



UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE FILOSOFÍA Y HUMANIDADES
DEPARTAMENTO DE CIENCIAS HISTÓRICAS

Defenestrando ortodoxias

El sistema financiero chileno en las crisis de 1929 y 1982

Seminario de Grado

Morfología de las crisis económicas chilenas

Tesis para optar al grado de Licenciado en Historia

Universidad de Chile

Profesor guía: Mario Matus González

Estudiante: Uziel González Aliaga

Santiago, marzo de 2017

AGRADECIMIENTOS

En principio, debo agradecer a mi familia, y en especial a mi madre, por haber permitido disponer del privilegiado tiempo de ocio requerido para completar mis estudios sin la necesidad de ser parte la población laboral activa. Desde luego, el apoyo emocional de ella y mis hermanas, además de viejos amigos como Luis Felipe y Kevin, fueron fundamentales en el proceso, desde el primer año hasta cuando se escriben estas líneas. Fuerza destacar el rol que jugó mi hermana Camila, quien, además de ayudarme porfiadamente cada vez que lo necesité y necesito pese a la distancia, siempre estuvo dispuesta a escuchar atentamente mis «entelequias» y advertir de mi «derechización». Ante eso último solo puedo decir que injuria más grande jamás ha sido dicha.

A mi profesor guía, Mario Matus González, por su inigualable disposición y paciencia a atender todos los problemas teóricos, metodológicos y políticos que fueron surgiendo en el desarrollo de la investigación, así como otros que exceden este estudio. Tanto sus clases como las sesiones del seminario han ayudado a entender y a introducirme en la complejidad y riqueza analítica de una Historia Económica rigurosa y dialogante.

Estos agradecimientos serían incompletos si no mencionara los aportes que en distintas etapas de la investigación me entregaron el profesor Luis Riveros en el curso de Historia Económica de Chile contemporáneo, Ignacio Pérez en continuos y eruditos diálogos referentes a la disciplina y Alfredo Fuentes del Banco Central en sus explicaciones de la dimensión conceptual del sistema financiero chileno. Por de pronto, no se puede dejar de agradecer a todos aquellos trabajadores de los archivos a los que recurrí, como los del Instituto Nacional de Estadísticas y de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, en especial a la directora de su biblioteca, Sra. Karim Noack.

CONTENIDOS

INTRODUCCIÓN.....	1
CAPÍTULO I. ACERCAMIENTO A UN ESTADO DE LA CUESTIÓN	
1. Presentación.....	7
2. Discusiones en torno a la Gran Depresión.....	8
3. Discusiones en torno a la Década Perdida.....	14
CAPÍTULO II. OPERADORES DEL SISTEMA FINANCIERO	
1. Presentación.....	23
2. Operadores durante la Gran Depresión.....	23
2.1. Sistema financiero externo: hegemonía de la deuda pública y la moratoria unilateral.....	24
2.2. Sistema financiero interno: banca, bolsa y Estado.....	29
3. Operadores durante la Década Perdida.....	35
3.1. Sistema financiero externo: del endeudamiento privado al cartel de los acreedores..	35
3.2. Sistema financiero interno: el fracaso de la propuesta liberal.....	40
4. Operadores financieros: entre el Estado y el Mercado.....	47
CAPÍTULO III. RECOPIACIÓN Y CONSTRUCCIÓN DE SERIES DE DATOS. COMPARACIÓN DE VARIABLES DEL SISTEMA FINANCIERO	
1. Presentación.....	50
2. Exposición de los datos del sistema financiero externo.....	50
2.1. Evolución del endeudamiento público durante 1927-1939 y del endeudamiento público y privado durante 1979-1987.....	51
3. Construcción de la data del sistema financiero interno.....	58
3.1. Evolución de las principales variables de intermediación financiera bancaria durante 1927-1939 y 1979-1987.....	61
3.2. Evolución de las variables bursátiles durante 1927-1939 y 1979-1987.....	77

4. Comparación de las tendencias generales de los flujos financieros en la Gran Depresión y la Década Perdida.....	84
CONCLUSIONES.....	87
FUENTES Y BIBLIOGRAFÍA.....	97
ANEXO ESTADÍSTICO.....	104

INTRODUCCIÓN

La teoría macroeconómica ha indicado que en toda economía de mercado el sistema financiero tiene la importante la función de canalizar recursos entre aquellos agentes que tienen en exceso a otros que les son escasos. De esta forma, dicho sistema comprende un ejercicio de intermediación de fondos desde ahorrantes a inversionistas, en virtud del cual se financian proyectos empresariales o sociales que lo requieran, así como la satisfacción de necesidades de consumo que están más allá del ingreso regular de los individuos (Mishkin, 2014). La estructura interna del sistema está compuesta por instituciones, como los bancos comerciales, de inversión o cajas de ahorro, y mercados, como aquellos de créditos o acciones. Los agentes que participan en el denominado mercado financiero pueden intermediar capitales en un mismo país —Estado, empresas, familias—, ámbito para el cual nos referiremos a «sistema financiero interno», o bien en el contexto internacional —Estados, privados—, al que denominamos como «sistema financiero externo».

De lo anterior resulta que las finanzas son un componente decisivo en la economía de los países y del mundo. En la medida en que su esfera de influencia cubre el conjunto de la economía, el grado de regulación o liberalización del sistema explica parte importante de las posibilidades de oferta que tienen los distintos agentes a la hora de movilizar recursos propios o ajenos. A nivel más amplio, ello les permite constituir, desde las reglas del juego que definen las autoridades de manera más o menos democrática¹, modelos de financiamiento que beneficien o atenten contra los patrones regulares de crecimiento económico. Es desde aquel punto de vista que se debe entender la importancia de estudiar la estructura financiera en Chile y en particular su comparación durante las dos peores crisis que recuerde la historia económica contemporánea; ejercicio no realizado hasta ahora. Tal fue la magnitud de las crisis de 1929 y 1982 o Crisis de la Deuda, así como el lento proceso de recuperación que las sucedió, que se ha bautizado a la década de 1930 como la Gran Depresión y al decenio de

¹ Para la literatura del neo-institucionalismo económico, las reglas del juego se definen como el conjunto de pautas de comportamiento que articulan y organizan las interacciones económicas sociales y políticas de un grupo humano. Son, por tanto, construcciones históricas que los individuos erigen expresamente a lo largo de su evolución (origen, estabilización y cambio) (Ayala, 1999).

1980 como la Década Perdida. Con todo, el análisis de la interacción del sistema financiero con esos fenómenos recesivos entregará antecedentes sobre las decisiones acertadas, pero también errores, en que incurrieron las autoridades políticas y monetarias durante el manejo de las crisis, así como los distintos aprendizajes que dejaron tras de sí.

En principio, es posible hablar de una diferencia estructural entre ambas crisis de acuerdo a la tipología de Pastor (2011), pues si la Gran Depresión está caracterizada por una crisis cambiaria y de balanza de pagos, como consecuencia de la caída del comercio internacional, y en el caso de Chile de la demanda de nitratos en el marco de un tipo de cambio fijo, la Crisis de la Deuda fue catalizada por cuestiones tanto cambiarias como financieras, estas últimas debido a la imposibilidad de los bancos nacionales para cumplir sus compromisos adquiridos en el exterior. Sin embargo, también es posible mostrar otros aspectos y niveles de comparación interesantes de tratar, desde el aspecto jurídico hasta el volumen de transacciones. No debemos conformarnos con la mera diferencia tipológica. Antes bien, resulta imprescindible considerar factores comunes y propios de todo sistema financiero moderno que están presentes en las décadas de 1920-1930 como durante las de 1970-1980.

Ahora bien, es preciso señalar que lo decisivo para comprender el comportamiento del sistema financiero durante las dos crisis es el marco cambiario ortodoxo en el cual se produjeron: el patrón oro para la Gran Depresión y el enfoque monetario de la balanza de pagos durante la Década Perdida. Ambos regímenes coinciden en una visión de ajuste automático que operaba a través de un régimen cambiario fijo ante eventos críticos o recesivos, al tiempo que encuentra su justificación política en el establecimiento de reglas claras y permanentes que propicien el correcto desenvolvimiento —sin la intervención del Estado— de los distintos agentes económicos.

En cuanto al patrón oro, ese sistema cambiario se caracterizó en su aspecto más superficial por la convertibilidad plena al oro de todo el circulante disponible, la directa dependencia de los niveles de circulante a las reservas de oro que ingresaban o salían por la balanza de pagos y la fijación del tipo de cambio en relación a un gramaje de oro. El ajuste automático del *gold standard*, que por cierto hacía vana cualquier política arancelaria, indicaba lo siguiente: en el caso de que un país entrase en déficit (o *superávit*) en su cuenta corriente, la reducción (el *aumento*) de las divisas debía ocasionar una disminución (*aumento*) de las reservas del Banco

Central, lo que redundaría en la contracción (*expansión*) de la masa monetaria, a la que también colaboraría el encarecimiento (*abaratamiento*) interno del crédito. La salida del estado inicial deficitario (*superavitario*) se produciría, según aseguraban los promotores del régimen monetario, por la balanza comercial y la cuenta de capitales. La primera, puesto que la deflación (*inflación*) generada por la contracción monetaria haría más (*menos*) competitivas las exportaciones, lo que aumentaría (*reduciría*) su demanda y generaría el retorno (*salida*) de las divisas o el oro que inicialmente se habían perdido (*ganado*). Por el lado de los capitales, el encarecimiento (*abaratamiento*) del crédito incentivaría (*desincentivaría*) a los inversionistas extranjeros a depositar sus fondos en el país, haciendo retornar (*salir*) por esta vía las divisas que en el principio del circuito salieron (*entraron*). En síntesis, el ajuste se realizaría de manera automática, en tanto se permitiera actuar a las fuerzas del mercado y las autoridades no interviniesen con políticas monetarias y fiscales contra-cíclicas.

Respecto al enfoque monetario de la balanza de pagos, este se vincula estrechamente con el tipo de cambio nominal fijo que adoptó la Dictadura de Pinochet. La motivación central para aplicarlo fue que con ello se reducirían los altos niveles de inflación interna, en la medida en que el congelamiento del tipo de cambio en una economía de libre importación de bienes y capitales significaba que el aumento de los precios internos no superaría al incremento de su contraparte internacional. Pero más allá de su establecimiento coyuntural, este enfoque llevaba aparejado un mecanismo de ajuste automático que según sus promotores actuaba de la siguiente manera: con tipo de cambio fijo y en ausencia de políticas de esterilización del Banco Central, la oferta monetaria se vuelve endógena —pues el Central, como ente exógeno al sistema, no interviene con controles de cambios, emisión sin respaldo o fijando la tasa de interés— y solo fluctúa según el ingreso y salida de divisas por la balanza de pagos. Así, en caso de que ocurra un déficit (o *superávit*) de cuenta corriente, necesariamente se reducirán (*aumentarán*) las reservas internacionales y la tasa de interés bancaria sufrirá un aumento (*contracción*). En consecuencia, el enfriamiento de la actividad interna impulsará una reducción (*aumento*) del gasto, de ahí una mayor (*menor*) competitividad de las exportaciones nacionales, lo cual aumentará la entrada (*salida*) de divisas, fenómeno que concluirá (*comenzará*) la fase contractiva. Por su parte, en términos de la cuenta de capitales, la mayor (*menor*) tasa de interés relativa respecto a los niveles internacionales atraerá (*expulsará*) capitales

foráneos, propiciando el ocaso (*inicio*) de la contracción (Meller, 2016). En suma, el ajuste automático de la balanza de pagos le entrega importancia fundamental a la libertad de tasa de interés y su movimiento según las necesidades del mercado, tal como lo hacía el *gold standard* con la convertibilidad plena al oro.

Una vez clarificado lo anterior, es posible entrar al ámbito metodológico de la presente investigación. En cuanto al marco cronológico elegido, se decidió que para la primera crisis fuera 1927-1938 y para la segunda 1979-1987. Los puntos iniciales están marcados por un período de normalidad previo al *shock* externo, a dos años del suceso internacional que marcó el inicio de las crisis, como lo son el *crash* de 1929 y el alza de la tasa de interés por la Reserva Federal en 1981. Los puntos finales tienen que ver con una recuperación definitiva de la actividad y el PIB, además de la normalización del ejercicio financiero luego de la reforma bancaria de 1987.

La pregunta que está tras esta investigación refiere a: ¿qué diferencias existieron en la forma como el sistema financiero interactuó con las crisis de 1929 y 1982? Es decir, en cuáles ámbitos las crisis modificaron ciertos aspectos del sistema financiero y qué se puede decir sobre aquellos elementos comparables. Ello nos lleva naturalmente a verificar el escenario previo a la crisis, en la recesión y durante la recuperación. El problema, por su parte, indica que ya habiéndose explicado por distintos autores las transformaciones que se derivaron de la interacción del sistema financiero con la crisis de 1982, queda 1) verificar lo ocurrido con dicho ámbito en la crisis de 1929, para lo cual se requiere 2) identificar y analizar puntos o variables comunes para su comparación.

La hipótesis que se intentará probar es que la interacción del sistema financiero con la crisis produjo transformaciones de fondo en su régimen, tanto en la Gran Depresión como en la Década Perdida, aunque con características particulares. Por transformaciones de fondo entendemos la modificación de elementos importantes del marco jurídico que normaba la actividad financiera, el cambio interno a nivel de los operadores del sistema —la proporción relativa de los tipos de bancos que existían o los centros bursátiles de relevancia—, así como también alteraciones significativas en las variables de intermediación de fondos externas e internas más importantes. Cuando la hipótesis advierte que las modificaciones de fondo presentan ciertas características particulares intentamos con ello evitar caer en anacronismos,

pues resulta imposible esperar transformaciones similares en dos regímenes financieros con cuarenta años de distancia. La modernización del régimen financiero de fines de la década de 1970 nos muestra un cuadro que dista bastante de aquel que fue fruto de las reformas de 1925.

Clarificado lo anterior, la red de objetivos que se propone es la que sigue a continuación.

Como objetivo general se plantea analizar la evolución del sistema financiero en el marco de las crisis de 1929 y 1982 en Chile. Con ello se daría cuenta, entonces, de elementos de transformación de los regímenes, los cuales se pueden observar tanto a nivel de operadores como de flujos de capitales. De tal suerte, el primer objetivo específico pretende identificar la organización o composición de los regímenes financieros, tanto a nivel externo como interno, durante 1927-1938 y 1979-1986. En tanto, el segundo objetivo específico se remite a determinar el desarrollo de las variables de intermediación financiera más relevantes para los períodos 1927-1938 y 1979-1986.

En cuanto al plan de trabajo propuesto, el capítulo I se encarga de la revisión de los principales debates historiográficos que a nivel latinoamericano y nacional se refieren a ambas crisis y que tocan alguna de las aristas del sistema financiero en Chile. Además de evidenciar la discusión de las distintas tesis desarrolladas por los expertos, su propósito es entregarnos elementos contextuales necesarios para comprender la dinámica económica-política en que se enmarcan los regímenes financieros, las fases de las crisis y los puntos que la literatura especializada considera como de transformación en nuestro objeto de estudio.

Aquellos juicios de los especialistas que consideramos de mayor utilidad para comprender el desenvolvimiento financiero en la Gran Depresión y la Década Perdida serán profundizados o puestos a prueba en los dos capítulos que siguen. Así, el capítulo II trata, por una parte, acerca de los operadores financieros del ámbito externo, esto es, las condiciones, naturaleza y desarrollo del endeudamiento externo; por otra, las instituciones que componían el sistema financiero interno, como los distintos tipos de bancos o centros bursátiles de la época. En síntesis, se pretende evidenciar qué sucedió con la esfera más superficial del sistema, sus condicionantes jurídicas y de qué forma se transforma producto de la crisis.

Las fuentes que se utilizan en dicho capítulo son principalmente secundarias, pero también algunas de orden primario, como los *Anuarios Estadísticos* de la Dirección General de Estadística para constatar las fuentes del endeudamiento externo, o la *Cronología Bancaria* de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, que da cuenta de los tipos de instituciones en cada período y cómo su composición interna sufrió modificaciones relativas.

Mostrar la cuestión más nuclear del sistema, es decir, los flujos de capitales que se desplazaron durante ambas crisis es el objetivo del capítulo III. Se mostrará la evolución de los tipos de endeudamiento externo que existieron durante ambas crisis, de los volúmenes de préstamos concedidos por el sistema bancario, la fluctuación de los depósitos como consecuencia de las crisis, su relación con la tasa de política monetaria, así como los instrumentos de inversión que se cotizaban en las bolsas de valores más importantes.

En este caso se utilizará una metodología fundamentalmente estadística descriptiva, elaborándose gráficos y tablas *ad hoc* que constaten la evolución de las variables más importantes de los regímenes financieros. La información que refiere al ámbito externo ya está disponible, por lo que más bien el tema del endeudamiento externo significa una recopilación y procesamiento de series presentes de *La República en Cifras* (Díaz, Lüders, & Wagner, 2016) y en los *Indicadores Económicos y Sociales de Chile 1960-2000* del Banco Central (2001). Sin embargo, para el ámbito interno, y en la medida en que necesitamos de variables similares para comparar, no existen trabajos que expongan la información que necesitamos. Por ello se recurrió a la construcción series de datos para la crisis de 1929 a partir de los citados *Anuarios Estadísticos* y los volúmenes de *Información Financiera* de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras para la Crisis de la Deuda.

El último apartado se propone tres cosas. Desde luego, sintetizar cómo acontecieron los fenómenos según la información levantada, cuestión que nos permitirá comprobar la hipótesis inicial o bien rectificarla. También se mostrarán los avances que este estudio significa en relación a los juicios que literatura estimaba sobre el tema. Por último, y paralelo a lo anterior, se pretende relevar los aprendizajes más significativos que en materia del régimen financiero legaron la Gran Depresión y la Década Perdida.

CAPÍTULO I

ACERCAMIENTO A UN ESTADO DE LA CUESTIÓN

1. PRESENTACIÓN

La producción académica acerca de las crisis económicas de 1929 y 1982 es dispar. Mientras que la Gran Depresión ha sido latamente estudiada por los historiadores de todo cuño, en especial la historia social y ciertamente la económica, la llamada Década Perdida no ha encontrado su contrapartida en los estudios históricos. En su lugar, los economistas se han apropiado de la Crisis de la Deuda como objeto de estudio, fundamentalmente al calor de los acontecimientos de los que fueron protagonistas, críticos o cercanos observadores. Este marco general se hace más estrecho si consideramos únicamente el aspecto financiero de las crisis, pues son solo los estudios económicos aquellos que han aportado a la comprensión de los fenómenos bancarios, bursátiles o de deuda externa.

Dicho atrincheramiento disciplinar, menos marcado en la crisis de 1929, requiere que la discusión bibliográfica identifique los principales debates al interior de las dos disciplinas, en función de obtener una óptica completa del estado actual de los conocimientos. En la medida en que carecemos de estudios que comparten ambas crisis, tales discusiones serán presentadas de manera separada entre las de la Gran Depresión y las de la Década Perdida. En cada una de ellas el orden de la exposición llevará a revisar el sistema financiero externo (endeudamiento externo) y luego el interno (banca y mercado bursátil).

