaria el establecimiento de un límite externo sobre la cantidad nominal de dinero, ha llevado a un detenido análisis y discusión acerca de la forma en que debe enfocarse la política de encajes sobre los depósitos del sistema bancario, y los préstamos que eventualmente pudiera el Banco Central otorgar a éste, en lo que puede calificarse como una política de redescuento¹². Sin embargo, más allá de la discusión específica al problema de controlar la cantidad nominal de dinero y de los instrumentos que posee el Banco Central para ello, es necesario situar el análisis de la institucionalidad monetaria y financiera en una perspectiva más amplia, para de aquí examinar las consecuencias macroeconómicas de ésta.

Desde luego, un aspecto crítico dentro del análisis se refiere al grado de competencia que efectivamente existe en la producción de dinero, por cuanto es este aspecto fundamental en la evaluación de la institucionalidad monetaria vigente. Un segundo aspecto se refiere a la estabilidad dinámica de la organización prevaleciente, en lo que podría calificarse como un paralelo conceptual con el "principio de la correspondencia Samuelson"¹³ para estudiar la estabilidad dinámica en el equilibrio de los mercados. De este modo, resulta de enorme importancia dentro de la evaluación de un determinado sistema monetario y financiero, el análisis de la *estructura de incentivos* que éste genera, y la forma en que se propende a *ajustar el sector* luego de enfrentar algún tipo de shock que perturbe el equilibrio del mismo.

En el análisis de la organización monetaria vigente, un elemento básico radica en el rol preponderante que históricamente ha tenido el Banco Central en la producción de dinero. Sin embargo, un progreso mayor en nuestra comprensión de los sistemas monetarios se obtiene una vez que se admite que este rol de privilegio resulta de la posibilidad que tiene el Banco Central de emitir deuda líquida, en este caso con una tasa de intercambio fija y unitaria con la unidad de cuenta. En particular, en el contexto de un sistema de dinero fiduciario donde esta deuda es no convertible, cobra particular relevancia el margen de discrecionalidad de que dispone este organismo para fijar el dinero nominal, esto es el tamaño de la deuda que emite.

Dentro de esta perspectiva, se plantea en el análisis de los bancos dentro de la organización monetaria, la necesidad de caracterizar la naturaleza de la deuda que éstos crean en su gestión intermediadora. Así, la existencia de un sistema en donde los bancos también emiten deuda de carácter no contingente, no obstante el hecho que estas agencias están asumiendo algún riesgo de no recuperabilidad en su cartera de inversiones constituye un aspecto fundamental en el análisis, por cuanto ello implica que la línea que separa el mercado del dinero y el mercado del crédito no se encuentra definida, dependiendo la misma de las condiciones que enfrenta el mercado financiero¹⁴.

De esta manera, durante períodos de expansión de la economía, el aumento en el valor de los activos inducido por este proceso, conjuntamente con el mayor ahorro financiero que estimula el ciclo expansivo, estimularán un crecimiento en el total de deuda de los bancos, siendo un elemento importante dentro de este proceso el incremento en el stock de deuda líquida de los mismos. Desde el punto de vista del manejo monetario, este comportamiento de los bancos re-

¹²Una discusión al respecto se encuentra en M. Friedman (1960).

¹³Samuelson (1947).

¹⁴En este contexto, la línea entre el mercado del dinero y el mercado del crédito depende críticamente de las condiciones de convertibilidad de la deuda de los bancos, la que ciertamente puede evolucionar en forma exógena al manejo que realice el Banco Central de su propia deuda.

sulta de enorme importancia en cuanto a sus repercusiones macroeconómicas, en la medida en que promueve un impacto sobre el gasto agregado similar al causado por un incremento en la deuda monetaria del Banco Central.

La primera respuesta de los economistas luego del reconocimiento de la incidencia de la gestión de los bancos en el total de deuda líquida existente en la economía, fue el uso de la tasa de encaje como herramienta reguladora de la capacidad de los bancos de participar en este proceso. Esta solución, la que busca reproducir en la conducta de los bancos algún grado de la disciplina subyacente en un sistema de dinero mercaneda, efectivamente restringe la rentabilidad de expandir ciertos tipos de deuda bancaria tradicionalmente más líquidas —como podrían ser los depósitos en cuenta corriente, o depósitos a plazo— pero de ninguna forma elimina la posibilidad de que aparezcan otros sustitutos de la deuda monetaria que emite el Banco Central¹⁵. De esta manera, la capacidad de producir deuda de corto plazo, a una tasa de cambio predeterminada e independiente de las estados de la naturaleza, plantea serias dificultades sobre el manejo del gasto agregado.

Como señaló Henry Simons en su trabajo pionero "Rules Rather than Discretion"¹⁶, la fuerte expansión en la deuda líquida de los bancos que se promueve en los períodos de bonanza, la que es utilizada para financiar proyectos de más largo plazo, es la clave de la inestabilidad financiera y macroeconómica: "...short term money obligations provide abundant substitutes during booms, thus releasing money from cash reserves (that is, raising velocity); and they precipitate hopeless efforts at liquidations during depressions (that's, lowering velocity)"¹⁷.

En esta perspectiva, la capacidad efectiva de la autoridad monetaria de controlar la expansión del gasto agregado durante los ciclos favorables, se encontraría limitada por la creciente competitividad de la deuda de corto plazo de los bancos, estimulado el crecimiento de ésta por el aumento en las tasas de interés que permite el ciclo positivo¹⁸. Sin embargo, subyacente a esta dificultad para que la autoridad monetaria logre efectivamente controlar la cantidad nominal de dinero, se encuentran dos factores: (a) la existencia de un encaje fraccional sobre los depósitos con bancos, y (b) la percepción generalizada en la comunidad de que las deudas de los bancos serán honradas a una tasa de intercambio fija preestablecida, independientemente de los estados de la naturaleza que enfrente este sector. En estas circunstancias, parece claro que la provisión de un seguro sobre el ahorro financiero de la comunidad —implícito en la tasa de intercambio predeterminada para los depósitos de los bancos— sin que el costo del mismo sea explícito para ninguno de los agentes que participan en este proceso, constituye un elemento de inestabilidad, en la medida en que se promueve una estructura de incentivos en los agentes que conspira en contra del desempeño eficiente de este sector.

La existencia de un seguro de depósitos explícito o implícito, el que actuaría garantizando la convertibilidad de las deudas de la banca, ha constituido una práctica común luego de la Gran Depresión de los años treinta. Para muchos economistas¹⁹, el establecimiento de este mecanismo ha significado una contribución efectiva para el logro de una mayor estabilidad monetaria y financiera en el período posterior a esta crisis.