Es necesario señalar que no se pretende una discusión bibliográfica completa, sino solo el repaso a los componentes o puntos clave que con mayor frecuencia se han discutido, que asimismo resultarían ser los más significativos.

2. DISCUSIONES EN TORNO A LA GRAN DEPRESIÓN

La década de 1920 presenció el intento de normalización de las relaciones comerciales y financieras en el mundo, las que fueron violentamente frenadas por la Primera Guerra Mundial. Los países desarrollados, en particular el Reino Unido y cada vez con más fuerza los Estados Unidos, intentaron proseguir con su política de exportación de capitales, en tanto aquellas naciones en desarrollo o periféricas con la de endeudamiento público. El retorno al patrón oro, no sin desequilibrios en el establecimiento de las paridades, también fue un factor decisivo para el restablecimiento de las relaciones internacionales (Ramon-Muñoz, 2012).

La literatura especializada concuerda con este planteamiento general para el caso chileno. Como lo habían prometido las reformas de Kemmerer (Drake, 1994), las administraciones de Arturo Alessandri (1925) y Emiliano Figueroa (1925-1927) pudieron disponer de recursos externos en forma de bonos soberanos, práctica que habría sido continuada y profundizada por la dictadura de Carlos Ibáñez (1927-1931), convirtiendo a Chile en una verdadera plaza captadora de préstamos norteamericanos (Bernedo, 1989). Algunos autores se centran en que dicha política habría tornado una balanza de pagos muy vulnerable a choques externos, criticando el cortoplacismo de los regímenes (Ortega, Norambuena, Pinto, & Bravo, 1989). Otros, como Rosemary Thorp (1988a), centran su atención en la irresponsabilidad de los exportadores de capitales, quienes alentaron a los países latinoamericanos a endeudarse en exceso, aprovechándose de su inexperiencia y el precario control y registro de los fondos. Las grandes ganancias de los acreedores internacionales, en particular la banca estadounidense, habría sido a costa de la estabilidad del sistema financiero internacional en su conjunto (Díaz-Alejandro, 1988).

Comentan los autores que todas estas vulnerabilidades se habrían manifestado con la crisis, la que en términos financieros significó el cierre absoluto de los mercados internacionales de capitales. En el caso de Chile, luego de la caída de la principal entrada fiscal, asociada a las exportaciones de salitre y, en menor medida, de cobre, la política económica se vio impulsada a detener el servicio de la deuda y así utilizar las escasas divisas en las importaciones esenciales (Palma, 1988). En junio de 1931 Chile puso fin al pago puntual de los compromi-

sos contraídos, lo que condicionó su participación en el mercado internacional (Bulmer-Thomas, 1998). A nivel interno, Carrasco (2009) sugiere que dicha moratoria de transferencias habría exacerbado la crisis de desconfianza que rondaba en la opinión pública, ocasionando fuga de capitales, intentos de corridas bancarias, pérdida de reservas e incluso un ataque especulativo contra el peso a través de retiro de depósitos de la Caja Nacional de Ahorros.

El tema de la susceptibilidad de moratoria en la década de los treinta —situación radicalmente distinta medio siglo más tarde— también ha resultado de interés para la historiografía. Esta se explicaría, por una parte, por la naturaleza de los prestamistas, es decir, bancos pequeños con reducido poder de negociación y margen de acción como para exigir a Estados extranjeros el pago puntual de sus compromisos; por otro, porque las autoridades decidieron no intervenir en favor de sus connacionales. En efecto, ni el presidente Hebert Hoover ni a Franklin D. Roosevelt quisieron enquistar sus relaciones con los países al sur del Río Grande para ayudar a prestamistas con poca capacidad de presión política (Thorp, 1998b). La caída del sistema financiero global, entonces, resultó un contexto propicio para detener el pago de la deuda externa, con Alemania a la cabeza, y más tarde la proliferación de convenios comerciales y de compensación de pagos o renegociaciones de deuda. Chile firmó el primero de ello con Francia, en 1932, el que establecía que las exportaciones de salitre a Francia serían pagadas mediante depósitos en dos cuentas abiertas en ese país a favor del Banco Central (Carrasco, 2009, pág. 291). Luego, hasta fines de 1936, se produjeron convenios con Alemania, Austria, Bélgica, Luxemburgo, Brasil, Checoslovaquia, Dinamarca, España, Países Bajos, Italia, Suecia y Suiza.

En términos del sistema financiero interno, hasta el momento no disponemos de una obra que recapitule el devenir de la banca comercial en Chile durante el siglo XX —ni mucho menos del XIX. Las obras que más se aproximan a una explicación del desenvolvimiento de la intermediación financiera durante la crisis de 1929 son el clásico libro de P. T. Ellsworth «*Chile An Economy in Transition*» (1945), que por cierto inauguró los estudios sobre dicha crisis en Chile, y la «*Historia del banco Central 1925-1964*» de Camilo Carrasco (2009). En esta última se trata el desarrollo del ente emisor desde su fundación hasta el gobierno de Jorge Alessandri, los conflictos de las autoridades monetarias con el poder ejecutivo y los distintos marcos jurídicos y normativos que le incumbían al Banco Central. Lo que interesa recalcar

aquí son tres momentos que el autor delimita y que posteriormente complementaremos con otros estudios.

El primero de ellos es el período del patrón oro (1925-1931), en el que se intentó mantener el peso de 6 peniques, un encaje bancario legal en torno al 20% —aunque de facto siempre habría sido mayor (Drake, 1994)—, una detallada regulación sobre las operaciones de crédito interno del Banco Central, principalmente aquellas que se hacían con el gobierno y para las cuales se fijó un tope del 20% o 30% del total de las colocaciones totales. En lo relativo al instrumento de política monetaria bajo el modelo de patrón oro, este se remitía únicamente a la modificación de la tasa de interés, la que influía en el costo del crédito interno como sobre la balanza de pagos a través de la cuenta de capitales. De esta suerte, y entre 1925-1928, la tasa de política monetaria se redujo en cinco oportunidades y tuvo éxitos al compensar el bajo dinamismo de la actividad. Por último, la autonomía del Banco se garantizó mediante la composición de capital —dividida entre el Estado, bancos comerciales, nacionales y extranjeros—, y según la conformación del directorio —tres miembros del Estado, seis de privados y uno de los trabajadores.

El segundo momento de interés es el que se inicia con la crisis propiamente tal. Como el sistema financiero estaba anclado al patrón oro, la caída de las exportaciones y el alza del pago de la deuda externa significaron un descenso de las reservas internacionales del Banco Central, lo que a su vez produjo contracción del circulante. Durante este período deflacionario, la caída de las reservas que también afectó a la banca comercial impulsó a dichas instituciones a solicitar mayores créditos al Banco Central con el objetivo de aumentar sus pasivos y mantener su balance bancario en orden. Pero esa acción, en la medida en que contribuyó a aumentar las tasas de interés promedio², encareció el crédito y redujo el volumen total de los medios de pago, atentando contra el propósito inicial de los bancos comerciales de mantener constante su nivel de colocaciones (Ellsworth, 1945).

² Esto también tenía sentido en la medida en que una tasa de redescuento más alta atraería los capitales foráneos, según se explica en la dinámica del patrón oro en la introducción. Aunque según anota Marfán (1984, pág. 98), ya los flujos externos de capital no se explicaban por los diferenciales en las tasas de interés, sino más bien por el deseo de recuperar colocaciones. Es decir, la política del Banco Central para atraer nuevos créditos y así controlar el déficit de cuenta corriente, no hacían más que intensificar los efectos deflacionarios del *shock* externo. La terquedad en sostener las reglas del juego, comenta el autor —quizá recordando lo que ocurrió dos años antes de la publicación del artículo—, explica el impacto devastador en este momento de la crisis.

En cuanto a la cuota de responsabilidad del ente emisor en el empeoramiento de la crisis durante el bienio crítico (1931-1932), vinculada al seguimiento irrestricto a la ley del patrón oro, Carrasco la justifica asegurando que el marco legal era el que impedía mayor protagonismo de las autoridades monetarias: “solo a través de mecanismos indirectos, como la persuasión o algún tipo de presión política, habría podido el Consejo participar con mayor fuerza en reformas más sustanciales” (2009, pág. 215). En suma, mayor responsabilidad tendría el legislador que la ortodoxia de la autoridad económica.

La suspensión del régimen del patrón oro en julio de 1931, primero, y luego su eliminación completa en abril de 1932, comenta la literatura, dio origen a la época del control de cambios y al fin de la política económica propia de la Primera Globalización (1880-1914). En términos financieros, tales modificaciones significaron un aislamiento del sistema bancario del resto del mundo (Ellsworth, 1945, pág. 35), pero también —en conjunto con la moratoria— habrían permitido terminar con la deflación (Palma, 1988). El relajamiento monetario que siguió al fin del patrón oro se expresó en expansión monetaria vía reducción de la tasa de interés, ampliación del capital y reservas, así como reducción del encaje bancario a 35% y luego al 25%. Todas estas medidas de flexibilización fueron coronadas por episodios inflacionarios como el de la República Socialista, régimen que obligó por decreto al Banco Central a descontar documentos a instituciones públicas y también a distribuir fondos. Con todo, a fines del año 1932 la composición del crédito que iba al fisco y al sector público fue de 96%, constituyéndose como un 70% del presupuesto de dicho año. Comenta el citado Ellsworth que la banca comercial, por su parte, revirtió las tendencias deflacionarias de los dos años anteriores, de modo que se observó un repunte en sus cuentas corrientes y aumento de sus reservas excedentarias, todo lo cual influyó en abaratamiento del crédito y en una menor capacidad de control del Banco Central sobre los bancos comerciales (1945, pág. 40).

El tercer momento de análisis es inaugurado por el autor con la recuperación de la autonomía del Banco Central —que identifica con la recuperación general de la crisis— durante el sexenio de Alessandri en la presidencia, Ross Santa María en Hacienda (el «mago de las finanzas» o el «ministro del hambre», según se le mire) y Guillermo Subercaseaux en el directorio del ente emisor. Entre los años 1933 y 1938, pues, se habría logrado un crecimiento sostenido sin niveles de inflación importantes. Esto fue así debido a que el aumento de la

masa monetaria habría tenido su contrapartida en los créditos de la banca privada, en tanto que el déficit fiscal se financió de manera no inflacionaria, por medio de una política impositiva y reduciendo los créditos otorgados por el Banco Central —aunque, ciertamente, se mantuvieron tasas de interés diferenciadas para instituciones de desarrollo y semifiscales. Es curioso anotar que en esta época la expansión del crédito no tuvo repercusiones en el aumento general de los precios, al menos durante el período 1933-1935 (Ellsworth, 1945, pág. 46), fenómeno que se explicaría por la salida de la fase deflacionaria.

El resto de los autores que se han interesado en período de la Gran Depresión en Chile, y en particular del régimen financiero interno, solo abordan ciertos tópicos de los tratados en los párrafos precedentes. Uno de ellos es la discusión en torno al patrón oro. En tal orden de cosas, Patricio Meller es un convencido de que ese sistema monetario fue una expresión de dogmatismo económico, el que no hizo sino amplificar los choques externos de la crisis: “era absurdo mantener la convertibilidad plena y el patrón oro cuando las reservas internacionales del Banco Central se estaban acabando y se había detenido el flujo de crédito externo” (1998, pág. 49). Juicio similar al de Riveros, quien arguye que “la mantención del sistema cambiario causó notorias disminuciones de la emisión, lo cual derivó en caídas de precios internos y, al parecer, ayudó a agravar la crisis en sus más tempranas manifestaciones” (Riveros, 2009)³. Por su parte, Fernando Ossa indica que “es difícil imaginar que Chile se hubiese podido mantener dentro del patrón oro, ya que la crisis produjo un abandono de este sistema en todo el mundo” (1993, pág. 97). Lüders y Wagner (2003) consideran de manera contra factual que, en ausencia de la Gran Depresión y manteniendo Estados Unidos su patrón oro, Chile no se hubiera visto impulsado a abandonarlo. Por último, respecto al fin del dicho régimen cambiario, hay que reconocer junto a Palma (1988) que ello no impulsó el reemplazo de la ortodoxia económica por un nuevo modelo económico global, claro y coherente, sino que la modificación monetaria y cambiaria solo respondía a aliviar el caos en que se había sumergido la economía. Aunque sí puede considerarse como un punto de inflexión en cuanto a la toma de decisión en materia de políticas económicas; la heterodoxia comenzó a tener una

³ Tendemos a inclinarnos por esta postura en relación al patrón oro. El esquema presentado por Carrasco resulta no solo propio de una historia institucional y apologética, sino demasiado legalista. El golpe externo habría tenido más importancia para las autoridades locales que el respeto a las decisiones del legislador.

cuota de protagonismo en el marco de un programa de recuperación coherente a corto plazo (Marfán, 1984).

Un segundo tópico que se ha tratado en la literatura económica latinoamericana, y que es de especial interés para esta investigación, es la permanencia y estabilidad de los sistemas bancarios del continente durante la crisis de 1929. Estos, incluso en los peores años de la Gran Depresión, habrían sufrido modestos daños o quiebras; situación opuesta a lo ocurrido en el mundo desarrollado. Ello tendría que ver con tres factores: i) las reformas de los años veinte (la misión Kemmerer en los países andinos) que crearon un sistema con reglas sólidas y definidas, particularmente en cuanto al encaje; ii) el control de cambios, que salvó a los bancos de tener que hacer pagos a los acreedores, lo que de lo contrario los habría llevado a la bancarrota y iii) su utilidad para pagar déficits internos a los distintos gobiernos (Bulmer-Thomas, 1998), por lo que los distintos regímenes habrían preferido no dejarlos caer (Meller, 1984). Asimismo, el derrumbe de los mercados internacionales no solo habría alentado la creación de nuevas instituciones financieras locales, sino también a evitar la fuga de capital (Díaz-Alejandro, 1988).

Además de la banca, el segundo componente del sistema financiero interno es el mercado bursátil. Desgraciadamente, en términos bibliográficos solo podemos conocer el desarrollo en Santiago —la que no obstante era ya la bolsa más importante a nivel nacional en cuanto a bonos— a través de la obra de Couyoumdjian, Millar y Tocornal «*Historia de la Bolsa de Comercio de Santiago 1893-1993*» (1992). En el citado trabajo se indica que existió una tendencia al alza general de los títulos accionarios entre fines de 1927 y que duró hasta mediados de 1929, siendo un reflejo de aquello que sucedía en las principales plazas del mundo. Fue un incremento tanto de los precios de acciones —particularmente de los negocios carboníferos, marítimos, industriales y de seguros— como del monto de las transacciones. Respecto a la crisis, estos autores aseguran que los movimientos del mercado comenzaron a resentirse antes del *crack* de octubre de 1929. En efecto, para fines de 1929, “la actividad bursátil, a decir del Banco Central, se encontraba en un estancamiento completo, y las perspectivas futuras que le asignaban eran claramente negativas” (1992, pág. 292). Los títulos más afectados fueron, por supuesto, los salitreros y mineros, en tanto que los industriales se recuperaron más rápido que otros sectores. En general, las operaciones de la Bolsa comenzarían

su recuperación en 1932 e incluso desde el último trimestre de 1931 —por factores como la reactivación de los mercados, desarrollo industrial, el control de cambios y mejores perspectivas de precios—, manteniéndose en alza por todo el período de Arturo Alessandri, quien encabezó un poder Ejecutivo que logró una relación fluida con la institución. En síntesis, en 1934 se habrían alcanzado el nivel de cotizaciones anteriores al estallido de la crisis.

3. DISCUSIONES EN TORNO A LA DÉCADA PERDIDA

Existe un amplio acuerdo en la historiografía que se ha preocupado del desarrollo del sistema financiero externo entre fines de los años setenta y ochenta del siglo pasado⁴. Se ha dicho que el aumento de la oferta de créditos externos producto de las dos crisis del petróleo, así como la liberalización del mercado financiero en Estados Unidos en los años setenta, sancionaron lo que estaba ocurriendo con el mercado de los eurodólares a fines de la década de 1960: la restructuración del mercado internacional de capitales, que había estado clausurado desde la Gran Depresión. Así, la década de 1970, tal como la 1920, fue un período de aumento del endeudamiento externo de los países en desarrollo, esta vez con los dólares de los países petroleros. Ese aumento de la deuda externa a tasas de interés variable provocó graves consecuencias una década más tarde, dando origen a lo que algunos autores han denominado la segunda gran crisis de la deuda (Tello & Garay, 2012).

Cabe señalar que la afluencia de créditos a los países de América Latina recibió la aquiescencia de las instituciones financieras multilaterales, como el Banco Mundial, que a fines de la década de 1970 se mostraban optimistas acerca del precio de los productos básicos y sus exportaciones (Thorp, 1998b). Sin embargo, dichas instituciones no velaron ni sugirieron el

⁴ A diferencia de la crisis de 1929, en la Crisis de la Deuda resulta más complejo separar el sistema financiero interno y externo, pues fue la banca privada —con inversión de cartera antes que mediante bonos soberanos— la que principalmente se endeudó con los acreedores internacionales, redirigiendo los fondos del mercado internacional al interno. Al no ser una crisis financiera interna, sino con estrechísima vinculación a los distintos componentes de la balanza de pagos, su relación con el ambiente externo es inequívoca. De cualquier forma, para términos operativos se ha decidido separar, aunque arbitrariamente, los dos elementos de modo que nos permitan realizar una comparación con la Gran Depresión.

seguimiento, registro y fiscalización de la deuda externa —como tampoco se hizo en la década de 1920—, tal como lo prueba la proliferación de la deuda privada sin garantía estatal en Chile. En consecuencia, se propició el desarrollo de patrones de consumo sin considerar que el efecto compensador de la cuenta financiera sobre el déficit de la cuenta corriente sería un fenómeno pasajero.

En efecto, la política activamente antinflacionaria que adoptó la Reserva Federal desde 1979 se tradujo en el aumento de la tasa de interés real de un 0% a un 10%, cuestión que puso fin al flujo de capitales que se dirigían a América Latina. Ello evidenció, por cierto, la vulnerabilidad del financiamiento externo de los países en desarrollo respecto a su dependencia de las políticas monetarias de los grandes países desarrollados. A juicio de los especialistas, los hechos ocurridos a principios de la década de 1980 pueden entenderse como una repetición de eventos similares en el pasado, tales como los asociados a la crisis de 1929 (Bértola & Ocampo, 2013). Sin embargo, esos autores aseguran que la Gran Depresión, en comparación con Década Perdida, habría significado un mejor desempeño en la gestión de la crisis, tanto por la posibilidad de ejecutar políticas expansivas que apelaron al mercado interno (Bulmer-Thomas, 1998) como por la declaración de la moratoria, que redujo el flujo de salida de divisas y alivió la balanza de pagos. En contraste, en los años ochenta se exigió el pago irrestricto de la deuda, mientras que las soluciones de las instituciones financieras internacionales, que podrían haber subsanado esa política, llegaron tardíamente (Ocampo, 2014).