¹⁵ Es importante reconocer la flexibilidad que tiene el mercado para evadir las regulaciones oficiales. Así, la introducción de restricciones a la emisión de cierto tipo de deuda por parte de los bancos bien puede provocar el desarrollo de otros títulos similares a estos, los que pueden ser emitidos por otro tipo de instituciones como la financieras.

¹⁶ H. Simons (1946).

¹⁷ Simons, *op. cit.* pág. 166.

¹⁸ Un análisis empírico del impacto del ciclo observado en Chile la década pasada sobre las tasas reales de interés se encuentra en Rosende y Toso (1984).

¹⁹ Por ejemplo, véase Merrick y Saunders (1985).

En teoría, el establecimiento de una tasa "oficial" de intercambio —validada por la existencia de un seguro sobre los depósitos²⁰— se sostendría en la exigencia de ciertos niveles mínimos de capital para el giro bancario, conjuntamente con el establecimiento de márgenes o relaciones entre los activos y pasivos, calificados éstos por la unidad de cuenta en que se encuentran expresados, y/o por el plazo de maduración de los mismos. Como fundamentación teórica para esta conducta se postula la existencia de economías de escala en el proceso de manejo de cartera y evaluación de riesgos por parte de los bancos, con respecto a la evaluación que individualmente podría llevar a cabo cada individuo en el evento en que no existiera un seguro sobre los depósitos²¹.

No obstante la validez que tiene el argumento expuesto acerca de las economías de escala de los bancos en su labor de recolectar información y seleccionar carteras de inversión, surge la interrogante acerca de si este argumento contiene implícita una justificación para el establecimiento de una tasa de intercambio fija para los depósitos, en los términos expuestos y como la hemos conocido en economías como la chilena o argentina durante la década pasada. De hecho, cabe preguntarse acerca de si los beneficios que involucra la existencia de economías de escala son verdaderamente tan determinantes para la configuración de un sistema bancario del tipo tradicional —con tasa de intercambio fija— en la medida en que para desarrollar esta industria se requiere de un seguro oficial de depósitos en términos generales y amplios.

De la experiencia observada en los procesos de crisis financiera por los que atravesaron durante la última década economías como la chilena por ejemplo, no parece desprenderse un juicio favorable con respecto a la eficiencia de los mecanismos que en teoría actuaban sosteniendo la convertibilidad de las deudas bancarias y en consecuencia apoyando el sistema de seguro de depósitos. De hecho, pareciera que la continuidad de un sistema de este tipo sólo puede sostenerse sobre la base de una evaluación oficial y periódica de la cartera de inversiones de los bancos, para de este modo derivar los requerimientos de capital que aseguren la estabilidad del mismo. Sin este mecanismo, en el cual el juicio de algún ente fiscalizador constituye un aspecto fundamental —con todo lo subjetivo que puede llegar a ser la evaluación del nivel del riesgo de la cartera de los bancos— no tiene mayor sentido el establecimiento de márgenes tales como la razón deuda-capital, o un cierto coeficiente máximo entre pasivos y activos denominado en la misma unidad de cuenta. Un ejemplo elocuente al respecto es el caso en el que una parte importante de la deuda de los bancos se encuentra denominada en dólares, de manera que los requerimientos de capital medidos por el coeficiente de deuda-capital, pueden parecer altamente satisfactorios bajo un determinado nivel de tipo de cambio real —reflejando una aparente estabilidad y solidez del sector financiero—, sin embargo, ante una devaluación real se refleja un estado de fragilidad financiera aguda, de acuerdo con lo expuesto con estos indicadores tradicionales.

Del mismo modo, es posible que los bancos satisfagan adecuadamente un cierto margen exigido entre operaciones en una misma unidad de cuenta —por ejemplo, activos y pasivos en dólares—, sin embargo, si el ingreso que recibe el destinatario del crédito tiene un ingreso asociado en forma inversa al tipo de cambio real (por ejemplo, el vendedor de un servicio no transable), entonces no parece demasiado relevante el cumplimiento del requisito señalado. De hecho, es poco significativo el que este margen se satisfaga o no para efectos de determinar el grado de exposición que está asumiendo la entidad financiera.

²⁰ Como se indicó en Rosende y Vergara, *op. cit.*, esta validación no requiere de un seguro de depósitos explícito, siendo suficiente la percepción de los depositantes de que este existe.

²¹ El desarrollo de este punto se encuentra en Bernanke y Gertler (1985).

En consecuencia, tanto desde el punto de vista propiamente monetario, como también del financiero, la mantención de un sistema sustentado en la emisión de deuda no contingente por parte de los bancos, la que se apoya en un seguro oficial de depósitos, requiere como un complemento básico de una activa gestión de algún organismo fiscalizador de manera de promover los ajustes periódicos en el stock de capital del banco, que sean necesarios para su buen funcionamiento, dado el nivel de riesgo que se estima en el portfolio de la institución.

Ciertamente, desde una óptica liberal ésta no parece ser una solución demasiado satisfactoria²², en la medida en que se le entrega un rol altamente discrecional al Gobierno, y de enorme trascendencia sobre los resultados que exhiba el sistema económico.

En el plano de los incentivos que entrega un sistema basado en la existencia de un tipo de cambio fijo y unitario entre la unidad de cuenta y las obligaciones de los bancos, también se plantean inconvenientes asociados a la eficiencia y estabilidad del sistema financiero. En efecto, la existencia de un seguro oficial sobre las obligaciones de los bancos, sin costo para los depositantes y tampoco asociado a la evaluación del riesgo de la cartera de éstos, provoca un comportamiento del tipo "moral hazard" en los ahorrantes, lo que promueve un nivel más alto para lo que podríamos denominar "la tasa de interés real natural"²³. Ello por cuanto en el proceso de maximización de los agentes económicos, la única variable relevante al momento de resolver acerca de la asignación óptima del portfolio será el nivel de la tasa de interés real. Planteado diferentemente, en este contexto no existen incentivos para los bancos en orden a presentarse como más conservadores y prudentes en su política de créditos, por cuanto para los depositantes sólo importa —o básicamente importa— el nivel de las tasas de interés que cada institución promete sobre la deuda que emite. En este contexto, parece claro que aquellas instituciones que observen una política de colocaciones más agresiva empujarán hacia arriba el nivel de la tasa de interés, arrastrando de este modo al resto del sistema.

Dentro de esta línea de argumentación, también es posible comprender en mejor forma el desarrollo alcanzado por los grupos económicos y la consecuente concentración crediticia que ello motivó en las economías del Cono Sur. Esto, por cuanto para los ahorrantes no tenía demasiada trascendencia este fenómeno en la medida en que la convertibilidad de sus depósitos no se encontraba amenazada por el riesgo que asumía la institución. Tampoco era demasiado relevante la posibilidad de que el banco no representara una fracción significativa del capital invertido por un cierto grupo económico, de modo que el administrador del banco no fuese el "principal agent" de los depositantes, ni buscara maximizar los beneficios esperados del banco, sino que del consorcio de empresas asociadas.

Similar criterio al supuesto en los acreedores domésticos de los bancos, puede razonablemente suponerse en los externos. Ello no obstante la existencia de riesgos específicos —tanto de índole económico como político— que hacen diferente la deuda externa. Sin embargo, con respecto a un hipotético punto de referencia en el cual las partes contratantes visualizan la existencia de riesgo en la operación, e internalizan éste, es razonable conjeturar un mayor nivel de contratación de recursos externos en el caso en el que los acreedores presuman que el riesgo de insolvencia de los bancos lo cubre el Gobierno a través de un seguro implícito, del que hubiera resultado en la situación contraria.

Frente a esta realidad, la receta seguía siendo la penalización del riesgo asumido por los bancos a través de mayores exigencias de capital. Sin embargo, nuevamente retornamos a la necesidad de una gestión del Gobierno en tal sentido, con los problemas que ello plantea sobre la coherencia y buen funcionamiento de un sistema de mercado basado en la iniciativa privada.

²² Simons, op. cit. También véase Barandiarán (1983 a).

²³ Definida ésta como una en la que los agentes participantes en las transacciones financieras internalizan los costos y el riesgo asociado a las mismas.

Finalmente, no es posible ignorar los problemas de ajuste que presenta para el buen funcionamiento de un régimen de economía de mercado la existencia de una organización financiera de este tipo. En efecto, la ausencia de reglas predefinidas para asignar las pérdidas que registren uno o más bancos, en un mundo estructurado sobre la base de la deuda convertible a un tipo de cambio fijo, y donde el capital del banco no ha acompañado la evolución del riesgo de la cartera, lleva necesariamente al establecimiento de criterios arbitrarios y de naturaleza ad hoc para resolver los problemas de transferencia de riqueza implícitos.

Un ejemplo elocuente en tal sentido lo constituye la experiencia de crisis financiera ocurrida en Chile a comienzos de la presente década. Por un lado, se verificaba un alto grado de concentración en la cartera de los bancos hacia empresas relacionadas, de una u otra manera, con el mismo. Por otro lado, el capital de numerosos bancos era insuficiente para respaldar el total de deuda emitida, en circunstancias en que los ingresos recibidos por concepto de créditos otorgados eran fuertemente inferiores a los programados como consecuencia de alteraciones en el escenario económico previsto²⁴. En estas circunstancias, debía resolverse un complejo puzzle caracterizado por instituciones financieras insolventes que pasaban a controlar una fracción importante del capital de la economía, el que se encontraba en garantía de los créditos otorgados. Además, era necesario resolver la propiedad de los bancos, y con ello de los recursos que los bancos pasaban a controlar, los que debían encontrar un destinatario si se los iba a liquidar efectivamente. Finalmente, debía actuarse frente a este contexto de manera que no se viera comprometida la convertibilidad de las deudas de la banca, siendo ésta una restricción particularmente crítica en una coyuntura como la descrita, por cuanto la autoridad se veía amenazada por una eventual corrida desde los títulos domésticos hacia los activos externos.

En una coyuntura como la vivida en Chile en 1983, donde la intervención de los principales bancos privados mencionados en la sección anterior significaba un severo golpe a la continuidad de un régimen de mercado, la posibilidad de mantener las bases de este tipo de estrategia económica se encontraba en las manos de las autoridades, sin que existieran reglas que las forzaran a buscar fórmulas de arreglo del conflicto que garantizaran la continuidad de un sistema de mercado. Más aún, cualquier fórmula que se utilizara para devolver al sector privado los bancos y empresas que estaban bajo el control estatal, podría ser impugnada por los críticos de esta solución, en la medida en que ésta no era parte de las reglas de juego en que operó la economía hasta la crisis. En este contexto, las bases de una economía de mercado eran ciertamente muy débiles, no obstante los esfuerzos realizados en orden a liberalizar precios, de una mayor integración a los mercados externos y disciplina fiscal.

Como plantearon Henry Simons y otros²⁵ economistas asociados a la escuela de Chicago a mediados de la década de los treinta, en la fragilidad de un sistema financiero estructurado sobre la base de la emisión de deuda no contingente por parte de los bancos se encontraba el germen de la inestabilidad de un régimen de economía de mercado.

En un plazo teórico es indudable que la contraposición lógica a un sistema estructurado sobre la base de una tasa de intercambio fija y unitaria para la deuda de los bancos, es uno en el que esta tasa es flexible. El caso más conocido de este tipo de organización es el contenido en la propuesta de Henry Simons, también conocido como el "Plan de Chicago de Reforma Bancaria"²⁶. En esencia, lo que aquí se plantea es la estructuración de un sistema en el cual la convertibilidad de la deuda más directamente sustituta de la emisión de dinero por parte del Banco Central, cuales son los depósitos en cuenta corriente, tendrían una convertibilidad fija y uni-

²⁴Una evaluación macroeconómica de la crisis financiera se encuentra en Rosende y Bengolea (1984).

²⁵También véase Hart (1935).

²⁶Una interesante discusión respecto a la línea de la Escuela de Chicago en teoría monetaria se encuentra en Friedman (1967) y Patinkin (1969).

taría garantizada por un requerimiento de encaje de 100% sobre estos depósitos. Por otra parte, las restantes formas de ahorro financiero disponibles para el público tendrían una tasa de cambio esencialmente flotante con la unidad de cuenta, de manera que el ajuste de este sistema en forma se realizaría automáticamente vía precios. De acuerdo con la propuesta de Simons, este sistema involucraba la existencia de dos tipos de instituciones financieras, por un lado "bancos de seguridad", los que recibirían depósitos a la vista sobre los cuales la tasa de encajes es de un 100%²⁷, mientras que por otro lado operarían "bancos de inversión", los que más bien se asemejarían a un fondo mutuo, cuya deuda fluctuaría de valor de acuerdo con la rentabilidad de las inversiones del fondo.

En una perspectiva teórica, es incuestionable que esta forma de organización de la institucionalidad financiera es plenamente coherente con un régimen de economía privada, al mismo tiempo que contiene los elementos necesarios como para garantizar un clima de estabilidad monetaria, en la medida en que realmente valida el monopolio del Banco Central en la creación de dinero. Sin embargo, la misma explicitación de un elemento de riesgo sobre el ahorro financiero puede constituir un factor adverso al ahorro financiero, promoviendo una cierta sustitución hacia activos externos y/o bienes, especialmente bienes transables, en periodos caracterizados por dificultades en los pagos externos.