La gestión de la deuda durante la década de 1980 ha sido un tópico común entre economistas. Se le ha tildado de dramática, en la medida que después del *shock* externo tuvo que financiarse con la generación de un superávit de la balanza comercial exigido por el FMI a cambio de su cooperación. Dicha institución, que propendió al pago total y puntual de la deuda a la banca internacional, instó a reducir el déficit comercial a través de i) lo fiscal, controlando del gasto público; ii) lo monetario, neutralizando el efecto monetario de los subsidios cuasi-fiscales proporcionados por el Banco Central a un sector privado que quería evitar las quiebras y iii) lo salarial, aboliendo la indexación. No obstante, y separándose del común de la región, los acuerdos que realizó Chile con las instituciones financieras internacionales permitieron un volumen considerable de recursos, tanto de ellas como de los bancos

internacionales. Así y todo, durante el proceso de recuperación económica “Chile fue el país que recibió la financiación neta proporcionalmente más grande del FMI, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco Mundial” (Ffrench-Davis, Muñoz, & Palma, 1997).

En cuanto al sistema financiero interno, existen dos textos primordiales de tendencia crítica que hablan de la crisis y la Década Perdida en sus distintas aristas, incluida la financiera. Uno de ellos es el de Patricio Meller, «*Un siglo de economía política chilena (1890-1990)*» (1998) y el otro es «*Chile entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad*» (2014) de Ricardo Ffrench-Davis. Para lo que nos interesa aquí, la tesis principal de esta última obra indica que la Crisis de la Deuda significó el fin del neoliberalismo en su versión pura, dando paso a una más pragmática, si bien manteniendo el sesgo recesivo. Sesgo recesivo, o discriminación positiva a ciertos agentes económicos más informados, que comparte el primer autor mencionado. Una postura que discute de manera indirecta con las propuestas de esos textos es la presentada en el documento del Centro de Estudios Públicos «*La Transformación Económica de Chile*» (Larraín & Vergara, 2001), especialmente en su capítulo 9, sobre la reforma financiera.

Según se ha dicho, los antecedentes de esta crisis financiera se remontarían a las extensas liberalizaciones comercial y financiera que se impulsaron desde finales de los años setenta. De un lado se las ha considerado como absolutamente necesarias para desarmar el nudo intervencionista estatista —o «represión financiera» que habría descapitalizado las empresas durante el gobierno de la Unidad Popular— y que evitaba el uso eficiente de los recursos disponibles. Es por ello que debió propugnarse una presencia activa del mercado y un gobierno orientado por el principio de subsidiariedad (Reinstein & Rosende, 2001). Otros plantean que las reformas respondían más que a la búsqueda de eficiencia a un alto grado de ideologización de cuño ultra liberal (Gárate, 2012). En los hechos, la liberalización comercial abrió las puertas a las importaciones al decretarse un arancel general del 10% en 1979, mientras que la financiera —orientada por el enfoque monetario de la balanza de pagos— prometió aumentar las tasas de ahorro e inversión internas, lo que llevó a la desregulación de las colocaciones, reducción del encaje bancario, liberalización de las tasas de interés y reducción

de la garantía estatal de los depósitos (Held G. , 1989)⁵. Según visiones críticas, como las de Ffrench-Davis (2014), tales políticas, sumadas a su contrapartida en el régimen cambiario y de cuenta corriente, habrían acumulado una serie de desequilibrios entre 1977 y 1981 que terminaron por desencadenar la crisis de 1982. Entretanto, señala el autor, la política económica del régimen durante el «milagro chileno» se alimentó del exceso de importaciones de bienes de consumo y de niveles de endeudamiento que superaban la capacidad de absorción de la economía que, apreciando el tipo de cambio y elevando la tasa de interés promedio, afectaron por más de cinco años al sector productivo real que dependía de la importación de insumos⁶.

Más allá de la discusión sobre el origen de la crisis, lo concreto es que la recesión que se inició en el año 1982 —«predicha» por la quiebra de la CRAV el año anterior— implicó una reducción a la mitad de la disponibilidad de ahorro externo. El problema principal de la reducción de fondos externos fue que ellos eran necesarios, entre otros objetivos, para pagar la deuda que se había acumulado ininterrumpidamente desde fines de la década de 1970, además de financiar el déficit de balanza comercial generado por la compra de importaciones corrientes y bienes de consumo del exterior (Ffrench-Davis, 2014, pág. 163). También atentó contra la estabilidad el descenso del precio del cobre y, de allí, la caída de los términos de intercambio. El ajuste automático del enfoque monetario de balanza de pagos con tipo de cambio fijo, que debía seguir a la pérdida de divisas y el aumento de la tasa de interés que

⁵ Esta liberalización, por diversos motivos, no forzó a la baja de la tasa de interés real de captaciones y colocaciones, fenómeno que hizo más atractivo la inversión de capitales (petrodólares) en Chile en el marco de un tipo de cambio fijo. Pero era un arma de doble filo: las alzas de interés, en caso de que existiera decaimiento de la actividad —por empeoramiento de los términos de intercambio, por ejemplo— y el consecuente aumento del desempleo de los deudores, propiciaba el caldo de cultivo necesario para una crisis financiera por insolvencia de las instituciones, pues independiente de lo que pasara en el mercado interno, se veían obligadas a hacerse cargo de sus compromisos en el extranjero. Ello era tanto más factible cuanto que la regulación al sistema en su conjunto fue deficiente.

⁶ Como se puede observar, la argumentación de ambas posturas se torna un tanto maniquea. En ese escenario, tendemos a pensar que, si bien la reforma llevada a cabo por los economistas del régimen tuvo una alta cuota de ideologización, respondía también a intentos de normalizar el funcionamiento de los desequilibrios de los últimos años de la Unidad Popular, además de la recesión de 1975; la distorsión en los precios ciertamente afecta a la regularidad de la capitalización de proyectos. Otro matiz importante es que resultaba necesario en tal contexto abaratar el crédito, lo cual pasaba por la eliminación de ciertos mecanismos de regulación del período de la Industrialización Dirigida por el Estado. Aunque ello no significa, por cierto, usar el sistema financiero como un campo de experimentación neoliberal, como lo fueron el tipo de cambio fijo y el enfoque monetario de la balanza de pagos, que prometían ajustes automáticos.

teóricamente atraería nuevos capitales, no llegó ni cuando se esperaba, ni llegaría. Se ha sugerido cierta coincidencia entre este enfoque monetario y el patrón oro, toda vez que en ambas crisis la cuestión monetaria-cambiaria atentó contra la estabilidad macroeconómica, colaborando en la magnificación de las fluctuaciones externas. Se concluye de esa perspectiva que se hizo caso omiso, y de manera innecesaria, a los aprendizajes del pasado acerca de la implementación de políticas pasivas en casos de crisis (Palma, 1984, pág. 85).

Como sea que fuese, desde el segundo semestre de 1982, cuando era evidente la crisis de la balanza de pagos, las autoridades se vieron en una encrucijada: o dejaban caer los salarios para ajustar el gasto interno de modo que la moneda nacional mantuviera su nivel, o intervenían el tipo de cambio que se pensaba sobrevaluado⁷. El régimen adoptó esta última opción, renunciando a una de las máximas fundamentales del enfoque monetario de la balanza de pagos, y apostando por el tipo de cambio —y no la tasa de interés— como la principal herramienta del ajuste macroeconómico⁸.

Sin embargo, esta política económica no fue óbice para que las restricciones de liquidez evidenciaran la gran vulnerabilidad que se había apoderado del sistema bancario, el que tuvo que ser intervenido masivamente por el gobierno a inicios de 1983. Diversas instituciones de intermediación financiera, desde bancos comerciales hasta sociedades financieras entre los que se encuentran los dos grupos económicos más importantes de la época —Cruzat, con el Banco de Santiago, y Vial, con los Chile y BHC (Matamala, 2016)—, habían concedido créditos riesgosos a agentes que no eran lo suficientemente solventes o a empresas que estaban vinculadas con los directores de los bancos, las que fueron conocidas como «colocaciones relacionadas». En promedio, estas últimas representaron en 1982 el 25% del total de créditos de los bancos intervenidos, equivalente a más de tres veces su capital (Held G. , 1989). Todo ello salió a la luz con la Crisis de la Deuda, de modo que entre 1981 y 1986 se liquidaron dieciséis instituciones financieras que tenían riesgo de quebrar, en tanto que otras

⁷ Hay quienes, como Arnold Harberguer (1984), que piensan que el peso no estaba sobrevaluado —por tanto, la fijación del tipo de cambio no habría sido un error— y que la crisis se presentó en lo fundamental por el cese de los flujos de capitales extranjeros de un sistema financiero con regulaciones deficientes y propenso a los rescates (*moral hazard*), como el caso del Banco Osorno y La Unión en 1976 y, luego, a otras instituciones en 1981, lo que significó la naturalización de esta práctica tanto para los banqueros nacionales como los extranjeros. Otros, en cambio, señalan que la fijación del dólar en 39 pesos fue un error grave (Mamalakis, 1984).

⁸ Tal devaluación, como era de esperarse, multiplicó la deuda externa en pesos, e hizo más difícil su pago.

entidades debieron sufrir administraciones provisionales por algunos años para normalizar sus balances. La socialización de la deuda que habían contraídos esos privados —que se hizo con el erario público—, así como los activos que disponían, creó un «área rara» de propiedad no bien definida que el régimen cívico-militar volvió a privatizar a penas la situación económica retornó a la normalidad (Held & Jiménez, 1999).

En este contexto, en su rol de prestamista de última instancia el Banco Central se vio en la necesidad de canalizar recursos en forma de créditos de emergencia dirigidos, apoyando a los deudores del sistema a través de distintos mecanismos —como el dólar preferencial— y recapitalizando la banca por medio de subsidios a la adquisición de paquetes accionarios. Con todo, los bancos comerciales pudieron vender al Central deuda equivalente hasta dos veces su capital, pero con compromiso de retrocompra (deuda subordinada), pago que se realizaba con los excedentes de las utilidades. En otras palabras, lo que aconteció fueron ayudas masivas al sector privado endeudado, cuadro que para Meller significó una importante transferencia de recursos del sector público al privado, es decir, “la socialización (o estatización) de las pérdidas del sector privado durante el colapso económico de 1982-83” (1998, pág. 185). De esta manera, la compra de esa «cartera mala», como se le denominó, implicó que el endeudamiento del sector público se encumbrara de 37% en 1981 a 86% en 1987. Más allá de estas cifras o su efecto en términos políticos, hay quienes consideran que, si bien el rescate comprometió importantes recursos, “sin este tipo de acción (...) es probable que la crisis hubiera sido peor, involucrando aún más recursos” (Vergara, 1996, pág. 339)⁹. En resumen, y como anotan Reinstein y Rosende, con la Crisis de la Deuda y consecuente intervención gubernamental a la banca privada “se dio la paradoja de que el esfuerzo de liberalización financiera concluyó con más del 50% de las colocaciones totales en poder del Estado” (2001, pág. 136).

Por último, cabe señalar que el impacto distributivo de esa política benefició de manera deliberada y sistemática a ciertos agentes económicos, más informados, en desmedro de

⁹ Suponer que un rescate a la banca con las características redistributivas que tuvo fue la única posible, pensamos, es poco acorde con los distintos grados de maniobra de que dispusieron las autoridades monetaria y política (la «presidencia» no peligraba sino hasta 1989). La cuestión no es si es necesario salvar o no a los bancos, puesto que la respuesta es clara; la cuestión es en qué condiciones. En este sentido coincidimos plenamente con la argumentación de Meller.

otros. En el proceso de recuperación de la crisis, las ayudas estatales para 600 mil desempleados recibieron 1,5% del PIB, menos de 10 mil deudores en dólares recibieron 3% y 400 mil desocupados no recibieron fondo alguno. En consecuencia, “los dueños de los activos reales y financieros recibieron protección durante el proceso de ajuste, los depositantes recibieron un seguro público para sus depósitos (...) mientras que los trabajadores experimentaban grandes pérdidas a través de la desindexación y el desempleo” (Meller, 1998, pág. 264). Pareciera ser que los autores defensores del régimen no abordan este elemento del ajuste de la crisis, ni debaten las posturas de los autores más críticos en términos económico-políticos. Antes bien, en ellos prima una posición teleológica y de *learning-by-doing*, en virtud de la cual justifican el impacto distributivo al sopesar el desarrollo y estabilidad de la banca en la década de 1990¹⁰.

En lo que refiere al movimiento bursátil de este período, la obra de referencia es nuevamente la «*Historia de la Bolsa de Comercio de Santiago, 1893-1993*» (Couyoumdjian, Millar, & Tocornal, 1992). A juicio de los autores, la Bolsa de Comercio sufrió una modernización en 1981, expresión de la expansión del mercado que se inició en 1976¹¹. Hubo un fuerte incremento en todo tipo de valores y de precios, pero que luego decayó desde el segundo semestre de 1982. La magnitud del impacto tuvo fuertes repercusiones porque los dos principales grupos intervenidos contaban con el 67,9% de la cartera total de los fondos de pensiones, el 98,2% de la cartera total de los fondos mutuos y el 99,5% de los efectos comerciales emitidos —todos capitales que se invertían a través de la Bolsa—, además de controlar 38 sociedades inscritas en Bolsa que significaban 38% de todas las transacciones registradas. Con todo, la actividad bursátil se habría mantenido fuertemente deprimida durante 1983 y 1984, aunque con posterioridad, desde 1986, los indicadores correspondientes se recuperaron, siendo reflejo del saneamiento financiero y la recuperación general de la economía. Cabría agregar a ese conjunto de factores la segunda oleada de privatizaciones.

¹⁰ Es necesario reconocer, por cierto, la gestión bancaria prudencial luego de la crisis. Pero ello no significa olvidar los costos que esa reforma financiera significó para los distintos agentes económicos.

¹¹ Resulta interesante comentar que en toda la argumentación de los autores está ausente el factor de endeudamiento extranjero como una de las causas que propiciaron el despegue de los valores bursátiles en la segunda mitad de la década de los setenta. Es posible que la ausencia de este importante elemento macroeconómico sea una consecuencia del carácter institucional de este trabajo.

A modo de comentario, podemos señalar que la discusión en torno a las dos crisis económicas a estudiar tiene una fuerte vinculación con los contextos económicos globales. Se está de acuerdo con que los flujos financieros de las décadas de 1920 y 1970 tuvieron un peso significativo en el desenvolvimiento de la crisis. Así, mientras que la Gran Depresión tuvo como protagonista al endeudamiento público y la Década Perdida el privado, en una se permitió la moratoria en tanto que en la otra se exigió el pago irrestricto de los compromisos acordados con la banca internacional. En eso el grueso de la literatura consultada ha coincidido.

Las mayores diferencias de opinión y argumentaciones aparecen en el tratamiento interno de la crisis. Los enfoques más ortodoxos tienden a defender las políticas económicas aplicadas en el régimen financiero, ya sea bancario o bursátil. El Banco Central y su política de patrón oro o la fijación del tipo de cambio, de esta suerte, no habrían sido errores significativos. De otro lado, los economistas más críticos tienden a concentrarse en los efectos que significaron las políticas que los primeros piensan como óptimas e incluso naturales. La profundización de la crisis de 1929 por la regla cambiaria del *gold standard* o el establecimiento del enfoque monetario de la balanza de pagos y su peso en la gestación de la crisis de 1982 son cuestiones recurrentes en sus exposiciones.

Resulta de particular importancia observar que los debates en torno a la Década Perdida, y aun el revisionismo crítico de la Gran Depresión en torno a Cieplan, están teñidos de defensas o críticas a la política económica llevada a cabo por el régimen militar. Así, se pueden considerar los trabajos de los economistas más adictos al «gobierno» o a la «oposición» como fuentes que permiten dar cuenta de que la disciplina económica fue un verdadero campo de batalla durante la década de 1980. En tiempos más recientes, no obstante, las publicaciones de autores más ortodoxos sobre ambas crisis se han reducido, al menos en Chile, lo que mostraría cierta primacía de las visiones más críticas sobre aquellas de orden monetarista.

Por su parte, la sucinta discusión bibliográfica realizada, en la medida que nos da cuenta del grado de avance de la producción académica sobre ambas crisis, permite concluir que el estudio del sistema financiero en ambas crisis tiene un desarrollo desigual, tanto si consideramos cada crisis por separada —la Década Perdida ha sido mucho más estudiada en su ámbito financiero por la Historia Económica que la Gran Depresión— como en cuanto a los

ámbitos externos e internos —hay más trabajos que se centran en el endeudamiento de ambas crisis que en las banca o en el mercado bursátil.

Por último, una advertencia. En la medida en que nuestro objetivo es comparar el comportamiento del sistema financiero chileno en ambas crisis, habría sido interesante poder extender el uso de algunos modelos comprensivos utilizados para explicar el funcionamiento del sector financiera durante de Crisis de la Deuda a lo sucedido durante la Gran Depresión. Sin embargo, dado que los datos no permiten utilizar algunas herramientas analíticas usadas por la literatura, algunos de estos modelos han sido omitidos. Los datos disponibles para la crisis de 1929 no son totalmente comparables con los de 1982, por lo que se privilegiaron solo aquellos modelos interpretativos que se adaptan a la comparación entre ambas situaciones. Por lo demás, este no es un trabajo de economía pura, sino historiográfico; es una problematización histórica de un fenómeno o proceso económico.

CAPÍTULO II

OPERADORES DEL SISTEMA FINANCIERO EN LAS CRISIS DE 1929 Y 1982

1. PRESENTACIÓN

Los operadores o agentes del sistema financiero serán tratados en dos grupos: entre aquellos que participan en el ámbito externo y en el interno. Si bien tal división no es rígida en la práctica financiera, tienen lógicas propias que resultan interesantes de revisar en términos de su evolución a lo largo del tiempo, particularmente el componente político de las relaciones internacionales. En el sistema financiero externo se revisará lo referente a los organismos que influyen en la deuda externa, tanto pública como privada. Por su parte, en el sistema financiero interno se tratarán las dos grandes entidades que participan de la intermediación: la banca, en sus distintas formas, y el mercado bursátil. Lo interesante de definir en este ámbito son los tipos de instituciones bancarias existentes en los años 1930 y 1980, los puntos clave de la regulación legal, así como los centros bursátiles en ambos períodos.

Clarificado lo anterior, a continuación se realizará una descripción del marco institucional del sistema financiero para ambos períodos o lo que denominamos como los «operadores» del sistema. Para cerrar el capítulo se mostrará una breve comparación de los operadores del sistema financiero en ambas crisis.

2. OPERADORES DURANTE LA GRAN DEPRESIÓN

La década de 1920 fue testigo de los desesperados intentos por retornar a la normalidad comercial de la Primera Globalización (1880-1914). En términos de flujos financieros ello significó reconstituir la política de exportación de capitales desde el centro hacia la periferia, intento que trajo aparejado un nuevo liderazgo, el cual sin embargo entrará en colapso durante la década de los treinta. El sistema financiero interno durante los últimos años de la década de 1920 era uno que estaba adscrito a la legislación de 1925 (misión Kemmerer), es decir, sujeto a las normas del patrón oro; no obstante, en la imagen de fines de los treinta es posible

observar una fisonomía distinta, tanto en la composición de los operadores bancarios como en los bursátiles.