Planteado diferentemente, el tipo de organización propuesto por Simons deja en manos del mercado la tarea de realizar las transferencias de riqueza que pudieran resultar de un ciclo económico, quedando de lado el establecimiento de reglas discrecionales por parte del Gobierno. Sin embargo, la internalización del riesgo como variable relevante a los resultados que arroje el portfolio de ahorro de los agentes, al reducir la tasa de retorno esperada con respecto a la situación de tasa de intercambio fijo, también actuará disminuyendo la tenencia de ahorro financiero de la comunidad. Desde luego, siempre es posible pensar que el establecimiento de arreglos contractuales entre privados podría proveer de algún tipo de seguro sobre estas deudas. Sin embargo, el costo de este servicio en economías pequeñas puede ser lo suficientemente elevado como para demandar un castigo apreciable en términos de rentabilidad, en orden a garantizar una cierta tasa de intercambio sobre la deuda de los bancos de inversión.

Reconociendo el hecho de que la existencia de un sistema con tasas de cambio fijas para la deuda de los bancos ha limitado el desarrollo de los mercados accionarios y la formación de capital de riesgo, también cabe preguntarse por qué ha sido históricamente difícil la acumulación de grandes fondos de inversión a través de acciones y cuotas de participación²⁸.

3. REFLEXIONES ACERCA DEL COMPORTAMIENTO RECIENTE DEL MERCADO FINANCIERO EN CHILE

Como se mencionó en la primera sección, uno de los elementos básicos dentro de la estrategia de desarrollo implementada en Chile a partir de mediados de la década pasada, fue la liberalización de la actividad financiera, la que se encontraba fuertemente regulada hasta entonces. En efecto, para los ejecutores de la política económica era un objetivo de gran importancia el incrementar el grado de profundización financiera de la economía²⁹, de manera de conseguir una canalización más eficiente del ahorro y la inversión.

²⁷ Desde luego, en este caso los bancos deberán cobrar una comisión por cumplir esta tarea de cajas de seguridad, quedando de lado la labor de intermediación de recursos.

²⁸ Esta inquietud es también planteada en Barandiarán (1983 b).

²⁹ Al respecto véase Estudios Monetarios III, Banco Central de Chile, 1974.

Desde luego, un prerrequisito para el desarrollo del mercado financiero era el logro de una drástica caída en la tasa de crecimiento de los precios, por cuanto no parecía razonable esperar un resultado positivo en materia de aumento del ahorro financiero, con tasas de inflación superiores al 100% anual. Sin embargo, dado las condiciones que observaba la economía chilena luego del "experimento socialista" de comienzos de la década pasada, las que tenían una de sus manifestaciones en la existencia de un sector productivo privado altamente descapitalizado, mientras que un importante número de empresas observaban una situación de propiedad que no se encontraba bien definida luego de las "tomas" e intervenciones ocurridas en el gobierno anterior; era razonable esperar una importante demanda de recursos por parte de los productores en orden a producir la reasignación de recursos necesaria como para enfrentar la competencia. En particular, frente a la inminencia de una apertura al comercio internacional.

Si a los factores antes señalados se le añade la verificación de una violenta caída de los términos de intercambio en 1975, la que se estima en aproximadamente un 40%, es razonable conjeturar que cualquier estimación del ingreso permanente de los individuos en la que se le otorgase algún grado de transitoriedad a esta caída, debía reflejarse en una presión al alza en la demanda de fondos prestables³⁰.

Tomados en conjunto, los factores expuestos permiten obtener una aproximación razonable respecto de las causas que habrían empujado la tasa de interés real al alza, al mismo tiempo que explicarían la carencia de un mercado de fondos prestables de mediano y largo plazo. Sin embargo, esta explicación se torna más compleja cuando se constata la persistencia de un elevado nivel de las tasas de interés reales, en circunstancias que la economía ya había superado el proceso de ajuste inherente a la caída de los términos de intercambio —a partir de 1976-77—, se había conseguido reducir la tasa de inflación en forma sustantiva y se observaba un satisfactorio desempeño en términos de crecimiento del producto. Más aún, hacia fines de la década pasada el sector privado comienza a contratar importantes volúmenes de deuda en el exterior, no obstante lo cual la tasa de interés real continúa registrando elevados niveles, muy por encima de los observados en los mercados externos. Este cuadro se mantiene hasta el primer trimestre de 1980, cuando comienza a evidenciarse una reducción en las tasas de interés reales, sin embargo, esta situación se revierte prontamente a comienzos de 1981 (Cuadro N° 2). Ello no obstante el significativo influjo de capitales existente, y que se manifestaba en un déficit de US\$1.971 millones en la cuenta corriente de la balanza de pagos en 1980, y de US\$4.733 en 1981, lo que correspondía a un 41,9% y 123,3% de las exportaciones de bienes.

En el análisis del desempeño de la actividad financiera durante este período, no es posible dejar de lado la influencia de la estructura de incentivos implícita en la organización de esta actividad. En efecto, en un marco caracterizado por la existencia de una tasa de intercambio fija y unitaria entre la unidad de cuenta y la deuda de los bancos, mientras que el ente fiscalizador gubernamental centraba su acción en el cumplimiento de ciertos márgenes entre operaciones activas y pasivas en una misma unidad de cuenta, y en el nivel del coeficiente entre deuda y capital, la probabilidad de un desorden en el mercado financiero era relativamente elevada. Más aún, dado la inestabilidad exhibida por los mercados financieros externos en este período.

Como se indicó en la sección anterior, la existencia de un seguro implícito sobre los depósitos de los bancos —expectativa que el público pudo validar en el caso de las dificultades que enfrentó el Banco Osorno en 1977— conjuntamente con una supervisión financiera que no cautelaba por un adecuado respaldo de la tasa de intercambio de esta deuda, originaba un comportamiento altamente cíclico en la actividad financiera, similarmente a lo postulado por Henry Simons.

³⁰Rosende y Toso (1984) plantean esta hipótesis.

Por otra parte, el nivel de equilibrio de las tasas de interés reales —y con ello el flujo de endeudamiento externo— se encontraba fuertemente influido por la percepción del público de que la variable riesgo no era relevante dentro de su proceso de maximización. De este modo, más que la regla cambiaria seguida, el elemento doméstico que verdaderamente parece haber influido en la fuerte contratación de deuda y la consecuente caída en el tipo de cambio real, fue el sesgo al alza en las tasas reales de interés contenido en la organización financiera. En este sentido es interesante mencionar que la verificación de problemas patrimoniales en importantes bancos privados a partir de 1981, no significó una caída en el volumen de depósitos del público, ni tampoco estimuló una segmentación del mercado sobre la base de un criterio del riesgo del portfolio de los intermediarios. Por el contrario, de la evidencia disponible parece desprenderse la impresión de que a medida que la economía entraba en dificultades y con ello también la banca, las empresas e instituciones financieras en dificultades apostaban a una cierta probabilidad de recuperación y no a un reconocimiento inmediato de los problemas, mediante un incremento en sus niveles de contratación de deuda³¹.

La probabilidad de que ocurriera una reversión del ciclo recesivo que se insinuaba a mediados de 1981 o el eventual "rescate oficial" de los deudores frente a un volumen importante de éstos como masa crítica, parece haber conspirado en contra de la verificación de un proceso de ajuste patrimonial a través de la liquidación de activos.

Por otra parte, el hecho de que frente a la contratación de deuda externa el sector privado debiera vender en el Banco Central los dólares recibidos, de hecho significaba que un eventual problema de incapacidad de servir estos compromisos por parte de los privados, en la práctica también involucraba al sector público y más concretamente al Banco Central³². Finalmente es necesario señalar de que no obstante de la mantención por parte del Banco Central de una política crediticia acorde con la existencia de un tipo de cambio nominal fijo, la existencia de un apreciable volumen de deuda con una tasa de cambio predeterminada respecto a la unidad de cuenta, la que superaba significativamente el nivel de reservas internacionales, hacía imposible mantener la señalada paridad respecto al dólar si realmente se deseaba sostener la convertibilidad de la deuda interna en una coyuntura adversa, como fue la provocada por el cambio en la coyuntura internacional.

En la perspectiva mencionada, la existencia de un tipo de cambio nominal fijo respecto al dólar constituía un interesante esfuerzo por garantizar un clima de estabilidad monetaria, sin embargo, la sobredeterminación del sistema que representaba la fijación de dos tipos de cambio hacía difícil sostener en el tiempo los mismos. Ello, a menos de que la convertibilidad de la deuda interna fuese defendida de un modo más efectivo, lo que implicaba atar los requerimientos de capital de los bancos al nivel de riesgo de la cartera de créditos de éstos.

Como se mencionó en la sección anterior, la estructuración de un sistema financiero sobre la base de la emisión de deuda a una tasa de intercambio predeterminada, no sólo plantea ciertas exigencias en cuanto a la forma en que debe enfocarse la gestión fiscalizadora de la autoridad, sino que además es una fuente de importantes dificultades cuando corresponde llevar adelante procesos de transferencias patrimoniales, por ejemplo, en un cierto contexto recesivo. En efecto, la ausencia de mecanismos de ajuste vía el precio al cual se convierte la deuda de las instituciones financieras, con frecuencia hace necesario formular reglas de tipo ad hoc, las que se derivan del juicio de la autoridad acerca de cual estrategia de distribución de los costos del ajuste es más conveniente. Como se indicó anteriormente, el otorgamiento de una responsabilidad de esta naturaleza a la discreción de la autoridad económica, resulta altamente incompatible con la estabilidad de una organización económica basada en la propiedad privada.

³¹Esta hipótesis concuerda con la planteada por R. Fernández (1983) para Argentina. Al respecto, también véase E. Barranti (1983 b).

³²Agradezco esta observación a J. Andrés Fontaine.

En el caso específico de la economía chilena, luego de la crisis financiera ocurrida en 1983, la intención de las autoridades en orden a asegurar la continuidad de un régimen de mercado llevó a la búsqueda de fórmulas de capitalización de la banca, coherentes con la mantención de ésta en manos privadas. Sin embargo, es incuestionable que esta alternativa no se encontraba asociada a la mecánica misma de la institucionalidad financiera vigente, quedando en consecuencia abierta la posibilidad de implementar fórmulas con un mayor grado de fiscalización oficial y restricciones sobre la actividad privada.

4. COMENTARIOS FINALES

Durante la presente década se ha observado en diferentes economías —tanto desarrolladas como también en desarrollo— como le ha correspondido al Gobierno un activo rol en defensa de la continuidad y estabilidad de la actividad financiera. En efecto, la experiencia de las economías latinoamericanas del "Cono Sur", en la que el logro de un mercado financiero eficiente y privado constituía un objetivo de la política económica, en países como Chile y Argentina concluyó en una aguda crisis y con una fuerte participación del Gobierno en la actividad financiera. Más aún, la verificación de serios problemas en la tarea de realizar las transferencias patrimoniales inherentes a un proceso de ajuste del sector y también de la economía como un todo, llevó al establecimiento de reglas de tipo *ad hoc* por parte del Gobierno, de manera de asignar de algún modo las pérdidas del sector. Al margen de los inconvenientes propios del establecimiento de reglas discrecionales en una tarea tan trascendente como la de ajustar el sector financiero y definir la transferencia de riqueza que resultaba de la coyuntura, es necesario agregar los costos que involucra la existencia de un período de búsqueda de estos mecanismos, en donde los diferentes grupos involucrados en la suerte de los bancos y empresas relacionadas intentan minimizar la carga del ajuste que les podría corresponder. Ello, por cuanto la existencia de complejas interrelaciones entre la propiedad de los bancos y conglomeraciones de empresas hacía necesario resolver la asignación que debía darse a un volumen importante de recursos de la economía. En este sentido, no parece absurdo conjeturar que la duración y profundidad del ciclo recesivo se encontraría influido en una medida no despreciable³³, por esta situación de incertidumbre en torno a la suerte de la propiedad de los bancos y empresas comprometidas en la crisis, como también de los restantes deudores del sistema financiero.

Este cuadro que se observó en mayor o menor medida en las economías del Cono Sur, también se ha verificado en países desarrollados, en los que la continuidad de las operaciones de grandes bancos con problemas patrimoniales ha debido ser asegurada por una acción de respaldo a los acreedores del mismo por parte del Banco Central o algún ente fiscalizador³⁴.

Ciertamente, el logro de un mercado financiero profundo y eficiente es un aspecto de enorme importancia para el buen éxito de la política económica. Además, en el marco de una economía de mercado esta tarea debe ser realizada por el sector privado, correspondiéndole al Gobierno definir las reglas necesarias para que esta gestión de intermediar recursos sea llevada adelante en forma eficiente, sin que se vea comprometido el buen desempeño del sistema económico, ni la estabilidad del régimen de economía de mercado. Sin embargo, la experiencia reciente de liberalización financiera realizada en la década pasada en las economías del Cono Sur, ha dejado de manifiesto de un modo elocuente el hecho de que no basta con liberalizar las tasas de interés y promover una mayor participación privada en el mercado financiero para

³³ Al respecto véase Bernanke (1983).