2.1. Sistema financiero externo: hegemonía norteamericana y moratoria unilateral

En julio de 1932, Chile declaró de manera unilateral la cesación de pagos a sus acreedores internacionales luego de haber cumplido por casi medio siglo con sus compromisos financieros. Esta fue una de las últimas decisiones que Carlos Ibáñez del Campo pudo tomar antes de renunciar al cargo. Y es que su política de gasto en infraestructura pública con endeudamiento extranjero terminó por ser insostenible en vistas de la caída de la principal entrada fiscal. En ese entonces, se llegó a la encrucijada entre mantener el servicio de la deuda o adquirir las importaciones esenciales con las escasas divisas disponibles. Ante este planteamiento general que ha asegurado la historiografía, cabe realizar dos interrogantes: quiénes fueron los prestamistas internacionales y cómo se produjo la moratoria y su renegociación. Son dos cuestiones, en el fondo, que apuntan a un problema de economía política.

Para responder a la primera de ellas debemos remontarnos al reordenamiento de fuerzas políticas y económicas de la primera postguerra. Hasta antes del conflicto armado, Gran Bretaña ocupaba de manera indiscutida el sitio de banquero del mundo, razón por la cual propició abiertamente el librecambismo global (Hobsbawm, 2012). Sin embargo, una vez finalizada la guerra, con las inversiones europeas estancadas, Estados Unidos debió asumir el protagonismo en materia de exportación de capitales hacia América Latina (con lo notable excepción de Argentina). Como señalan Bértola y Ocampo (2013),

En los años veinte la financiación de cartera aumentó significativamente, cuando Wall Street se convirtió en la fuente principal de emisión de bonos de los gobiernos y las empresas privadas de América Latina, así como empresas estadounidenses que invirtieron en la región.

Pero el flujo extranjero de capitales no se explica solo por la oferta. La demanda, o los países que recibieron los flujos, como Chile, también tuvieron su cuota de protagonismo en la atracción de los flujos extranjeros. Para Paul Drake, el principal motivo de las reformas

del *money doctor* Edwin Kemmerer —Banco Central, instauración del patrón oro, la Ley General de Bancos y la Contraloría General de la República— fue para facilitar los vínculos con Estados Unidos en un contexto de creciente dependencia comercial, lo cual requería de tecnología financiera y estabilización de la política macroeconómica nacional. Entre el conjunto de reformas, el *gold standard* es especialmente interesante para observar cómo se tejieron las relaciones financieras internacionales entre Chile y Estados Unidos.

En la medida en que existió una alta volatilidad en los ingresos fiscales del salitre en la década de los veinte, el régimen monetario implantado por Kemmerer fue de tal importancia en la cuenta de capitales que “llegó a ser especialmente atractivo a los planificadores de la política económica como un medio para adquirir empréstitos extranjeros con los cuales proveer a los productores e ingresos burócratas sin incurrir en precios inflacionarios” (Drake, 1984, pág. 37). Es por ello que no resulta extraño el respaldo de todos los sectores políticos y sociales, con excepción de los agricultores —por la revaluación del peso que significaba la implantación del patrón oro—, a la misión. No obstante, por otro lado, el sistema aumentó la dependencia externa, tal como ya lo estaba la balanza comercial de un modelo de crecimiento exportador de *commodities*. Es decir, la década de 1920 significó la adicción completa de la balanza de pagos a la dependencia extranjera, particularmente norteamericana.

En efecto, como lo muestra el Cuadro II.1, entre 1925 y 1930, según el Instituto de Estadísticas de la época, de los once bonos de deuda emitidos por Chile 1925 y 1930, seis de ellos fueron comprados por Estados Unidos, tres por Reino Unido y dos por Suiza-Holanda. Destaca además que para esta época los capitales británicos se dirigían más bien a pagar compromisos previos que para nuevos proyectos, como es el caso de Estados Unidos y los suizos-holandeses en materia de obras públicas. Por último, resulta interesante el peso específico de la deuda norteamericana, por cuanto ascendió en cinco años a 130 millones de dólares, mientras que las libras llegaron solo a los 420 mil en el mismo período, en tanto que los francos suizos acumularon 85 millones en solo dos años. En términos relativos medidos en pesos (moneda común), según se muestra en el Cuadro III.3, la deuda chilena concentrada en los banqueros del *The National City Bank of New York* y del *Kissel, Kinnicutt & Co.* y *Hallgarten & Co.* representaba el 87% del total, mientras que los banqueros británicos del *J. Henry*

Schroder y Co. apenas un 1%. Todo ello alimentó el aumento progresivo del gasto público hacia finales de la década de 1930.

CUADRO II.1.

Compradores de bonos chilenos entre 1925 y 1930 (deuda pública externa directa)

Año	Países	Banqueros	Objeto	Capital nominal	Capital en pesos*
1926	Estados Unidos	Kissel, Kinnicutt & Co. Y Hallgarten & Co.	Obras Públicas	US\$42.500.000	351.050.000
1927	Estados Unidos	Kissel, Kinnicutt & Co. Y Hallgarten & Co.	Obras Públicas	US\$27.500.000	227.150.000
1927	Estados Unidos	The National City Bank of New York	Deuda FF.CC.	US\$11.198.050	92.495.893
1928	Reino Unido	J. Henry Schroder y Co.	Pago deuda	£168.612	6.771.795
1928	Reino Unido	J. Henry Schroder y Co.	Liquidación FF.CC.	£123.000	4.939.926
1928	Reino Unido	J. Henry Schroder y Co.	Pago deuda	£129.100	5.184.914
1928	Estados Unidos	The National City Bank of New York	Obras Públicas	US\$16.000.000	132.160.000
1928	Estados Unidos	The National City Bank of New York	Obras Públicas	US\$10.000.000	82.600.000
1928	Suiza, Holanda	Crédit Suisse, Zurich y otros	Obras Públicas	CHF 25.000.000	40.050.000
1928	Suiza, Holanda	Crédit Suisse, Zurich y otros	Obras Públicas	CHF 60.000.000	96.120.000
1930	Estados Unidos	The National City Bank of New York	Caja Crédito Minero	US\$22.500.000	185.850.000

Fuente: Elaboración propia sobre la base a Anuarios Estadísticos (DGE), varios volúmenes. Los autores se basan en el informe sobre el estado de la Hacienda Pública de la consultoría Price, Waterhouse, Faller y Co. *El cambio es el de 1930 a la vista (1 £=40,136; 1 US\$=8,260; 1 CHF=1,602).

El Cuadro II.2, por su parte, muestra los bonos de entidades fiscales o semifiscales¹² garantizados por el Estado (deuda externa pública indirecta) de manera desagregada, en tanto que el Cuadro II.3 su participación en el total. Si observamos esa información se concluye que la tendencia de la deuda externa directa se repite y profundiza. Para el mismo período, 9 de los 13 bonos son adquiridos por bancos estadounidenses (principalmente *Kuhn Loebe* y *The National City Bank*), lo que representa más de 150 millones de dólares en cinco años, siendo el 94% de la deuda total si la convertimos a moneda común (pesos chilenos). Estos bonos se concentraron principalmente en emisiones de la Caja de Crédito Hipotecario y un par en la Caja de Crédito Minero. Los bonos en libra esterlina en este tipo de deuda pública significan solo un 3%, y estuvieron dirigidos más bien a obras públicas, al igual que los bonos en francos suizos, que ascienden a 25 millones.

¹² Las instituciones fiscales son los Ferrocarriles y las semifiscales las Cajas Sociales y Municipios.

CUADRO II.2.

Compradores de bonos emitidos por instituciones fiscales o semifiscales de Chile entre 1925 y 1930 (deuda pública externa indirecta)

Año	Países	Banqueros	Objeto	Capital nominal	Capital en pesos*
1925	Estados Unidos	Kuhn Loebe & Co. Y Guaranty Co.	Caja de Crédito Hipotecario	US\$20.000.000	165.200.000
1926	Estados Unidos	Kuhn Loebe & Co. Y Guaranty Co.	Caja de Crédito Hipotecario	US\$20.000.000	165.200.000
1926	Estados Unidos	Kuhn Loebe & Co. Y Guaranty Co.	Caja de Crédito Hipotecario	US\$10.000.000	82.600.000
1927	Reino Unido	-	Pavimentación de Santiago	£300.000	12.048.600
1927	Estados Unidos	Guaranty Trust Co.	Caja de Fomento Salitrero	US\$4.500.000	37.170.000
1927	Suiza, Holanda	Credit Suisse, Zurich y otros	Pavimentación de Santiago	CHF 25.000.000	40.050.000
1928	Reino Unido	Banco Anglo Sudamericano	Municipalidad de Concepción	£150.000	6.024.300
1928	Estados Unidos	Kuhn Loebe & Co. Y Guaranty Co.	Caja de Crédito Hipotecario	US\$20.000.000	165.200.000
1928	Estados Unidos	Kuhn Loebe & Co. Y National City Co.	Caja de Crédito Hipotecario	US\$20.000.000	165.200.000
1928	Estados Unidos	The National City Bank of New York	FF.CC. del Estado	US\$34.713.950	286.737.227
1929	Reino Unido	-	Pavimentación de Santiago	£500.000	20.081.000
1930	Estados Unidos	The National City Bank of New York	Caja de Crédito Minero	US\$2.500.000	20.650.000
1930	Estados Unidos	Kuhn Loeb Guaranty Trust Co.	Caja de Crédito Hipotecario	US\$20.000.000	165.200.000

Fuente: Elaboración propia sobre la base a Anuarios Estadísticos (DGE), varios volúmenes. *El cambio es el de 1930 a la vista (1 £=40,136; 1 US\$=8,260; 1 CHF=1,602).

CUADRO II.3

Participación de los países compradores de bonos de deuda pública directa e indirecta en el total (1925-1930)

	En divisa	En pesos	Participación en total
<i>Deuda directa</i>			
Estados Unidos	US\$129.698.050	\$1.071.305.893	87%
Reino Unido	£420.712	\$16.896.635	1%
Suiza, Holanda	CHF 85.000.000	\$136.170.000	11%
<i>Deuda Indirecta</i>			
Estados Unidos	US\$151.713.950	\$1.253.157.227	94%
Reino Unido	£950.000	\$38.153.900	3%
Suiza, Holanda	CHF 25.000.000	\$40.050.000	3%

Fuente: Elaboración propia sobre la base a Anuarios Estadísticos (DGE), varios volúmenes. El cambio es el de 1930 a la vista (1 £=40,136; 1 US\$=8,260; 1 CHF=1,602).

Ahora bien, en este plano de estrecha dependencia a la potencia del norte, la literatura da pistas para entender cómo se permitió el establecimiento de la moratoria unilateral. Una de

ellas sería la intensidad de la crisis, pero también que el *default* no fue una cuestión propia de Chile, sino de toda la región (con excepción de Argentina) y aun de otras zonas importantes del centro económico mundial (Alemania). No solo Chile no pudo cumplir sus compromisos, sino que “el sistema financiero internacional entero entró en colapso, ya que se vinieron a agregar las dificultades que se arrastraban por más de un decenio” (Sanfuentes, 1987), tales como las reparaciones germanas y las deudas de los demás países aliados. Es por ello que la moratoria chilena debe verse como un incidente más dentro del naufragio económico global de los años treinta¹³.

Esta situación, como bien lo sabían las autoridades locales, no podía mantenerse indefinidamente. Las presiones extranjeras de los acreedores estadounidenses llegarían más temprano que tarde. Es por ello que la recuperación de la crisis fue aparejada al pago de la deuda externa, como menciona Alessandri durante la cuenta pública del año 1934:

Consolidada la tranquilidad política y mejorada visiblemente la situación económica del país, cumple considerar el problema de las obligaciones que forman la deuda externa y que fueron suspendidas, hace años, (...) a consecuencia de sucesos, tanto de orden interno como de carácter mundial (Caja de Amortización de la Deuda Pública, 1936, pág. 5).

Para esos efectos se dictó en enero de 1935 la ley 5.580, que establece la entrega de las utilidades de la Corporación de Ventas del Salitre y Yodo (COVENSA), además de las que exploten o se beneficien de los minerales de cobre, a la Caja de Amortización de la Deuda Pública, que fue la entidad encargada de pagar de manera unificada a los acreedores internacionales. Con tales fondos la Caja debió servir la deuda pública externa directa e indirecta del Estado (como vimos, FF.CC., Caja de Crédito Hipotecario y las Municipalidades), utilizando la mitad de los recursos para pagar intereses y la otra para la amortización o el rescate de los bonos en circulación. Las renegociaciones fueron llevadas a cabo en Londres, Nueva York y París. El eje de las discusiones con los acreedores fue que “los tenedores del continente europeo apreciaron la situación de Chile y reconocieron que, por ahora, el país no podía

¹³ Como indica Carrasco (2009) esta fue una moratoria de transferencia, de envío de divisas al extranjero, pues el Fisco siguió percibiendo los fondos en pesos de las instituciones fiscales y semifiscales que tenían compromisos con el extranjero.

ofrecer más de lo que ofrece”, similar resolución a la adoptada por prestamistas norteamericanos (Dirección General de Estadística, 1936)¹⁴. Este modelo de servicio de la deuda se habría realizado de manera exitosa hasta el terremoto de Chillán (1939), evento que forzó a redestinar los recursos.

Por último, queda consignar el poder de negociación de Chile para con sus acreedores. Como indica el mismo Sanfuentes (1987), la ley establece que los tenedores de bonos debían aceptar explícitamente el acuerdo y renunciar al cobro de compromisos vencidos, por lo tanto, el prestamista “no solo sufría la pérdida de los intereses adeudados durante tres años y medio, sino que tenía que soportar una menor tasa de interés en el futuro y la incertidumbre acerca de cuándo se amortizará la deuda” (1987, pág. 41). Con todo, concluye el autor, esta doble ganancia de Chile en cuanto a intereses —4,9% de ahorro en promedio durante los años 1935 a 1939 respecto a la tasa inicial de un 6%—, además del rescate de los bonos a la par (a precio de mercado post-crisis, inferior al emitido por Chile pre-crisis), demostraría la poca capacidad de negociación de los acreedores en la segunda mitad de la década de 1930.

2.2. Sistema financiero interno: banca, bolsa y Estado.

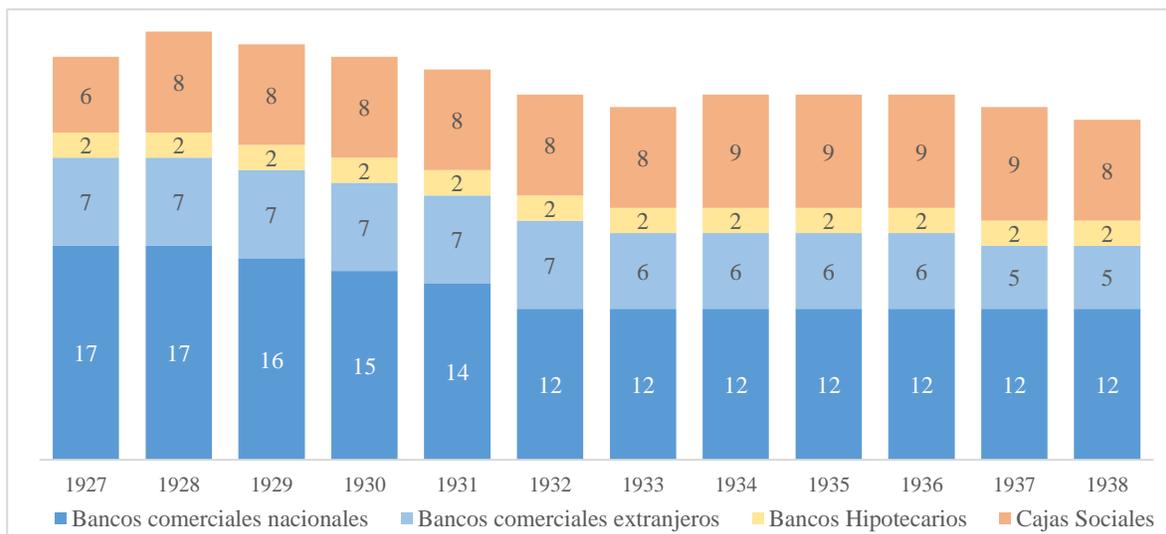
El plano interno del sistema financiero durante la Gran Depresión presenta un cuadro muy distinto al del externo. La solidez fue característica, entendiendo a esta como la perduración de los operadores financieros (bancos comerciales, bancos hipotecarios y Cajas Sociales) a lo largo del tiempo. La legislación bancaria de la época, que se remonta a la misión Kemmerer, también sirve como elemento de juicio para comprender la estabilidad del sistema, así como la premura de la autoridad para hacer frente, desde las operaciones bancarias en conjunto con políticas monetarias, a los peores años de la crisis. Por último, el mercado bursátil y las distintas instituciones que forman parte presenta una visión de mayor preocupación por parte del Estado en materia de regulación de sus operaciones.

¹⁴ Joaquin Fermandois (1992) presenta una visión un tanto diferente de lo que menciona la fuente. Tras una revisión de las fuentes norteamericanas, el autor defiende la tesis que Santiago osciló varios años en actitudes indecisas para finalmente ofrecer en 1934 un plan unilateral de pago. Entre tanto, Estados Unidos, defensor de sus tenedores de deuda, solo aceptaría esta opción, en ausencia de otras más realistas, recién en 1938. En ausencia de trabajos específicos, es posible que la apreciación del estudio de la deuda pública de la Dirección General de Estadísticas que se cita arriba tenga que ver más con la postura europea.

Como se puede ver en el Gráfico II.1, de un total de 32 instituciones en 1927 se llegó a 27 en 1938, diferencia que se produce a través de fusiones, disoluciones o liquidaciones, además de fundaciones de nuevas entidades. Ahora bien, para comprender la reducción absoluta que presenta el conjunto de operadores financieros, resulta necesario ver de manera desagregada los grupos de instituciones.

GRÁFICO II.1.

Cantidad de operadores del sistema financiero interno, por tipo (1927-1928)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de la Cronología Bancaria de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF). Para la contabilidad se tomaron las instituciones vigentes al 31 diciembre de cada año.

De esta suerte, el conjunto de mayor peso en cuanto a la cantidad de instituciones en la plaza durante fines de la década de 1920 y durante la de 1930 es, desde luego, el de los bancos comerciales. A su vez, estos se pueden separar entre bancos comerciales nacionales y extranjeros. A lo largo de los años, los nacionales sufren cinco disoluciones anticipadas, con sus correspondientes liquidaciones¹⁵: el Banco de Mulchén (septiembre de 1928), el Banco de Chile y Alemania (junio 1929), el Banco de Régulo Valenzuela y Cía. (junio de 1930) y los

¹⁵ La disolución anticipada significa el término de las operaciones del banco antes de la fecha indicada en los estatutos. Lo decide una junta de accionistas extraordinaria y lo autoriza la Superintendencia. El paso que sigue a la disolución es la liquidación, en virtud del cual otro banco de la plaza asume el total o un porcentaje de sus activos y pasivos pendientes.

Bancos Yugoslavo de Chile (mayo de 1931) y Nacional (junio de 1931). Las disoluciones de estos dos últimos bancos se vinculan estrechamente con la Gran Depresión, como lo prueba el tipo de giro que realizaban. El del Banco Yugoslavo tenía operaciones con empresas salitreras (Torres, 2003), en tanto que el Banco Nacional —el tercero más grande del mercado en cuanto a capital— fue afectado por la deprimida situación de la agricultura, donde concentraba sus clientes, sufriendo finalmente una corrida bancaria. Sin embargo, desde 1932 ya no hay nuevas modificaciones en los bancos comerciales nacionales. Respecto a los bancos comerciales extranjeros, se produce solamente una liquidación, la del Banco Mercantil de Bolivia (septiembre de 1932), que traspasó sus activos y pasivos al Banco Anglo Sud-Americano Limitado, el que a su vez se fusionó en 1936 con el Banco de Londres y América del Sud Limitado¹⁶.