³⁴ Por ejemplo, en el caso de los problemas que registró el Continental Illinois en 1984, lo que motivó una activa gestión oficial de manera de asegurar la continuidad de sus operaciones, y la convertibilidad de sus deudas.

conseguir una institucionalidad económica acorde con el buen desempeño de un sistema basado en la iniciativa privada.

Un aspecto fundamental dentro de la estrategia que se siga frente al mercado financiero debe ser el reconocimiento de la naturaleza de las transacciones que se realizan en el mismo. De hecho, la situación que se plantea en un sistema en la emisión de deuda por parte de los bancos a una tasa de intercambio predeterminada respecto a la unidad de cuenta, es la inherente a la suscripción de un contrato de tipo no-contingente entre las partes. Sin embargo, los efectos macroeconómicos que provoque la realización de este tipo de transacciones no sólo depende de lo que podría denominarse el "contexto competitivo"³⁵, reflejado en la liberalización de las tasas y acceso de privados a estas transacciones, sino que también por el "entorno físico", el que define el marco e incentivos que regirían este tipo de transacciones. Luego, un efectivo programa de reforma financiera no sólo debe operar sobre el contexto competitivo prevaleciente en el mercado financiero, sino que también sobre la institucionalidad en la que éste se inserta (el entorno físico). Ello implica establecer los mecanismos más apropiados y eficientes para sostener la convertibilidad de la deuda de los bancos al valor predeterminado, si es ésta la opción preferida. También se requiere definir mecanismos que promuevan una internalización del riesgo inherente al proceso de suscripción de contratos de deuda de tipo no-contingente por parte de los agentes partícipes en este proceso, incluyendo el propio Gobierno. Finalmente, es necesario establecer los mecanismos de ajuste del sector, en la eventualidad de que se presenten escenarios no previstos que dificulten la concreción de los convenios suscritos.

La resolución del marco en el cual se insertará la actividad financiera requiere definir aspectos tan relevantes como el grado de riesgo que asumirán los acreedores de la banca, y en consecuencia el grado de variabilidad que puede llegar a generar la tasa de intercambio de ésta. Por otra parte, si esta tasa no es completamente flexible, es necesario definir la forma en que el Gobierno respaldará la fracción asegurada, de modo de evitar que su manejo monetario se vea comprometido frente a cambios no esperados en la situación de la banca.

Desde luego, la alternativa de "dejar flotar" la tasa de intercambio de la deuda de los bancos, en la forma planteada por Simons, es incuestionablemente atractiva por su coherencia con un sistema de economía privada y también por la contribución que representa para la estabilidad monetaria el quiebre del puente entre el mercado del dinero y el mercado del crédito que involucra la existencia de una tasa de intercambio predeterminada. Sin embargo, también es necesario reconocer las dificultades que plantea el establecimiento de un sistema de este tipo en economías caracterizadas por frecuentes cambios políticos y económicos, como son las economías latinoamericanas. De este modo, si bien es cierto que la flotación entre tasas de cambio, en este caso entre la deuda y la unidad de cuenta, tiende a presionar a las autoridades para que realicen un manejo más estable y prudente³⁶ de las herramientas con que cuentan, no es menos cierto que una flotación en el valor de la deuda bancaria constituiría un elemento de desincentivo al ahorro financiero.

La tarea de resolver el marco en el cual debe insertarse la actividad financiera no es sencilla, por cuanto es necesario armonizar el establecimiento de los incentivos apropiados con la eficiencia y estabilidad del sistema, con el apoyo que requiere el fomento del ahorro doméstico.

En el caso específico de la economía chilena, se ha buscado conciliar los objetivos mencionados mediante una fórmula que implica un respaldo pleno a la convertibilidad de la deuda líquida de los bancos³⁷, mientras que la deuda a plazo tiene un respaldo parcial, garantizando-

³⁵Sobre esta conceptualización, véase Wallace (1977).

³⁶Sobre este punto véase Feller y Rosende (1984).

³⁷Para fines prácticos, ésta se define como los depósitos a la vista, más los depósitos a plazo cuyo vencimiento se encuentra dentro de los próximos diez días.

se sólo hasta un cierto monto de los depósitos de ahorro, por persona, con el objeto de defender a los pequeños ahorrantes.

Del mismo modo, se han desarrollado fórmulas de recapitalización entre los mismos bancos privados, de manera de evitar que el proceso de ajuste de éstos deba atravesar necesariamente por la intervención del Gobierno. Por cierto, un elemento crítico para el buen funcionamiento del programa de ajuste y capitalización de la banca que sean realizados entre privados, es la existencia de eficientes mecanismos de información que estimulen la ejecución de estos ajustes en una etapa primaria del problema patrimonial del banco y no cuando éste alcanza una gravedad tal, que por la magnitud de la misma hace difícil resolverlo sin la participación del Gobierno.

Desde luego, en este "sistema híbrido" —en tanto combina elementos de los dos sistemas más puros— le sigue correspondiendo un papel importante al Gobierno, a través de la Superintendencia de Bancos. Ello por cuanto el buen funcionamiento de este sistema exige de un importante grado de transparencia en la información relativa al estado en que se encuentran los bancos y sus deudores. Así, sobre la base de esta evaluación, el ente fiscalizador puede determinar si los niveles de capital con que opera la banca son coherentes en la estabilidad y eficiencia de la misma.

Más allá del análisis de la legislación bancaria recientemente implementada en Chile, lo que requeriría de un análisis mayor, es importante subrayar la importancia que tiene el diseño de una institucionalidad financiera acorde con los objetivos de la política económica. Como se indicó antes, el éxito de una economía de mercado implica llevar adelante tareas más profundas que las asociadas a la apertura de las transacciones financieras y la liberalización de tasas de interés.

Luego de la crisis financiera por la que han atravesado diversas economías de la región, parecen delinearse dos rutas alternativas: a) por un lado, devolver al Gobierno un rol determinante en la tarea de intermediar recursos en el mercado financiero, dejando la gestión privada fuertemente regulada con el objeto de evitar que se asuman riesgos que pudieran derivar en una nueva crisis; y b) reconocer que una verdadera organización privada requiere de incentivos acordes con ella. Luego, es necesario diseñar mecanismos mediante los cuales el mercado pueda discriminar de acuerdo con la rentabilidad y el riesgo de las inversiones de los bancos, al mismo tiempo que el Gobierno cautela por una adecuada defensa de cualquier tipo de seguro que ofrezca en forma total o parcial, sobre la deuda de los bancos.

Las dificultades que aún se observan en los mercados financieros de las economías de la región hacen difícil pensar en la posibilidad de adoptar una fórmula "a la Simons" en un futuro próximo, sin embargo, no resulta inapropiado pensar en fórmulas en las que se combine algún grado de riesgo privado y una cierta protección oficial a la tasa de intercambio de la deuda. Los progresos que se puedan realizar en esta dirección son ciertamente de gran importancia en la tarea de consolidar un régimen de economía de mercado basado en la propiedad privada.