Un tercer grupo está compuesto por los bancos hipotecarios, en el que se incluyen el Banco Hipotecario y el Banco Hipotecario de Chile, que no presentan variaciones a lo largo del tiempo. Cuestión distinta a lo acontecido con las Cajas Sociales o de fomento, que eran instituciones semifiscales que focalizaban el crédito en rubros de producción o económicos específicos. Estas fueron adquiriendo mayor protagonismo a lo largo del tiempo, con la fundación de cuatro nuevas entidades —que se suman a las cinco ya existentes¹⁷—, tres de ellas en 1928 (Instituto de Crédito Industrial, Caja de Fomento Carbonero y Caja de Colonización

¹⁶ Para más detalles véase Anexo I.

¹⁷ Las Cajas existentes hacia 1927 son: la Caja de Crédito Hipotecario (1855), que comparte el mercado con los dos bancos privados; la Caja Nacional de Ahorros que data de 1884, dirigida a fomentar el ahorro interno, y que en 1931 deja de depender del Banco Hipotecario; la Caja de Crédito Popular (1910), enfocada en préstamos y rescates de prendas, que fue progresivamente absorbiendo a la gestión privada en la materia; la Caja de Crédito Agrario (1926), que perseguía facilitar el crédito agrícola; la Caja de Crédito Minero (1927), que pretendía fomentar el área a través de empresas nacionales y préstamos a privados. Las nuevas instituciones creadas post 1927 son: la Caja de Colonización Agrícola (1928) que buscaba fomentar, dirigir y administrar colonias que organicen e intensifiquen la producción, además de la subdivisión de la propiedad agraria; el Instituto de Crédito Industrial (1928), que tuvo el objetivo de facilitar crédito o concederlo directamente a industriales chilenos o sociedades constituidas en Chile; la Caja de Fomento Carbonero (1928) que se encargaba de estimular dicha industria a través de la concesión de primas de exportación a industriales salitreros que empleen carbón; los Institutos de Fomento Minero e Industrial del Norte (1934), que concedían créditos e inversiones centrados en la provincia. La gran mayoría de ellas se benefició con descuentos o créditos del Banco Central, al tiempo que fueron potenciadas con reformas durante la década de los treinta, como es el caso de los aumentos de capital (Dirección General de Estadística, 1937, págs. 41-52).

Agrícola) y la otra en 1934 (Instituto de Fomento Minero e Industrial del Norte). La reducción del último año solo se asocia a una fusión de instituciones con propósitos similares (la Caja de Fomento Carbonero con la Caja de Crédito Minero).

No se puede decir con seguridad que la fundación de nuevas Cajas sociales responda a una política deliberada para enfrentar la crisis, aunque quizá las creadas en 1928 hayan tenido que ver con una maniobra pragmática de Carlos Ibáñez, que por ese período intensificó el gasto público y, como vimos, en endeudamiento externo con propósitos sociales. Si eso es cierto, la fundación de dichas Cajas sociales, habría sido la respuesta de fomento productivo —industrial, agrícola y minera—, a las primeras manifestaciones de la crisis. De cualquier manera, considerando el período que abarca hasta fines de los años treinta, como sostiene Chamorro (1985), lo claro es que el aumento de las Cajas sociales significó un incremento de la participación relativa del Estado dentro del sistema financiero interno respecto de la banca privada¹⁸. Las ayudas estatales, prosigue el autor y como lo consigna la extensa legislación del período (leyes, decretos leyes y con fuerza de ley), les concedían a estas instituciones recursos frescos a los sectores productivos que se querían fomentar o reprogramar sus deudas. Es decir, recibieron un trato preferencial del que se vio excluida la banca privada, nacional y extranjera.

En lo que refiere a la legislación bancaria, tal como se aplicó una regla cambiaria estricta, se estableció una normativa a las operaciones de las instituciones bancarias de similar inflexibilidad. Así lo atestigua la Ley General de Bancos de 1926, que hasta 1939 sufrió de pocas modificaciones significativas. En líneas generales, dicha ley señalaba que cualquier institución bancaria que se constituyese debía ser aprobada previamente por el Superintendente —institucionalidad creada a la sazón—, quien investigará las materias pertinentes, tales como la efectividad del capital pagado (Título II). Otro elemento a destacar es que los bancos debieron entregar un depósito al Superintendente como garantía del cumplimiento de la ley, cifra que aumenta en razón de su capital (Título III), además de estar disponibles para la fiscalización anual por parte de la autoridad. Se norman también las quiebras y liquidaciones

¹⁸ Esto es de especial importancia si consideramos la postura marcadamente liberal del gobierno de Alessandri. Su administración, entonces, no habría rehusado de los mecanismos de fomento que se habían desarrollado desde principios del siglo XX. Antes bien, los habría potenciado. El liberalismo decimonónico de la Primera Globalización habría quedado en el pasado.

(Título V) destacándose que las liquidaciones debían velar en primera instancia por los depositantes.

La banca comercial fue abordada en la segunda parte de la ley. En esta se determinó que los bancos son empresas cuyo giro de negocios es la recepción de fondos (depósitos) que se emplearán, en conjunto con recursos propios, para préstamos al público (colocaciones) con plazos de un año o menos, además de poder comprar o descontar valores, libranzas y letras de crédito en el mismo plazo (Título I). Respecto al capital y reservas (Título II), se indicó que estas no podían ser inferiores al 25% de sus depósitos y si dicha proporción baja no se podrán aumentar compromisos con el público. Debía existir, además, un fondo de reserva que ascendiera al menos a un 25% del capital autorizado. En cuanto al encaje, la ley indicaba que todo banco está obligado a tener disponible en caja o en depósitos a la vista del Banco Central, como garantía de sus depósitos, un 20% de todos los depósitos a la vista y el 8% de los depósitos a plazo, penándose con multa cualquier infracción. Producto de un mejoramiento de las condiciones macroeconómicas, en el año 1928 fue posible una modificación en el encaje, el que se redujo de un 20% a un 15% el requerimiento de los depósitos a la vista y de un 8% a 6% el de los a plazo.

El año 1931 fue el más duro para los bancos, lo que se refleja en modificaciones legales que regían a la actividad bancaria, con cuatro modificaciones a la Ley de Bancos: para auxiliar a la banca se puso fin al monopolio de los depósitos de ahorro en la Caja Nacional de Ahorros, permitiéndosele a los bancos comerciales efectuar teles giros; se flexibilizaron los límites individuales de crédito; se amplió el plazo para la enajenación de bienes, acciones y valores recibidos en pago y se limitó el crédito a directorios o empresas donde éstos tuvieran participación (lo que conocemos como colocaciones relacionadas). También emanaron otras legislaciones que estuvieron muy en línea con la perturbación económica de la coyuntura, como contra posibles corridas bancarias (DS 1.385), algunos feriados bancarios y, quizá la más importante, la Ley de Moratoria (DL 48), de 1932, que otorgaba facilidades de pago a deudores relacionados con sectores productivos. La conjunción del DS 1.385 y DL 48 permitió mayor liquidez y habría evitado descuadres en los balances de las instituciones. Con todo, la modificación de la norma jurídica entre los años 1931 y 1932 (justamente durante el bienio crítico) se pueden entender como la adopción de un papel más activo en la solución

de la crisis; la pasividad del legislador solo habría sido característica de 1930, pero una vez que se reconoció la permanencia de la situación depresiva, las medidas no habrían tardado (Chamorro, 1985).

Revisemos ahora la dinámica del mercado de valores. Hacia la década de 1920 el mercado bursátil tenía dos centros de transacción de importancia, Santiago y Valparaíso, fundados en plena Primera Globalización y que dieron un fuerte impulso a las actividades de corretaje en Chile. Para la época que interesa, el mercado estaba compuesto, en general, de acciones de distintas sociedades anónimas —agropecuarias, de bancos, carboníferas, de gas y electricidad, industriales, marítimas, mineras, salitreras y de seguros—, bonos —hipotecarios, fiscales y municipales y de particulares—, además de letras en moneda nacional y extranjera. Los dos centros mencionados se disputaban el liderazgo de corretaje, aunque hacia 1929 Valparaíso controlaba la mayor cantidad de movimientos, con excepción de las acciones, lo que significaba una brecha importante con respecto a Santiago (Valparaíso, 2016).

Como el resto de la economía, el mercado bursátil sufrió las consecuencias de la Gran Depresión, así como las turbulencias políticas de la época (Couyoumdjian, Millar, & Tocornal, 1992). En efecto, la dura actitud frente al negocio bursátil y la especulación marcó la tónica de los años veinte y la legislación de 1924-1925 lo evidencia. Ella estuvo dirigida al control de operaciones bursátiles en función de que estas velaran por la moralidad pública. Durante el gobierno de Ibáñez esa tendencia se refrenda e intensifica en lo referente a mayor intervención estatal —al igual que lo relativo a la deuda pública y la banca—, con mayor carga tributaria sobre personas, empresas y operaciones bursátiles, además de la creación en 1928 de la Inspección General de Sociedades Anónimas y Operaciones Bursátiles¹⁹. En este orden de cosas, en 1931 aconteció un huracán político-bursátil con el DFL 3, conocido como «Decreto Castro Ruiz», que tuvo un par de meses de duración. El decreto prohibía todas las operaciones a plazo de acciones y bonos, fundamentado en que esas herramientas de inver-

¹⁹ Luego, en abril de 1931, esta institución se fusionará con la Superintendencia de Seguros y conformarán la Superintendencia de compañías de seguros, sociedades anónimas y bolsas de comercio. Esta debía aprobar estatutos de compañías, realizar arqueo, solicitar balances y revisar libros, informar al Presidente del cumplimiento de las disposiciones de los estatutos de las sociedades, así como del funcionamiento del mercado de las bolsas. Es decir, la Superintendencia determinó la centralización en el control estatal sobre negocios bursátiles.

sión solo evitaban la inversión en áreas realmente productivas. En efecto, a juicio del Ministro de Hacienda Castro Ruiz, “el abstencionismo en materia de inversión era producto, en gran medida, del comentario tendencioso dejado caer en los círculos bursátiles o centros sociales”, con el fin de provocar “pánicos artificiales” (Couyoumdjian, Millar, & Tocornal, 1992, pág. 116). Los años siguientes conocieron la recuperación del mercado, a la par con el resto de las actividades, la estabilidad político social del gobierno de Alessandri y gracias, entre otras cosas, al control de cambios y la devaluación de la moneda, que llevó a los capitales a mantenerse en el mercado interno. Aunque, ciertamente, nunca se alcanzaron niveles previos a la crisis.

3. OPERADORES DURANTE LA DÉCADA PERDIDA

Las reformas de cuño ultra liberal que elaboró e implementó la Dictadura cívico-militar durante la década de 1970 barrieron con la estructura financiera de la Industrialización Dirigida por el Estado (1939-1973). La reforma a la cuenta de capitales en el marco del enfoque monetario de la balanza de pagos permitió el acceso a los numerosos fondos externos que inundaron a los países en desarrollo y que se detuvieron repentinamente con el alza de tasas de interés por la Reserva Federal. En materia interna, el sistema financiero comenzó la década de 1980 con sus elementos centrales liberalizados, en tanto que el mercado bursátil se abrió a nuevas perspectivas de negocios. La Crisis de la Deuda, en la que los bancos privados fueron los principales intermediarios, cambiaría el panorama de exitismo de comienzos de la década e iniciaría una lenta fase de recuperación con las consecuencias en materia social que son conocidas.

3.1. Sistema financiero externo: del endeudamiento privado al cartel de los acreedores

Existe un amplio acuerdo entre los especialistas en fijar en la década de 1970 la consolidación de la reapertura del mercado internacional de capitales, luego de las interrupciones ocasiona-

das por la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial. Con el desarrollo del sistema financiero global privado, esto es, con progresivo protagonismo de la intermediación de fondos por bancos internacionales que se independizan de su matriz, lo importante de mostrar en la Década Perdida no es tanto qué país efectivamente concedió créditos en las fases previas a la crisis, sino de dónde provenían estos fondos. Para ello se deben revisar dos fenómenos de importancia: el mercado de los eurodólares y el de los petrodólares.

A fines de los años sesenta ya se habría empezado el proceso de reconstrucción del mercado internacional de capitales de la mano del mercado de los eurodólares. Dicho mercado —que refiere a la colocación en dólares por parte de bancos no situados en Estados Unidos— fue gestado inicialmente en la *City* de Londres, a partir de fondos superavitarios del Plan Marshall y del déficit comercial de Estados Unidos generado por la reducción relativa de productividad del país americano. Lo decisivo del mercado de los eurodólares es, por un lado, la gran importancia que cobró como fuente de financiamiento internacional a comienzos de los años setenta; por otro, que significó la conversión de un sistema monetario internacional basado en los préstamos soberanos a uno con eje en el mercado (Dickens, 2005). La época dorada de los fondos soberanos había llegado a su fin.

Y fue precisamente ese mercado de capitales anclado en el mercado el que se extendió a los países en desarrollo y a los de Europa del Este luego de las dos crisis del petróleo. La primera de estas crisis se produjo en 1973, cuando la OPEP decidió reducir la extracción de crudo como reacción a la Guerra de *Yom Kippur*, política deliberada que provocó la triplicación del precio del barril (de US 3 a US 10). La segunda crisis advino con la Revolución Islámica iraní, en 1979, que frenó las exportaciones de ese país, lo que disminuyó la oferta internacional de crudo y triplicó nuevamente el precio (US 35) (Tello & Garay, 2012). Estos dos *shocks* del petróleo encarecieron los precios de los distintos tipos de energía, al tiempo que aumentaron el ingreso de divisas a los países productores de petróleo —por la inelasticidad de producto—, lo que dio inicio al mercado de los petrodólares. A diferencia de las inversiones de la década de 1920, dichos fondos no se utilizaron para la compra de instrumentos

a largo plazo y a tasa fija (como lo son los bonos), sino —debido a mayores niveles de inflación de la década de los setenta— por medio de depósitos bancarios a corto plazo y tasa de interés variable (LIBOR²⁰) (Gallagher, 1983).

En ese contexto entró la banca internacional a intermediar los petrodólares que los países receptores obtuvieron más allá de su capacidad de absorción. A la vanguardia del proceso habrían estado los bancos estadounidenses y europeos más importantes, seguidos por otros bancos locales que confiaron en las evaluaciones de los primeros. Estas instituciones se encargaron de colocar los fondos o, en palabras de Bárcena (2014), «reciclarlos» en zonas que los demandaban, como América Latina²¹. El endeudamiento progresivo y que se creía infinitamente elástico ligó a las economías latinoamericanas a los mercados financieros internacionales y al devenir de las políticas monetarias y fiscales del mundo desarrollado como nunca desde antes de la Gran Depresión (Ffrench-Davis, Muñoz, & Palma, 1997). Todo ello con la aquiescencia de las instituciones financieras como el Fondo Monetario Internacional o el Banco Mundial.

Luego de la recuperación de la recesión de 1975, en Chile el endeudamiento tuvo la peculiaridad de ser fundamentalmente privado —y sin garantía estatal—, es decir, la banca nacional, «saneada» luego de la primera oleada de privatizaciones del régimen, se vinculó con su contraparte internacional para intermediar los fondos al mercado interno en pesos y divisas. Ello concuerda con la política decididamente liberal del régimen²², como también lo expresan las reformas al aparato empresarial y bancario estatales (Área de Propiedad Social), la liberación de precios, la reducción del arancel, eliminación de barreras paraarancelarias y la flexibilización laboral. Es así como tras el endeudamiento privado estuvo presente el

²⁰ LIBOR o *London Interbank Offered Rate* es una tasa de interés que cobran entre los bancos por las colocaciones concedidas entre ellos en la plaza londinense. Es un ponderado de los principales bancos de la *City* establecido por la *British Bankers' Association*.

²¹ Una visión distinta es la presentada por Valdés (1988), quien más que el reciclaje de los petrodólares, la asigna la causa del endeudamiento de los países en desarrollo a las regulaciones irresponsables de la banca internacional. Tendemos a pensar que ambas explicaciones no son excluyentes, sino que se complementan en el marco de las distintas aristas del lado de la oferta de los créditos.

²² También Argentina adoptó un modelo similar, al contrario de México o Brasil, países en los cuales los deudores fueron principalmente empresas estatales. Brasil resulta un crisol de distintas políticas económicas, puesto que admitió la entrada de fondos extranjeros en el marco de controles de capital y control cambiario.

axioma que “postula que cada individuo [o banco] es lo suficientemente maduro y responsable para captar y asumir las consecuencias de sus acciones” (Meller, 2016, pág. 82). Hacia 1980 tal política vinculada al enfoque monetario de la balanza de pagos no podría haberse visto más exitosa: la deuda externa privada no solo permitió cubrir la oleada de importaciones, sino que incluso aumentó las reservas internacionales del Banco Central.

Sin embargo, la crisis cambiaria y financiera que explotó en los primeros años de la década de 1980 impuso una situación de ajuste que no esperaban los promotores y gestores de la política económica del régimen cívico-militar. Con el cese de los fondos extranjeros²³, que redundó en la elevación de la tasa de interés de los compromisos ya establecidos por la banca chilena, sumado a una caída de los precios de las materias primas, se inició un proceso de gestión de la deuda que implicó traspasos netos de recursos a los acreedores durante el resto de la década. La pasividad de las instituciones financieras multilaterales determinó que el tratamiento de la deuda estuviera dictado en todo momento por los prestamistas, quienes no permitieron el establecimiento de negociaciones paritarias ni mucho menos la moratoria de los países deudores. Es por ello que se ha dicho que la banca internacional conformó un verdadero cartel de acreedores en la década de 1980.

El esquema de negociaciones que exhibe a los distintos actores o agentes que participaron de la gestión de la deuda ha sido tratado de manera muy precisa por Stallings (2014). Para la autora, la negociación fue de carácter asimétrico y en el marco de intereses siempre distintos y opuestos entre los cuatro grupos que participaron: i) los países deudores, divididos entre quienes tenían más deuda pública o más privada; ii) los bancos internacionales, quienes velaron por minimizar sus pérdidas, para lo cual prolongaron exitosamente el proceso de ajuste; iii) las instituciones financieras internacionales como el FMI, el BM y el Banco Interamericano de Desarrollo, que evitaron desarrollar políticas orientadas al crecimiento como medio de salir de la crisis, sino que propugnaron ajustes recesivos, y iv) los gobiernos, que adoptaron una política pasiva frente a los bancos, hipotecando su opción de actuar conjuntamente y minimizar los costos.

²³ La política monetaria estadounidense, que se expresó en el alza (real) de la tasa de interés por parte de la Reserva Federal desde 1979 (el *Volcker shock*), atrajo los petrodólares colocados en el mundo en desarrollo. Según datos del Banco Mundial, la tasa de interés efectiva subió se duplicó entre 1978 y 1979 (de 1,9 a 4,0), y entre ese último año y 1982 se volverá a duplicar, alcanzando un 8,1% (World Bank, 2016).