CUADRO N° 1
INDICADORES ECONOMICOS GLOBALES

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987*
Crecimiento del PGB	7,8	5,7	-14,3	-0,7	6,3	2,4	5,7	5,4
Inflación ¹	31,2	9,5	20,7	23,1	23,0	26,4	17,4	21,5
Balanza Comercial (mill. dólares)	-764	-2677	63	986	293	849	1100	1229
Déficit Cuenta Corriente (mill. dólares)	1971	4733	2304	1117	2060	1329	1091	890
Deuda Ext. Med. y L.Plazo (mill. dólares)	9413	12552	13815	14831	16963	17650	17768	17838
Indice Términos de Intercambio (1970=100) ²	49	38,6	33,5	36,7	34,4	31,7	34,8	36,8
Tasa interés externa (LIBO)	14,20	16,69	13,39	9,91	11,16	8,63	6,74	7,31

* Cifras provisionarias

¹ Variación IPC (INE) entre diciembre y diciembre de cada año

² Fuente: CEPAL

.N.D.

CUADRO N.º 4

TASAS DE INTERÉS EFECTIVAS PAGADAS EN OPERACIONES DE 90 DÍAS A 1 AÑO¹

OPERACIONES REAJUSTABLES

MES		1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
I BANCOS	Ene.	18,10	12,64	6,00	13,45	12,52	6,94	10,76	5,92	3,57	4,33
	Feb.	19,77	13,10	9,67	15,78	9,57	8,26	7,82	5,37	3,51	4,25
	Mar.	16,61	13,06	12,43	14,68	8,34	7,49	7,81	5,11	3,76	
	Abr.	18,09	9,35	16,13	15,98	8,58	5,37	9,07	4,60	3,94	
	May.	17,40	7,27	10,27	20,68	8,19	7,01	10,16	4,44	4,04	
	Jun.	17,93	6,98	18,14	15,62	8,29	7,86	8,70	3,91	4,37	
	Jul.	15,07	6,94	14,94	14,98	8,72	7,96	7,58	3,61	4,28	
	Ago.	10,75	6,29	17,85	9,97	6,82	8,07	7,87	3,40	4,29	
	Sep.	10,10	6,84	18,21	7,27	5,14	11,04	7,67	3,28	4,76	
	Oct.	9,22	6,28	14,10	5,67	5,31	9,08	7,38	3,14	5,12	
	Nov.	8,89	5,94	12,83	5,52	5,19	7,49	6,86	3,28	4,84	
	Dic.	11,68	6,33	7,36	5,90	6,06	14,68	6,20	3,47	4,47	
	Tasa prom. anual acum.		14,47	8,42	13,16	12,13	7,73	8,44	8,16	4,13	4,25
II SOC. FINANC.	Ene.	21,00	13,52	8,80	16,35	12,17	8,02	10,98	6,14	3,52	4,49
	Feb.	20,25	12,60	9,90	15,93	14,81	8,12	8,13	5,59	3,54	4,30
	Mar.	19,91	13,81	12,75	20,78	11,31	7,41	8,23	5,37	3,77	
	Abr.	17,58	11,30	17,64	18,00	10,71	5,91	8,95	5,00	3,99	
	May.	18,54	9,25	12,04	17,43	8,43	6,37	10,00	4,86	4,08	
	Jun.	19,38	9,01	17,51	19,18	9,03	7,86	9,21	4,11	4,37	
	Jul.	16,55	8,67	21,26	17,80	9,85	7,91	7,82	3,66	4,30	
	Ago.	10,97	9,13	15,04	12,21	8,73	8,32	8,15	3,49	4,30	
	Sep.	10,19	8,62	13,42	6,28	6,14	10,64	7,72	3,42	4,72	
	Oct.	9,46	8,11	17,21	5,63	6,20	9,13	7,64	3,47	5,15	
	Nov.	10,40	6,87	14,00	7,19	6,09	8,53	7,13	3,54	5,12	
	Dic.	14,21	10,12	10,54	13,68	7,12	13,74	6,58	3,68	4,69	
	Tasa prom. anual acum.		15,70	10,08	14,18	14,37	9,22	8,50	8,38	4,36	4,30

¹Hasta Enero 1979, las tasas señaladas corresponden al promedio aritmético de las tasas mensuales vencidas pagadas observadas.

Desde Febrero 1979 corresponden a la tasa promedio ponderada de todas las operaciones efectuadas en el mes.

Las tasas de interés de operaciones no reajustables son expresadas en términos de 30 días y las reajustables en términos anuales.

TASAS DE INTERES EFECTIVAS PAGADAS EN OPERACIONES DE 90 DIAS A 1 AÑO¹

OPERACIONES REAJUSTABLES

MES		1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
I BANCOS	Ene.	18,10	12,64	6,00	13,45	12,52	6,94	10,76	5,92	3,57
	Feb.	19,77	13,10	9,67	15,78	9,57	8,26	7,82	5,37	3,51
	Mar.	16,61	13,06	12,43	14,68	8,34	7,49	7,81	5,11	3,76
	Abr.	18,09	9,35	16,13	15,98	8,58	5,37	9,07	4,60	3,94
	May.	17,40	7,27	10,27	20,68	8,19	7,01	10,16	4,44	4,04
	Jun.	17,93	6,98	18,14	15,62	8,29	7,86	8,70	3,91	4,37
	Jul.	15,07	6,94	14,94	14,98	8,72	7,96	7,58	3,61	4,28
	Ago.	10,75	6,29	17,85	9,97	6,82	8,07	7,87	3,40	4,29
	Sep.	10,10	6,84	18,21	7,27	5,14	11,04	7,67	3,28	4,76
	Oct.	9,22	6,28	14,10	5,67	5,31	9,08	7,38	3,14	5,12
	Nov.	8,89	5,94	12,83	5,52	5,19	7,49	6,86	3,28	4,84
	Dic.	11,68	6,33	7,36	5,90	6,06	14,68	6,20	3,47	4,47
Tasa prom. anual acum.		14,47	8,42	13,16	12,13	7,73	8,44	8,16	4,13	4,25
II SOC. FINANC.	Ene.	21,00	13,52	8,80	16,35	12,17	8,02	10,98	6,14	3,52
	Feb.	20,25	12,60	9,90	15,93	14,81	8,12	8,13	5,59	3,54
	Mar.	19,91	13,81	12,75	20,78	11,31	7,41	8,23	5,37	3,77
	Abr.	17,58	11,30	17,64	18,00	10,71	5,91	8,95	5,00	3,99
	May.	18,54	9,25	12,04	17,43	8,43	6,37	10,00	4,86	4,08
	Jun.	19,38	9,01	17,51	19,18	9,03	7,86	9,21	4,11	4,37
	Jul.	16,55	8,67	21,26	17,80	9,85	7,91	7,82	3,66	4,30
	Ago.	10,97	9,13	15,04	12,21	8,73	8,32	8,15	3,49	4,30
	Sep.	10,19	8,62	13,42	6,28	6,14	10,64	7,72	3,42	4,72
	Oct.	9,46	8,11	17,21	5,63	6,20	9,13	7,64	3,47	5,15
	Nov.	10,40	6,87	14,00	7,19	6,09	8,53	7,13	3,54	5,12
	Dic.	14,21	10,12	10,54	13,68	7,12	13,74	6,58	3,68	4,69
Tasa prom. anual acum.		15,70	10,08	14,18	14,37	9,22	8,50	8,38	4,36	4,30