En un inicio la cooperación multilateral habría tenido buenas perspectivas, como la reunión entre 11 representantes de América Latina en Cartagena de Indias (el «Consenso de Cartagena» de 1984) —entre ellos uno chileno— en la que se exigió renegociación de las deudas, nuevos créditos a bajas tasas de interés, facilidades de pago y la presencia activa del FMI y el Banco Mundial. No obstante, ante el rechazo de los acreedores a negociar bajo condiciones que consideraron perjudiciales, la presión de estos sobre las instituciones financieras internacionales, y el paso del tiempo, los países latinoamericanos prefirieron negociar separadamente con el Fondo bajo la promesa de mayores beneficios. Con todo, los bancos internacionales lograron evitar la moratoria y propiciar acuerdos que les beneficiaron, como los Planes Baker I (1985), Baker II y el más efectivo, pero también más tardío Plan Brady (1989) (Ocampo, 2014). Estos eran programas caso a caso.

En este ambiente, Chile fue el país de América Latina más beneficiado por el FMI, el BM y el BID —además de créditos de la banca internacional— (Ffrench-Davis, Muñoz, & Palma, 1997)²⁴, de modo que solo requirió de los planes Baker. Ello puede tener distintas causas, como por ejemplo las liberalizaciones aplicadas en los años setenta que esas mismas instituciones posteriormente propugnaron y que, de hecho, les exigieron a los demás países deudores como condición de su ayuda (las «reformas neoliberales», que se expresan en determinados puntos del «Consenso de Washington»). De cualquier forma, los planes de rescate específicos que se aplicaron en Chile fueron el programa inmediato con el FMI (1982); el de Facilidad Ampliada (1985-1987), también con el FMI y que se dirigió a reducir el déficit comercial; el Programa de Ajuste Estructural y el de Préstamos de Ajuste Estructural, ambos con el Banco Mundial (y que incluían la formación de un Fondo de Estabilización del Cobre para evitar que el tipo de cambio se apreciara), además de otros que se dieron en el área productiva a través de CORFO con el BID, el BM y el BIRF. Para Ortega, Norambuena, Pinto & Bravo, “estos programas resultaron vitales para la recuperación y reactivación de los sectores productivos tras la crisis de 1982” (1989, pág. 285).

²⁴ Obtuvo más ayudas a pesar de no ser el más endeudado en términos absolutos. Hacia 1982, Chile tenía una deuda de unos 17 mil millones de dólares, mientras que Argentina 43 mil, Brasil 83 mil y México 90 mil.

3.2. Sistema financiero interno: el fracaso de la propuesta liberal

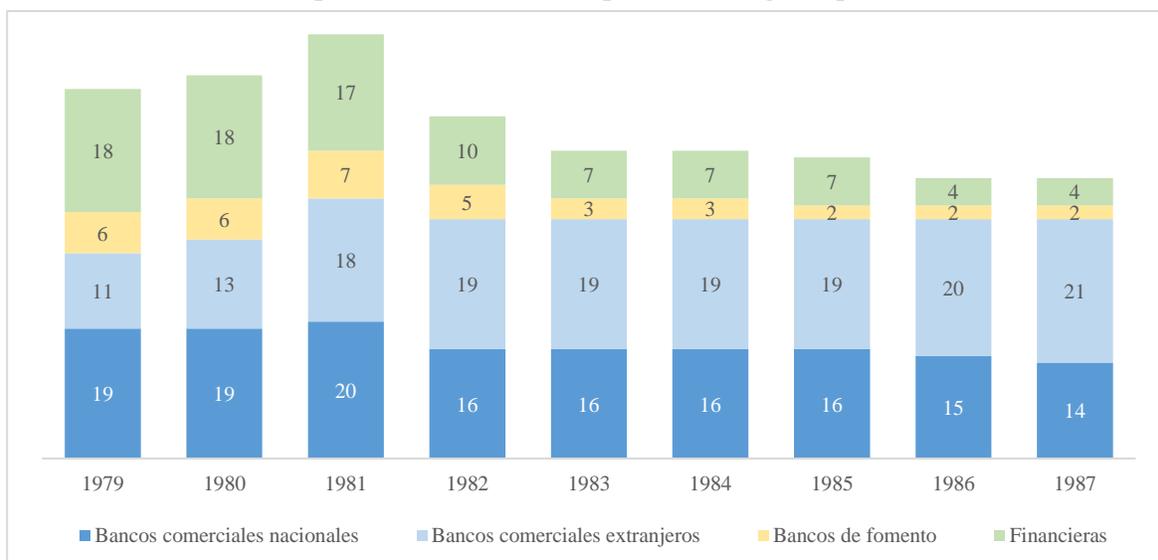
En atención a la política global del régimen militar, el sistema financiero interno sufrió una intensa liberalización. La legislación que se aplicó desde 1975 a 1979 tendió a la desregulación en sus niveles clave, lo cual tuvo costosas repercusiones con el fin de los fondos extranjeros y el desencadenamiento de la crisis financiera en 1983. Así, el régimen se vio obligado a dar marcha atrás: renunció al enfoque monetario de la balanza de pagos, aplicó políticas heterodoxas y estableció una gestión prudencial de la banca. Ambos momentos se logran diferenciar en una mirada a las instituciones que lo componían. Por su parte, el mercado bursátil de la época conoció un *boom* hasta antes de la crisis que fue aparejado de una reforma legal, mientras que durante la recuperación experimentó un gran dinamismo en todos sus instrumentos de inversión.

Según muestra el Gráfico II.2, hacia 1979 existían 54 instituciones financieras en Chile, que luego del golpe externo y la posterior recuperación se redujeron a 41, es decir, poco menos de un cuarto de las instituciones dejaron de existir en 8 años²⁵. Sin embargo, si consideramos de manera desagregada el conjunto de instituciones, es posible detectar algunos fenómenos de interés.

²⁵ Las cifras presentadas refieren a las entidades que estuvieron reguladas por la Superintendencia durante el período, las que no obstante eran las más importantes del mercado —excluimos las cooperativas, que no tienen registros contables en la Superintendencia. Los procesos de liberalización de los años setenta, en especial el del sistema financiero, propiciaron la aparición de algunas instituciones que estuvieron fuera del control gubernamental, como es el caso de algunas financieras.

GRÁFICO II.2.

Cantidad de operadores controlados por SBIF, según tipo (1979-1987)



Fuente: Elaboración propia en base a la Cronología Bancaria y los volúmenes correspondientes de Información Financiera de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF). Para la contabilidad se toma las instituciones vigentes al 31 diciembre de cada año.

Los bancos comerciales, en general, ampliaron su presencia a lo largo del período, pasando de representar la mitad de las instituciones del mercado de intermediación al 85%. Pero la composición interna también se modificó, pues la presencia de la banca internacional se fortaleció desde 1981 en términos absolutos y también por la liquidación, desde 1982, de aquellos bancos nacionales que tomaron compromisos más allá de sus capacidades. El mismo fenómeno ocurrió con los bancos hipotecarios, grupo que, si bien en 1981 sumó un nuevo integrante, totalizando siete, al final de la cronología se redujo solamente a dos. La diferenciación para este período entre los bancos comerciales e hipotecarios se diluye en virtud de la legislación de la «multibanca». Por su parte, las financieras, que tuvieron un crecimiento explosivo de la mano de la liberalización financiera de los setenta, vieron desplomarse su participación, que pasó de 18 instituciones a solamente 4²⁶.

Los importantes cambios en la composición del sistema financiero, a diferencia de la crisis de 1929, son explicados por la oleada de eventos legales y de intervención gubernamental

²⁶ Para mayores detalles véase Anexo II.

que se indican en el Cuadro II.4, todos los cuales se concentraron en los años más duros de la crisis 1981-1983 y en uno posterior, pero que es de menor intensidad. Dentro del primer grupo, de «eventos legales», encontramos las disoluciones que ocurren en una financiera, la de Papeles y Cartones S.A., y a un banco de fomento, el Banco Colocadora Nacional de Valores, cuyo continuador legal fue el Banco Santiago. La compra de activos y pasivos fue de dos bancos extranjeros a otros comerciales chilenos en el año 1982 (el Banco de Talca y Banco Español-Chile), y de un banco comercial a una financiera en 1981 (Banco Morgan Finansa a Nacional Financiera S.A.), misma institución que fue comprada a su vez por el Banco de Chile en 1986. Por último, en este grupo están las fusiones. De las cinco que ocurrieron en el período, cuatro fueron con financieras en favor de bancos comerciales (Banco de A. Edwards y Banco Sudamericano) o de un banco de fomento (Banco Empresarial de Fomento, que pasó a denominarse Banco del Desarrollo). Y solo una de ellas fue de un banco de fomento en favor de otro comercial (Banco de Santiago)

CUADRO II.4.

Eventos que afectaron a instituciones financieras en Chile (1979-1987)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Administración provisional									
Banca comercial	-	-	3	1	4	-	-	-	-
Bancos de fomento	-	-	1	2	2	-	-	-	-
Financieras	-	-	4	1	1	-	-	2	-
Disoluciones									
Bancos de fomento	-	-	-	-	-	-	-	1	-
Financieras	-	-	1	-	-	-	-	-	-
Compra de activos y pasivos									
Banca comercial	-	-	1	2	-	-	-	1	-
Liquidaciones									
Banca comercial	-	-	-	4	-	-	-	-	-
Bancos de fomento	-	-	-	2	1	-	-	-	-
Financieras	-	-	-	5	1	-	-	2	-
Fusiones									
Financieras con bancos comerciales	-	-	-	1	-	-	-	1	-
Financieras con bancos de fomento	-	-	-	-	2	-	-	-	-
Banco de fomento con comercial	-	-	-	-	-	-	-	1*	-

Fuente: Elaboración propia en base a la Cronología Bancaria (SBIF). * Es una continuación legal.

El segundo conjunto que se puede denominar de «intervención gubernamental» abarcó los casos relativos a administraciones provisionales, es decir, cuando la autoridad se hizo cargo

de una institución que no podía cumplir con sus compromisos o en la que su balance peligraba, evaluando la factibilidad de recuperación. Ante ello existían dos vías: el cese de la administración, en caso que fuera posible gestionar los desajustes en sus balances, o la liquidación²⁷ de la institución²⁸. De las 21 órdenes de administración provisional, ocho fueron a la banca comercial (incluyendo a los dos bancos más importantes, el Banco de Chile y el Banco Santiago), otras ocho a las financieras y cinco a los bancos de fomento. Parte importante de ellas terminaron en liquidaciones (como el Banco de Talca, el de Fomento del Bío-Bío o la Sociedad Financiera del Sur S.A.), pero otras (solamente en casos de bancos comerciales) lograron zafarse de ese destino, como son los icónicos casos del Banco de Chile, el Banco Internacional o el Banco de Concepción.

La evolución de la norma jurídica más importante también aporta elementos tanto para explicar la crisis, por la extrema liberalización previa, como para entender la recuperación, a través de una reforma al sistema.

Según comenta Held (1989), hasta 1974 el sistema financiero interno chileno estaba compuesto por dos grupos. El primero estaba integrado por la banca comercial, encargada de los créditos a corto plazo, y que era complementada con bancos hipotecarios pequeños, cuyo rol era otorgar créditos a largo plazo, y un gran banco estatal con funciones de fomento productivo. Un segundo grupo lo integraba el sistema nacional de ahorro y préstamo (SINAP). El comienzo del proceso de reforma, en su vertiente de operadores, está marcado por la privatización de los bancos que habían sido estatizados por la Unidad Popular, a través de la licitación de paquetes accionarios que mantenía la CORFO. A continuación, en 1974, se realizó el experimento de banca libre, que permitió a particulares efectuar operaciones de intermediación sin supervisión (DL 455), legislación que abrió las puertas a las sociedades financieras, pero que posteriormente —luego de insolvencias masivas de estas instituciones— la Superintendencia procedió a regular. Un tercer eje de la reforma apuntaba a la for-

²⁷ Aunque también existen casos de liquidación directa, sin administración provisional, pero que de todas formas deben ser autorizados por el ente público correspondiente

²⁸ Por supuesto, es razonable pensar que en la práctica también intervienen los factores políticos y de vínculos de interés, tan propios de una dictadura que no necesita rendir cuentas (*accountability*) y a la cual no se puede exigir transparencia en la gestión de los recursos públicos.

mación de una multibanca comercial, la cual pretendía uniformizar las operaciones, eliminando las barreras de entrada del sector. Los decretos que se dirigieron a ello, DL 1.641 y DL 1.642, también permitieron el ingreso expedito de bancos extranjeros —impulsando a Chile a su salida del Pacto Andino en 1977. Así, desde 1975 (DL 1.179) los bancos comerciales pudieron realizar colocaciones a más de un año y emitir letras de crédito; los de fomento, captar y colocar a menos de un año, al tiempo que se terminó con la función de fomento del Banco del Estado (DL 2.079), además de su monopolio para operar cuentas de ahorro a la vista y a plazo. En resumen, hacia 1980-1981, se culminó el proceso de uniformización de la banca, eliminándose las diferencias fundamentales entre bancos comerciales, de fomento e hipotecarios. Las financieras, por su lado, terminaron distinguiéndose de los bancos por no poder recibir depósitos de cuenta corriente ni financiar operaciones de comercio exterior.

Paralelo a esa modificación del rol de los operadores, aconteció la liberalización de intermediación de fondos, del encaje, del crédito externo y de tasas de interés según lo exigía el enfoque monetario de la balanza de pagos. La primera tiene que ver con las colocaciones, a las que se eliminaron los controles cuantitativos (DL 231 de 1973), en tanto que se limitaron las facultades del Banco Central para dictar normas a colocaciones y captaciones en 1977. Es segundo punto, sobre encaje, que de un 80% en depósitos a la vista, 9,2%, en depósitos de 30 días a un año y 8% en los depósitos de más de un año, fue evolucionando hasta que en diciembre de 1980 se llegó a un 10% para depósito a la vista y 4% para las captaciones de más de treinta días. Respecto al crédito externo, en 1979 se eliminó el límite del endeudamiento externo de bancos comerciales para financiar créditos liquidables en moneda extranjera (ligados al comercio exterior), medida que se engarzó con el otorgamiento crediticio de libre disponibilidad, el cual solo quedó sujeto a las relaciones deuda-capital (veinte para bancos comerciales y quince para financieras). Por último, en cuanto a la liberalización de tasas de interés, el 1974 se autorizó el libre pacto de tasas de todo tipo de colocación, solo limitado por el máximo convencional determinado por el Banco Central²⁹.

²⁹ Esta liberalización apuntaba a la convergencia entre tasas de interés externa e interna propio del enfoque monetario de la balanza de pagos; pero, según anota Ffrench-Davis (2014), siempre se mantuvo un diferencial importante, que entre 1976 y 1981 fue de 31% en promedio.

La crisis, que en parte se explica desde la demanda por los elementos de la reforma que vimos, condujo a masivas intervenciones del sistema por parte de la Superintendencia. La solvencia aparente de las instituciones, las fallas en regulación y supervisión (créditos relacionados), el inadecuado manejo de riesgos crediticios y cambiarios (exposición de cartera), el rezago en la constitución de provisiones y la elevada rentabilidad³⁰ quedaron a la vista con el *shock* externo (Held & Jiménez, 1999). E incluso antes, en 1981, si atendemos a las intervenciones que se presentan ese año.

Las políticas que se adoptaron para el salvataje del sistema financiero fueron desde la venta de cartera vencida al Banco Central, el acceso a divisas preferenciales, el capitalismo popular y la reprogramación de deudores. En términos legales, la reforma a la Ley General de Bancos, en el año 1986 fue elocuente al respecto, particularmente con las mayores facultades que le entregó a la Superintendencia. Se estableció mantener en caja o en documentos del Banco Central todo exceso de depósitos a la vista, fijándose para ello en 2,5 del patrimonio (capital más reservas), lo que fue aparejado a una garantía (explícita) a los depósitos (Artículo 80 bis). Además, se mandató a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras a entregar tres veces al año información sobre las instituciones financieras. En general, las distintas actividades de colocación y captación de los bancos quedaron sujetas a una serie de regulaciones, como límites a créditos de un mismo deudor (para evitar las colocaciones relacionadas) (Artículo 84), obligaciones de calce de plazos, así como una relación de deuda a capital de 20 veces, que en caso de superarse los accionistas debían aprobar un aumento de capital (capitalización preventiva, Artículo 116), y el establecimiento de provisiones especiales para créditos riesgosos (Reinstein & Rosende, 2001). El encaje, por último, no sufrió modificaciones, puesto que su aumento habría redundado en mayores costos de intermediación.

Revisemos ahora lo ocurrido con el mercado bursátil. Para la época, Santiago, y en especial la Bolsa de Comercio, tienen el control casi completo del mercado. Valparaíso es solo un apéndice de menor relevancia respecto al total de operaciones, en todo tipo de transacciones.

³⁰ Se suma también un elemento importante: la garantía estatal implícita de los depósitos. A pesar de su inexistencia, tanto agentes nacionales como extranjeros (la banca internacional) supusieron que el Estado velaría por los depositantes.

Nuevamente, la obra de referencia para referirnos al mercado bursátil es la de Couyoumdjian, Millar, & Tocornal (1992). Luego del golpe de Estado, y hasta la Crisis de la Deuda, las políticas macroeconómicas mercadocéntricas que adoptó la autoridad, en conjunto con las liberalizaciones a las que hemos hecho referencia, permitieron la expansión de las operaciones y montos transados, además de la diversificación de instrumentos (monetarios, títulos de renta fija, acciones e intermediación financiera) e incorporación de inversionistas institucionales³¹. Este boom bursátil, no exento de importantes niveles de especulación como en todo aumento repentino de cualquier mercado —y tanto más si consideramos el acceso al crédito fácil de la época—, tuvo su contrapartida legal: la modernización de 1981, que se materializó en nuevas normativas sobre el mercado de valores y las sociedades anónimas. Respecto a la primera, la nueva norma jurídica que reemplazó a la de 1931, reguló de manera sistemática la emisión de valores y operaciones, lo que según los autores habría sentado las bases para construir un mercado eficiente. Dicha pretensión se habría materializado a través de la creación de la Superintendencia de Valores y Seguros, así como de un Registro de Valores³². Por su parte, la Ley del Mercado de Valores, que definió a la sociedad anónima como una de carácter siempre mercantil —suprimiéndole el carácter social que tenía hasta entonces—, estableció la diferenciación entre aquellas sociedades anónimas abiertas de las cerradas. Solamente las primeras estarían sometidas a la SVS y su inscripción en el Registro Nacional.

La crisis de 1982 representará un freno de la fiebre alcista, pero que solo duraría un par de años hasta su reactivación, la que tendrá un crecimiento sostenido, con nuevos tipos de instrumentos e inversores institucionales (Fondos Mutuos, AFP), hasta fines de la década de los noventa.

³¹ De particular importancia, como se mostrará más adelante, es la reforma al sistema de pensiones, que inyectó enormes fondos a la intermediación financiera.

³² Este registro, desde 1987 llevará anejo dos clasificaciones de riesgo por valor, decisión que está estrechamente vinculada a la modificación del sistema bancario que vimos.