¹Hasta Enero 1979, las tasas señaladas corresponden al promedio aritmético de las tasas mensuales vencidas pagadas o vadas.

Desde Febrero 1979 corresponden a la tasa promedio ponderada de todas las operaciones efectuadas en el mes.

Las tasas de interés de operaciones no reajustables son expresadas en términos de 30 días y las reajustables en términos anuales.

BIBLIOGRAFIA

- Banco Central, Estudios Monetarios II, 1974.
- Barandiarán, E., "Henry Simons y los Bancos en una Sociedad Libre", Mimeo 1983a.
- "Nuestra Crisis Financiera", Estudios Públicos N° 12, Primavera 1983b.
- Bernanke, B., "Nom Monetary Effects of the Financial Crisis in the Great Depression" A.E.R., Junio 1983.
- Bernanke, B. y M. Gertler, "Banking in General Equilibrium" *NBER Working Paper N° 1647*, Junio 1985.
- Díaz-Alejandro, C., "Good Bye Financial Repression, Hello Financial Crash". Center Discussion Paper N° 441. Yale University, 1983.
- Feller, A., y Rosende F., "Política Monetario Bajo Tipos de Cambio Flexible. ¿Qué, Cómo y Para Qué Contralar? *Monetaria*, Dic. 1984.
- Fernández, R., "La Crisis Financiera Argentina 1980-1982". *Desarrollo Económico*, Junio 1983.
- "Dynamic Implications of the Henry Simons Proposal", Mimeo 1983.
- Figuerola M., y Vial A., "Los efectos del desarrollo del mercado financiero sobre la política monetaria: el caso chileno" *Estudios de Economía N° 9* 1977.
- Friedman, M., "The Monetary Theory and Policy of Henry Simons", *Journal of Law Economics*, Oct. 1967.
- "A Program for Monetary Stability, New York 1960.
- Gordon, G., "Banking Theory and Free Banking History: A Review Essay", *J.M.E.*, 16 (1985).
- Hart, A., "The Chicago Plan for Banking Reform". *Review of Economic Studies* 2 (1935).
- Mc Kinnon, R., *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution, 1973.
- Patinkin, D., "The Chicago Tradition, The Quantity Theory and Friedman" *Journal of Money, Credit and Banking*, February 1969.
- Ramírez, G., "Situación de la Banca y el Proyecto de Modificación a la Ley General de Bancos" *Información Financiera*, Agosto 1986.
- Rosende, F., "Institucionalidad Financiera y Estabilidad Económica", *Cuadernos de Economía*, Abril 1986.
- Rosende, F., "Una interpretación del Desempleo en Chile" *Centro de Estudios Públicos*, Doc. de Trabajo N° 89, octubre 1987.
- Rosende, F. y M. Bengolea, "Teoría de los Ciclos y la Crisis Económica Actual". *Cuadernos de Economía* Agosto 1984.
- Rosende F. y R. Vergara "Opciones de Política para el Sector Financiero" *Cuadernos de Economía*, Dic. 1986.
- Samuelson, P., *Foundations of Economic Analysis*, Harvard University Press 1947.
- Shaw, E., *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, 1973.
- Simons, H., "Rules versus Authorities in Monetary Policy" en su *Economic Policy for a Free Society*, 1946.
- "A Positive Program for Laissez Faire" en su *Economic Policy for a Free Society*, 1946.
- Wallace, N., "Comment" en S. Fisher (ed) *Rational Expectations and Economic Policy*, NBER, 1977.
- Wisecarver, D., "Dogmatismo y Pragmatismo: Una década de Política Económica en Chile", *Estudios Públicos*, N° 11, Invierno 1983.

COMENTARIO DE LIBRO

RENTABILIDAD EMPRESARIAL: UN ENFOQUE DE GESTION

Autor: José Rigoberto Parada Daza
Editorial: Universidad de Concepción, Chile
Año: 1988.

La reciente aparición del libro *RENTABILIDAD EMPRESARIAL: UN ENFOQUE DE GESTION* del autor Rigoberto Parada D., constituye una moderna obra donde se realiza un análisis en profundidad de una materia siempre vigente, cómo es la relacionada con el área financiera y de gestión de una empresa.

A través de sus 18 capítulos, el autor presenta una serie de conceptos y aspectos relevantes en la administración de una empresa, donde se incluyen la rentabilidad y todas las variables que influyen en la determinación y/o proyección de ésta, para así invertir en forma eficiente y decidir sobre los negocios en los cuales está interviniendo.

Al estudiar el texto resalta de inmediato la característica central de su contenido, esto es, la descripción de teoría financiera, complementándose, en algunos casos, con la comprobación empírica de hipótesis aplicadas en la realidad nacional.

Sin lugar a dudas, el enfoque que el autor ha dado a este libro es de actualidad, comprendiendo la gestión de organizaciones, dirección prevaleciente en la literatura de la teoría financiera.

Académicos, estudiantes del área y profesionales que desempeñan funciones relacionadas con el área financiera, encontrarán seguramente en esta obra una guía que les permitirá ir considerando diferentes aspectos, los cuales avalarán decisiones eficientes en la gestión.

Por otra parte, el análisis de conceptos importantes de planificación y proyección financiera resultará de utilidad fundamental para directores, ejecutivos y accionistas de una empresa en particular, al estudiar los resultados de las unidades económicas.

Es así como el riesgo asumido en determinadas circunstancias y su rentabilidad asociada tiene aquí un trato preferencial, permitiendo la comprensión de materias de significativa relevancia en la administración de empresas.

En último término, se debe mencionar que el aporte del autor es importante, dado un campo de la disciplina donde prevalecen textos extranjeros.

JUAN SAAVEDRA GONZÁLEZ
Dr. Ciencias Económicas y Empresariales