4. OPERADORES FINANCIEROS: ENTRE EL ESTADO Y EL MERCADO

Una comparación entre los operadores de la Gran Depresión y la Década Perdida debe partir advirtiendo que los dos sistemas están, al menos, a cuarenta años de diferencia. Y no es que solo la distancia entre ambos represente un problema, sino que ambos se inscriben en dos fases de desarrollo muy distintas de la historia económica mundial como de Chile. Por consiguiente —y según defendemos—, las crisis implicaron transformaciones significativas si atendemos a la modificación de las tendencias generales de los operadores del sistema financiero durante las décadas de 1930 y 1980.

En el ámbito externo, la Gran Depresión, en tanto que mostró las primeras pinceladas de la clausura de los mercados de bienes y capitales, manifestó los límites de las exigencias de los acreedores con los países deudores. A pesar que la mayoría de los fondos provenía de la mayor potencia global —por los motivos que revisamos— la moratoria, aunque breve, no pudo ser frenada y sirvió de alivio para las economías necesitadas de divisas como Chile. Sin ella el golpe externo seguramente se habría intensificado, tan como lo hizo paradójicamente el supuesto mecanismo de ajuste automático del patrón oro. Por su parte, el reinicio de la deuda, en un contexto de detención de flujos financieros, se realizó en términos bastante favorables para los deudores, gracias al conjunto de acuerdos bilaterales pactados. En otras palabras, se logró compartir más o menos felizmente los costos de la crisis.

Es posible notar la existencia de elementos que podríamos denominar pragmáticos en todas las fases de las negociaciones. La intensidad de la crisis, en tanto que afectó a todas las economías, requirió de respuestas rápidas y que no podían ser dictadas por la teoría económica hegemónica sin hundir al mundo capitalista en un abismo aún más grande. La unión aquí fue entre pragmatismo y heterodoxia.

En cambio, la Década Perdida, tanto por su origen distinto como por el elemento ideológico mucho más rígido como se observa en la defensa del enfoque monetario de la balanza de pagos, condicionó el proceso de ajuste de las economías en desarrollo a un dogma ortodoxo. Al concentrarse la crisis solamente en América Latina el margen de maniobra de los prestamistas fue mucho más grande, como se muestra en su capacidad de influir en gobiernos e instituciones financieras multilaterales. Y estas, en cuanto se habían comprometido con una

concepción económica neoliberal, concebían un tipo de ajuste recesivo que coincidió con las peticiones de los acreedores. No hubo posibilidad alguna de moratoria, ni siquiera de diálogo horizontal entre quienes se endeudaron y quienes prestaron. El resultado de esta mezcla fue, entonces, una gestión de la crisis en la que ayuda multilateral estuvo condicionada a la realización de reformas estructurales que intensificaron las brechas de desigualdad.

Al considerar los puntos de comparación entre ambas crisis, la discusión sobre las cuotas de responsabilidad entre prestamistas y prestatarios pierde peso en la discusión. Más que determinar maniqueamente quién fue el culpable, es preciso considerar los contextos, y su transformación, en los que se desenvuelven las crisis. La cooperación entre los dos grupos o que uno se beneficie del otro está influenciado por el nivel del choque externo, las cuotas de poder y las áreas de movilidad de los distintos operadores, además de la matriz ideológica o doctrina económica predominante.

Al tomar en consideración las dinámicas del sistema financiero interno durante las dos crisis se debe comenzar evidenciando su relación con el momento de la historia económica en que se encuentran. La Gran Depresión significó el abandono de políticas liberales, propias de la Primer Globalización, al tiempo que la preparación, si bien no deliberada, de lo que sería el modelo de Industrialización Dirigida por el Estado. Así lo evidencia el refuerzo de instituciones financieras semifiscales: las Cajas Sociales. El fomento estatal de crédito dirigido a sectores productivos que se aplicó luego de la crisis es tanto más significativo cuanto que la crisis no afectó a las instituciones tradicionales, esto es, la banca comercial e hipotecaria privadas. En consecuencia, lo que se produjo fue el beneficio de unas instituciones en detrimento de otras a través de políticas monetarias dirigidas y con activa participación del Banco Central. No fue, pues, un mero reemplazo. Por último, ello toma aún más relevancia si recordamos que el gobierno liberal de Alessandri propugnó esa transformación, en la medida en que se reconoció la necesidad de aplicar políticas de fomento crediticio para la recuperación de la crisis.

En términos de la estructura institucional, los distintos regímenes que van desde la caída de Ibáñez a Alessandri, pasando por la República Socialista, dieron respuestas activas e inmediatas y con ciertos elementos de heterodoxia. De ello da cuenta la modificación legal del régimen financiero en los años más duros de la crisis a través de Decretos Leyes, lo que

también muestra la capacidad de acción que se tuvo para contener el desastre macroeconómico.

Las políticas implementadas por la Dictadura de Pinochet en el sistema financiero, con idéntico o quizá mejor posicionamiento para actuar, fueron también inmediatas, activas y aun heterodoxas, pero si en la década de los treinta se utilizaron recursos públicos para apoyar a instituciones semifiscales productivas, en la de los ochenta se invirtieron en recapitalizar un sistema financiero luego de haberlo previamente liberalizado bajo el argumento del agotamiento definitivo del modelo de crecimiento que existió hasta 1973. Sin embargo, la consecuencia última del liberalismo radical que el régimen promocionó hasta 1980, la responsabilidad individual o del agente privado, se diluyó en el mar de intervenciones a la banca comercial, hipotecaria y de financieras. La socialización de la deuda privada fue la expresión de la «heterodoxia neoliberal». Con todo, para evitar nuevas crisis, la reforma bancaria — que por cierto tardó cinco años en materializarse — subsanó los cándidos planteamientos que estaban tras la liberalización financiera de los setenta. Pero si se ganó en la supervisión prudencial de la banca, no fue así en la distribución de los costos de la Década Perdida.

A este nivel de revisión, podemos señalar que el aspecto bursátil de las dos crisis da cuenta de los niveles de centralización financiera en Chile durante las décadas de 1920 y 1930, tiempo en el que aún el Valparaíso del modelo Primario Exportador competía en condiciones más o menos similares con Santiago. La década de 1980 representó en este sentido mayor concentración de las actividades de intermediación bursátiles, en medio de la multiplicación y sofisticación de instrumentos de inversión de todo tipo. En un nivel más específico, las tendencias generales y su modificación a lo largo de los años estuvieron estrechamente vinculadas con los flujos que se transaban en los distintos mercados, lo cual también aplicó para el resto de los operadores del sistema financiero, tanto externo como interno. Es por ello — para tener una visión más detallada de las transformaciones sufridas por el sistema en ambas crisis — que el capítulo que sigue se concentra en los distintos flujos de capitales durante los períodos 1927-1938 y 1979-1987.

CAPÍTULO III

RECOPIACIÓN Y CONSTRUCCIÓN DE SERIES DE DATOS. COMPARACIÓN DE VARIABLES DEL SISTEMA FINANCIERO

1. PRESENTACIÓN

Podríamos decir que los intentos de exponer cuantitativamente los impactos financieros de la Gran Depresión y la Década Perdida han sido exitosos en materia externa. Recientemente se ha publicado por Díaz, Lüders, & Wagner (2016) un compendio de cifras oficiales de agregados macroeconómicos en el que se presenta la deuda externa desagregada para ambos períodos. Sin embargo, en lo que respecta al sistema financiero interno y pese a los datos disponibles para la crisis de 1929 (Chamorro, 1985) y 1982 (Held & Jiménez, 1999), no se posee información con condiciones mínimas de homologación. Es por ello que aquí se pretende, a través de recopilación de fuentes primarias, construir series que permitan comparar la dinámica de las tendencias financieras en ambas crisis mediante indicadores comunes.

En las páginas que siguen se revisará la relación entre la deuda pública y privada durante las dos crisis, para luego avanzar a los datos relativos a la intermediación financiera bancaria y bursátil. Al principio de cada apartado se presenta una nota metodológica. La última sección está destinada a la revisión general de los hallazgos.

2. EXPOSICIÓN DE LOS DATOS DEL SISTEMA FINANCIERO EXTERNO

Por sistema financiero externo nos referimos en particular al endeudamiento de Chile con los diferentes acreedores privados o públicos, ya sea en forma de bonos soberanos o de depósitos bancarios. Para la Gran Depresión solo disponemos del endeudamiento público, serie que extraemos de *La República en Cifras* (2016), puesto que hasta 1943 no existe registro de los compromisos contraídos en el exterior por parte de privados. Tal ausencia no debiese perturbar las tendencias generales debido a su bajo peso relativo. Si consideramos que durante los cinco primeros años consignados (1943-1947) solo significan 11% del total, sería razonable

pensar que en las décadas de 1920 y 1930 su cuantía fue bastante inferior. En otras palabras, los datos disponibles parecen ser representativos del conjunto³³.

El trabajo sobre el cual la obra anterior compila su serie es el de De la Cuadra (1983). El autor presenta sus datos en dólares de cada año a partir de la conversión de los antecedentes presentados por la Dirección General de Estadísticas (Anuarios Estadísticos) para los años 1927 a 1933, mientras que para completar la serie se remite, además de la fuente anterior, a los Boletines Mensuales del Banco Central.

A diferencia de la crisis de 1929, para el caso de la Década Perdida fue posible obtener los datos de la deuda privada como de la pública. Si bien las cifras agregadas y llevadas a pesos constantes aparecen en *La República en Cifras* (2016), resulta más conveniente revisar el documento del Banco Central, *Indicadores Económicos y Sociales de Chile 1960-2000* (Banco Central, 2001), que es el punto de partida de la primera obra. Dentro de las cinco series de deuda externa que compila el Banco Central, la que resulta de mayor utilidad es aquella que la muestra a fines de cada período como plazo residual³⁴, puesto que desagrega la deuda externa en la de mediano y largo plazo con la de corto plazo, diferenciando en cada una de ellas la del sector público de la del privado. Además, muestra la deuda del Banco Central con el Fondo Monetario Internacional, de especial importancia, como vimos, para cuantificar el impacto que significó la socialización de la deuda.

2.1. Evolución del endeudamiento público durante 1927-1939 y del endeudamiento público y privado en 1979-1987

Si bien en el capítulo previo se presentaron algunas cifras sobre el endeudamiento externo, directo e indirecto para la crisis de 1929, en forma de bonos soberanos y de empresas o instituciones estatales, las cifras que se muestran aquí resultan ser más cercanas a la totalidad

³³ Esto es tanto más cierto cuanto que solo en la década de los sesenta, con la apertura del mercado de los eurodólares, el endeudamiento privado pudo superar al público. En efecto, si durante los años cincuenta lo privado alcanza al 43% de la deuda pública, durante la de los cuarenta solo llega al 15%.

³⁴ Por plazo residual se “considera como deuda externa de corto plazo a las operaciones contratadas originalmente hasta 365 días, además de los vencimientos hasta doce meses de los créditos de mediano y largo plazo” (Banco Central, 2001, pág. 10).

de la deuda externa durante ambas crisis en una misma unidad de medida. Así, los datos se expondrán en millones de dólares corrientes, que es como se consignan en De la Cuadra (1983) y Banco Central (2001). Para la Década Perdida se presentan datos más desagregados: deuda pública y deuda privada, además del Banco Central.

Para comparar la evolución de las dos crisis, ejercicio que sería vano si lo medimos en dólares de cada año, se utilizará la metodología de comparación en relación al PIB y en relación a las exportaciones, de modo que nos permita conocer el peso relativo de la deuda externa mirando el conjunto de la economía y la principal vía de entrada de divisas. En cuanto a la explicación de las curvas, además de describir la tendencia, se recurrirá a información citada en los dos capítulos previos, sin que ello signifique una mera repetición de antecedentes.

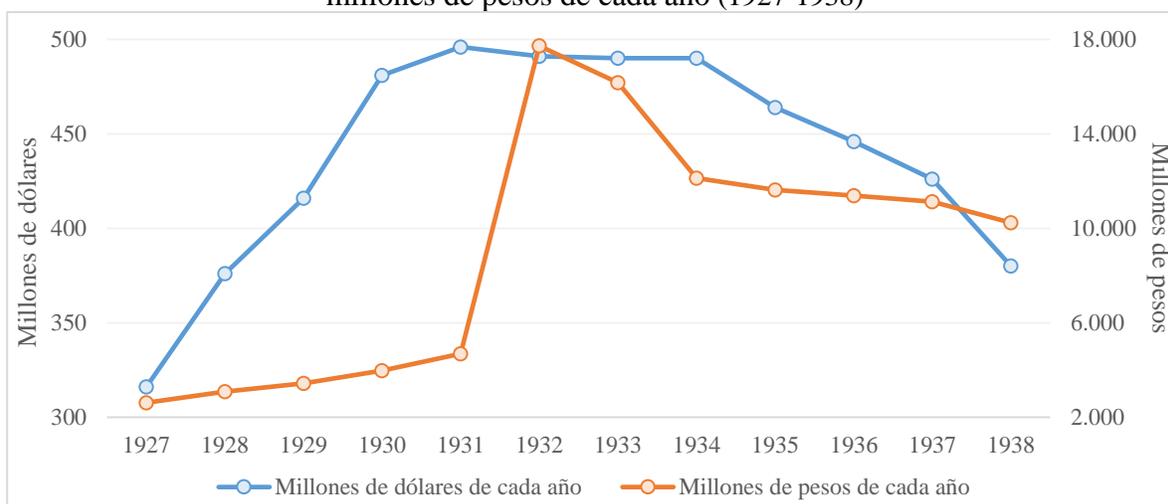
Comencemos con la Gran Depresión. Si hasta antes de la crisis de 1929, y como se ha dicho, el régimen de Carlos Ibáñez del Campo implementó una política de elevado endeudamiento externo —como forma de financiar el gasto público—, el Gráfico III.1. lo evidencia de forma diáfana. En efecto, entre la llegada al poder y su destitución, es decir en cinco años (1927-1931), el endeudamiento público de mediano y largo plazo aumentó desde 316 a 496 millones de dólares (57%). Ahora bien, el choque externo, la caída de las principales economías del mundo, entre ellas quienes compraban los bonos soberanos, sumado al ambiente de proteccionismo generalizado y el establecimiento de la moratoria unilateral, entre otros factores, impidieron el aumento neto de nuevos fondos al país hasta finales de la década de los treinta³⁵. En este sentido, resulta interesante constatar el impacto inmediato de la devaluación. Si consideramos la deuda medida en pesos chilenos: en un año en el que los flujos

³⁵ Este hecho, cabe consignar, habría impedido una recuperación de la crisis de balanza de pagos a través de la cuenta de capitales, puesto que con la eliminación del patrón oro desde 1932 deja de ser cambiaria. En consecuencia, la única posibilidad para entrada de divisas frescas habría sido la cuenta corriente y, en particular, vía exportaciones. La inexistencia de órganos financieros multilaterales, como el FMI o el Banco Mundial, o de un orden económico global que reemplazara el equilibrio del patrón oro, redundó en que la recuperación dependiese solo de las políticas económicas internas y de las condiciones comerciales (y no financieras) internacionales. Haría falta otra guerra mundial para instaurar un orden monetario global a través de los acuerdos de Bretton Woods.

externos ya se habían paralizado, la deuda medida en moneda nacional se cuadruplica, pasando de cerca de 4.500 millones de pesos a 17.750 millones.

GRÁFICO III.1

Deuda externa pública en Chile medida en millones de dólares corrientes y millones de pesos de cada año (1927-1938)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Díaz, Lüders, & Wagner (2016). Los datos refieren a la deuda externa a mediano y largo plazo.

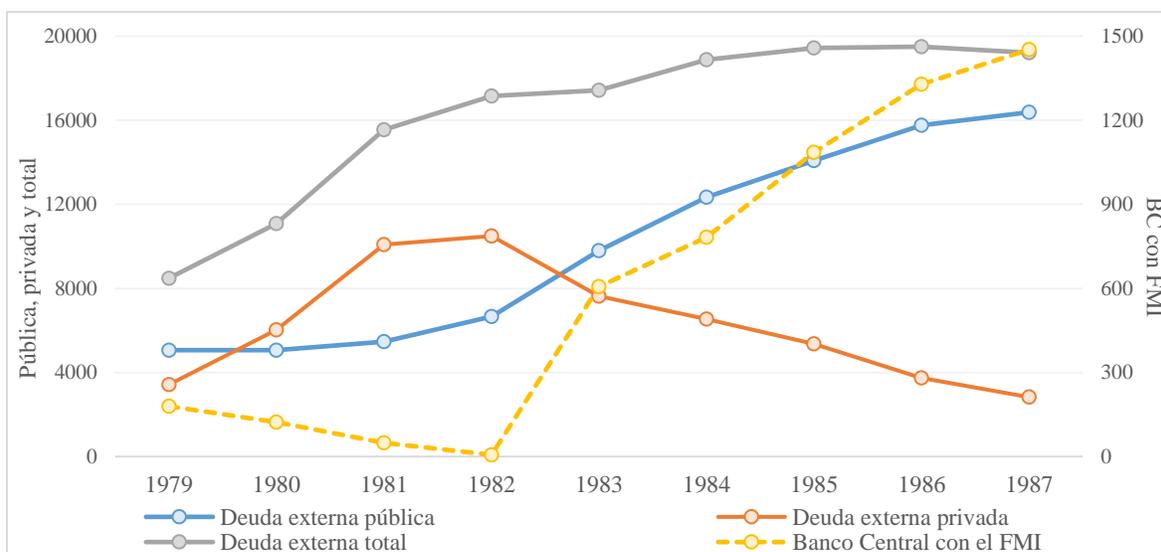
Si consideramos la evolución total de la deuda medida en dólares, el año 1931 también inaugura una segunda fase del endeudamiento, que es posible subdividirla en dos. Una que va hasta a 1934, que es el período más agudo de la crisis, en el cual el *default* llevó al estancamiento de la deuda en torno a unos 490 millones de dólares. Y un segundo subperíodo, entre 1934 y 1938, que estuvo marcado por la caída neta del endeudamiento, fenómeno acorde con la recuperación de las principales variables macroeconómicas. La segunda administración de Arturo Alessandri y su gabinete protagonizado por Gustavo Ross como Ministro de Hacienda propició el desarrollo de acuerdos bilaterales de compensación, lo que se tradujo en el pago de 110 millones de dólares a los acreedores en cinco años, esto es, se canceló el 22% del total a través de la Caja Autónoma de Amortización de la Deuda Pública. En otros términos, ello significó llegar a los niveles de endeudamiento que existían en el año 1928, lo cual es una gran transferencia de recursos si consideramos que el tipo de cambio entre 1934 y 1938 en libras y dólares, producto de las reiteradas devaluaciones luego del

abandono del *gold standard*, se triplicó con respecto al de 1927-1931. Sin embargo, si observamos la deuda en pesos, pese al importante esfuerzo del régimen, esta no bajó de los 10.000 millones, muy lejos de los 3.000 millones acumulados hasta 1928.

En el marco de la Década Perdida, la evolución de la deuda externa que estuvo tras los últimos años del denominado «milagro chileno» (1977-1981), las crisis financiera y cambiaria, así como la posterior recuperación de la economía, se muestra en el Gráfico III.2. Allí se puede apreciar que el resultado de las políticas de liberalización comercial implementadas por el régimen, sumado a la avalancha de crédito externo fácil (petrodólares), repercutió en que en tres años casi se duplicara la deuda externa total. Esta ascendió de los 8.484 millones de dólares, en 1979, a 15.542, en 1982. Dicha tendencia se explica en un 94% por el aumento de la deuda privada, ya que la variación de la deuda pública por esos años fue de apenas 400 millones. Por el mismo período, el desarrollo de la deuda del Banco Central con el FMI se redujo a su mínima expresión, pasando de los 179 a tan solo 6 millones en 1982.

GRÁFICO III.2

Deuda externa en Chile en millones de dólares (1979-1987)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Banco Central (2001). La información hace referencia a la deuda externa a plazo residual. La deuda externa total es la suma de la pública y privada; la del Banco Central con el FMI no forma parte del total.

En 1982 ocurren eventos decisivos en materia de la deuda externa. El efecto de la duplicación de tasa de interés por parte de la Reserva Federal norteamericana tres años antes (el *Volcker shock*³⁶), y que no se detuvo hasta 1982, impulsó la salida de capitales que hasta entonces la banca internacional había colocado en las instituciones financieras nacionales — con una confianza ciega—, tal como se aprecia en la curva de la deuda externa privada. Pero ella también se explica por los rescates a la banca durante el resto de la década, a través de la compra de la cartera vencida, que implicaron un enorme traspaso de los pasivos privados al patrimonio público (socialización). Por esos dos elementos se puede entender la reducción neta de la deuda privada, de cerca de 10.500 millones de dólares a 2.800 y el aumento de la pública, que fue en casi 10.000 millones. En cuanto al leve crecimiento de la deuda externa total, impulsada por la pública, entre 1984 y 1987, esta se puede adjudicar a los planes de rescate de los órganos internacionales multilaterales, como los vinculados a la CORFO, así como algunos otros de la banca privada extranjera³⁷. Ese tipo de operaciones también se expresó de manera providencial por el impresionante aumento de los compromisos del Banco Central con el Fondo Monetario Internacional, que aumentó de 6 a 1.452 millones de dólares. Hasta aquí podemos señalar que un elemento importante para la comparación del sistema financiero externo en ambas crisis es la dinámica del endeudamiento antes y después del *shock*. Si bien ambas coinciden con un acelerado crecimiento de la deuda en los primeros años de la cronología, en el caso de la Década Perdida este se detiene bruscamente el año de la crisis internacional (1982), en tanto que la Gran Depresión logra perpetuar el alza de la deuda al menos dos años más (1930-1931). Así, mientras la crisis de 1929 experimentó un período de *default* post crisis, y luego un acelerado servicio de la deuda durante cuatro años, la de 1982 sufrió un traspaso de endeudamiento en pleno *shock* externo y que terminó por redundar en un leve incremento de la deuda por el resto de la década.

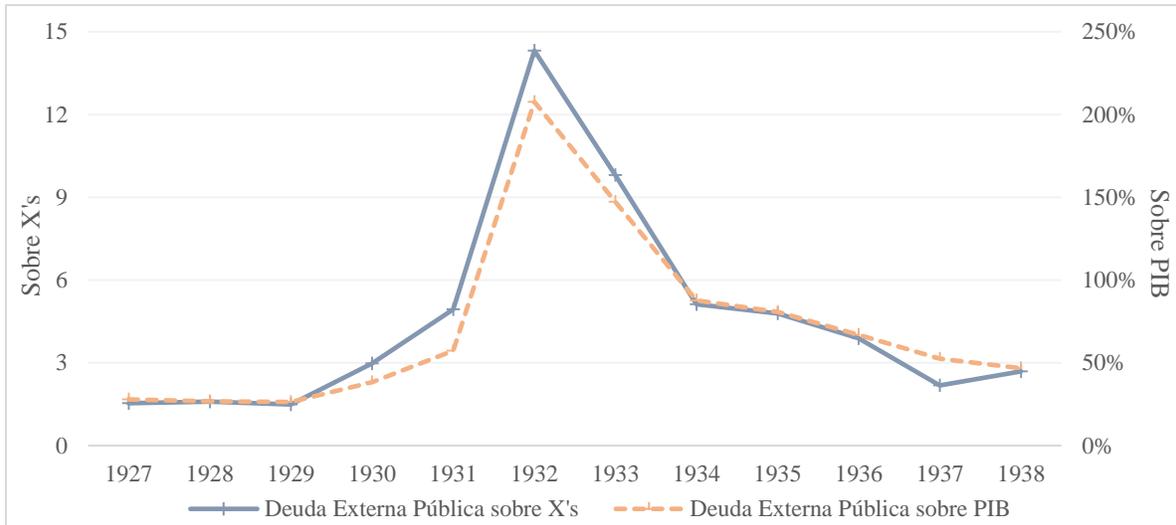
³⁶ Véase nota 23.

³⁷ El tipo de operaciones de rescate a la banca es aún más sorprendente si consideramos que la cantidad de endeudamiento del sector privado con garantía pública —aquellos préstamos susceptibles de ser financiados por el Estado en caso de problemas del privado— eran una parte marginal de la deuda privada total. En efecto, hasta 1982 estos créditos ascendían solamente a 62 millones de dólares, esto es, un 0,06% del total de la deuda privada.

Para una complementación de la visión anterior disponemos de series que muestran el peso de la deuda en relación al PIB y a las exportaciones (Gráfico III.3 y Gráfico III.4). El endeudamiento total en relación al Producto indica que de un inicio relativamente similar en ambas crisis —28% para la crisis de 1929 y 18% para la de 1982—, la Gran Depresión alcanzó una deuda de unas 2 veces su PIB en 1932, que se explica en lo fundamental por la depresión de la actividad de ese año, así como por la brusca devaluación del peso. La Dictadura de Pinochet, por su parte, conoció una deuda del 17% con relación al PIB en 1982, pero solo para elevarse constantemente hasta 1986, año en que llega al 75%. Ese aumento post crisis es responsabilidad de las devaluaciones y del leve mayor endeudamiento que se observa. No corresponde, por cierto, a la caída del PIB, puesto que la actividad crece 6% con respecto al año anterior (1982), posicionándose a solo 4% de 1981. En el período de la recuperación, la crisis de 1929 está marcada por un descenso del peso de la deuda sobre el Producto durante los años de la moratoria (1931-1934) al 88% del PIB, en tanto que la reducción posterior cierra la cronología en 50%. Este descenso resulta menos impresionante que la curva del servicio de la deuda del Gráfico III.1, fundamentalmente porque en momento alguno de la década de 1930 se llegó a los niveles del PIB previos a la crisis. Por su parte, en la recuperación de la crisis de 1982, si bien en 1987 se recuperó el nivel de actividad de inicios de la década de 1980, no se pudo reducir el peso de la deuda más allá de 67% del PIB.

GRÁFICO III.3

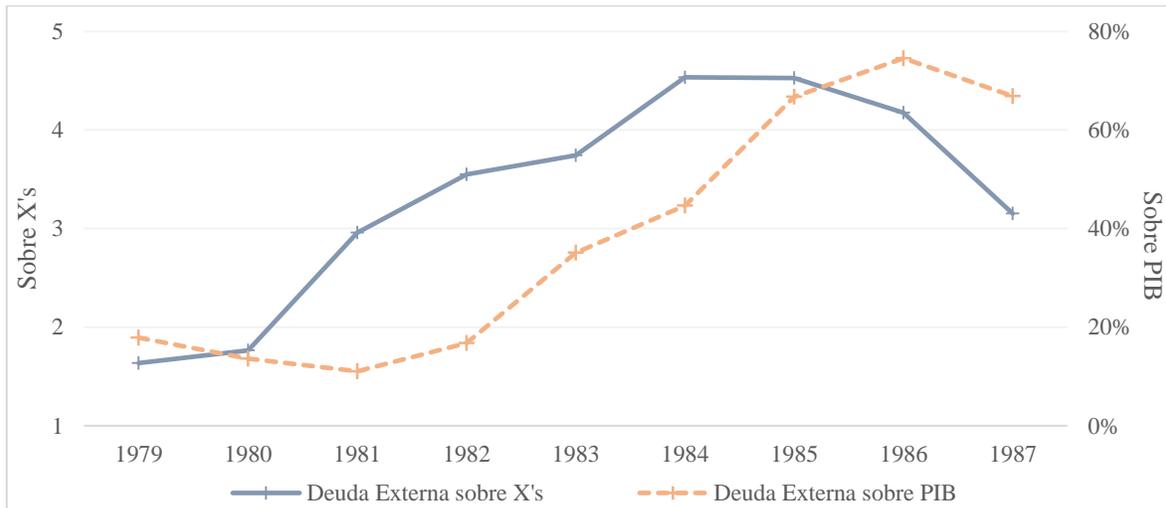
Deuda externa pública en relación a exportaciones y PIB (1927-1938)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Díaz, Lüders, & Wagner (2016). La deuda externa sobre las exportaciones está calculada en base a dólares, mientras que sobre el PIB en pesos constantes de 1996.

GRÁFICO III.4

Deuda externa en relación a exportaciones y PIB (1979-1987)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Díaz, Lüders, & Wagner (2016). La deuda externa sobre las exportaciones está calculada en base a dólares, mientras que sobre el PIB en pesos constantes de 1996.

La evolución del endeudamiento en relación a las exportaciones nos aporta otros elementos para la discusión, según se muestra en los mencionados gráficos. Si hasta antes de la caída de los mercados internacionales a fines de la década de 1920, la deuda externa chilena representaba 1,5 veces las exportaciones, el derrumbe de la demanda mundial la impulsó a unas 14 veces. Esto fue algo más controlado en el régimen cívico-militar, que pasó de unas 2 veces las exportaciones a 3,5 en 1982, pero a diferencia de la Gran Depresión no bajó sostenidamente hasta fines del período a niveles parecidos a la pre crisis, sino que llegó a su punto máximo en 1984 (4,5 veces), para solo caer a unas 3 veces en 1987. Como sabemos que en la crisis de 1929 la deuda no aumentó, la reducción de su peso en las exportaciones corresponde a una recuperación de estas últimas y al pago constante por parte de Alessandri. Y en la crisis de 1982, que no conoció reducción neta de deuda externa, se concluye que, a pesar de una recuperación de las exportaciones a niveles previos a la crisis³⁸, estas no fueron suficientes como para reducir el endeudamiento³⁹.

3. CONSTRUCCIÓN DE LA DATA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNO⁴⁰

El sistema financiero interno, como se ha dicho, está compuesto por la banca (comercial, hipotecaria, de fomento), las instituciones financieras no bancarias y el mercado bursátil. También hemos dicho que los estudios que muestran las variables financieras internas más importantes para ambas crisis no permiten una comparación, ya que no son homologables. Es por este vacío historiográfico que hemos acudido a distintos tipos de fuentes para construir series que reúnan condiciones mínimas de comparación, pero que también entreguen elementos particulares para cada una de las crisis.

³⁸ Medidos en millones de dólares de 1996 las exportaciones en 1980 ascienden a 6.690, luego caen a 4.496 en 1984, en tanto que en 1987 alcanzan los 6.585.

³⁹ Los niveles de deuda anteriores a la crisis de 1982 solo se lograron igualar a mediados de la década de 1990 (Datos Macro, 207).

⁴⁰ Especial agradecimiento a Alfredo Fuentes Gimeno, economista y Jefe de Unidad del Grupo Sector Privado no Financiero del Banco Central. Sin sus consejos, explicaciones y paciencia en las distintas reuniones que mantuvimos no se podría haber completado este trabajo. Desde luego, cualquier error es de exclusiva responsabilidad del autor.

Para el sistema financiero bancario, así como para las instituciones financieras no bancarias —todas ellas presentadas en el capítulo anterior—, se decidió considerar, además de la tasa de interés, las variables más importantes para cada parte del balance bancario: desde la parte del activo, las colocaciones, de la del pasivo, los depósitos⁴¹. Además, se incluyen el capital y reservas. Las colocaciones son en un sentido amplio los préstamos otorgados a un individuo o corporación, que implica un ingreso periódico al banco. En cuanto a los depósitos, estos son cuentas bancarias en las que el titular, individuo o corporación, entrega un monto al banco para resguardarlo y/o ganar intereses. El capital es el patrimonio del banco, que se incrementa al elevarse la cantidad de acciones de la institución o con una inyección de fondos desde las utilidades; funciona como un resguardo contra una reducción imprevista de activos, evitando la insolvencia. Por último, la reserva es una cantidad mínima definida por la autoridad —al igual que el capital—, además de otras que se denominan excedentes, que el banco particular debe depositar en el Banco Central. Una parte de estas reservas requeridas es el encaje, es decir, una porción de los depósitos que el banco debe mantener en relación a sus colocaciones⁴².

Los documentos en que se encuentra esa información para la Gran Depresión son los Anuarios Estadísticos de la República de Chile, entre 1927 y 1939, publicados por la Oficina Central de Estadística y que hoy se encuentra en el archivo del Instituto Nacional de Estadísticas. Cada anuario de 1.200 páginas está compuesto por doce volúmenes, en el que el quinto, titulado «*Finanzas, Bancos y Cajas Sociales*» entrega la información que se requiere para diciembre de cada año —con excepción del año 1927, en el que el volumen se titula «*Comercio Interior*». En particular, ésta la encontramos en los apartados referidos a «Bancos Comerciales y Caja Nacional de Ahorros», «Instituciones de Fomento Económico» y «Crédito hipotecario». Desde el año 1935 se entrega información de los cuatro años previos, lo que permitió llenar ciertos vacíos o corregir erratas de los volúmenes entre 1930-1934. La

⁴¹ Un banco adquiere fondos al emitir (vender) pasivos, como depósitos, que son las fuentes de fondos que utiliza el banco. Asimismo, los fondos obtenidos a partir de la emisión de pasivos sirven para comprar activos que obtienen utilidades. Los activos, por su parte, refieren al uso de fondos, en tanto que los pagos de interés ganados sobre ellos son los que permiten al banco obtener utilidades (Mishkin, 2014). Las operaciones bancarias son claves para la creación de dinero, en conjunto con el Banco Central (Pastor, 2011).

⁴² No utilizamos el encaje como variable puesto que su definición es muy diferente a lo largo del tiempo, por lo que una comparación de encajes entre las dos crisis sería vana.

información del período 1927-1929 es particularmente escasa, los volúmenes entregan información parcelada y que no puede homologarse, lo cual afectó a varias series importantes para estos años. Se intentó subsanar el vacío con una retroprolación simple: se calculó la tasa de crecimiento acumulado para los años que tenemos información (1930-1938) y en relación a ella se dedujeron los años 1927-1929. Los resultados son satisfactorios en la medida que la evolución de las cifras retroproladas tienen concordancia con el desarrollo general de otras variables macroeconómicas.

En cuando a la Década Perdida, se utilizaron los tomos de Información Financiera de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Se extrajo la información de los volúmenes que comprenden el último trimestre de cada año entre 1979 y 1987, estableciendo diciembre de cada año como regla contable, pues así se mantenía la misma regla que en la crisis anterior. En los volúmenes encontramos apartados referidos a las circulares de cada año, balances del sistema en su conjunto y otros desagregados —de acuerdo a lo que exige la ley—, cuadros estadísticos, distribución de colocaciones y depósitos, tasas de interés, notas de auditores externos, entre varios otros ítems. Para la construcción de las series se utilizaron preferentemente los balances agregados y también para algunos años (1979-1981) los que detallaban los movimientos de cada institución. Es interesante consignar que la Información Financiera tuvo un punto de inflexión en la presentación de los balances bancarios luego de la crisis. Así, desde 1982 la información se presenta con mayor grado de detalles, además de exposición de datos retrospectivos que muestran distintas aristas de la crisis⁴³.

Para lo relativo al mercado bursátil se deja un último apartado que pretende mostrar los instrumentos y montos que intermediaron las bolsas de valores durante los dos períodos, además de su relación con el PIB. Para la información de los últimos años de la década de 1920 y los años treinta se recurrió a las mismas fuentes que los operadores bancarios: los Anuarios Estadísticos. Ante la ausencia de algunos datos se realizaron retroprolaciones, según la metodología ya expresada, e interpolaciones para algunos años de los que carecemos de información. Ello ocurre solamente en un año durante la Década Perdida (1979), para el resto

⁴³ Entre 1983 y 1987 el sistema bancario se divide en banca nacional, banco del Estado, bancos extranjeros y sociedades financieras. Debido a que los años de 1979 a 1982 se mostraba un orden distinto, se procedió a recopilar la información institución por institución para re-categorizarla.

de los años tenemos la información disponible en los Compendios Estadísticos, elaborados por el Instituto Nacional de Estadísticas. Adicionalmente se recurrió a las series de Couyoumdjian, Millar, & Tocornal (1992).

Por último, en cuanto a las cifras que se señalan a lo largo de este apartado, se decidió expresar todo en moneda nacional nominal. Los ítems en monedas extranjeras, en las mismas fuentes, fueron convertidos al tipo de tipo de cambio oficial, para la Gran Depresión, y al tipo de cambio contable de la SBIF en la Década Perdida⁴⁴.

3.1. Evolución de las variables de intermediación financiera interna durante 1927-1939 y 1979-1987

Las cifras del sistema financiero interno de este apartado tienen el objetivo de complementar la revisión de los operadores del Capítulo II. Las variables de colocaciones y depósitos se presentarán de manera individual y en valores nominales para cada crisis. Su lectura, entonces, se hará en diálogo con los fenómenos macroeconómicos generales, en particular la tasa de interés, y otros político-sociales. La comparación de las variables de intermediación financiera interna se hará al final del apartado utilizando para ello los indicadores más importantes midiéndolos en relación al PIB. Ese ejercicio permite eliminar la perturbación de las curvas que generan los brotes inflacionarios en ambos marcos temporales. También habrá otros indicadores, como el capital y reservas que se medirán en relación a las colocaciones. No se pretende una comparación inmediata de ambas crisis para no caer en anacronismos; es de especial importancia consignar el contexto en el cual el mercado de créditos se enmarcó.

El régimen bancario reformado en 1925 según los principios kemmerenianos (patrón oro y Banco Central) estaba compuesto por tres tipos de operadores o instituciones, tal como se

⁴⁴ Esta metodología es la utilizada por el Banco Central para su contabilidad en los volúmenes de Síntesis Monetaria y Financiera, así como la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras en estudios que recapitulaban el devenir del sistema bancario durante la Crisis de la Deuda. Sobre el peso de la inflación sobre las variables financieras, este se obvia cuando observamos dichos indicadores como porcentaje del PIB. Se prefirió no trabajar con cifras reales porque se pierde el nivel de análisis que captura el cambio relativo de las variables en relación al conjunto de la economía.

mostró en el capítulo anterior. Estos eran una banca comercial nacional y extranjera que representaba el grueso de las instituciones, seguida por las distintas Cajas Sociales y una banca hipotecaria con solo dos instituciones. Todos los grupos coincidían en la característica de ser muy sólidos durante la Gran Depresión, de modo que las reducidas disoluciones del período fueron cuestiones específicas ligadas a un giro bancario riesgoso y vinculado a las actividades más afectadas por la crisis. La legislación bancaria sirvió de soporte para la estabilidad en tanto permitió superar al grueso de las instituciones los años más críticos a través de mayores niveles de flexibilidad. Cabe destacar el fomento estatal a las Cajas Sociales, que focalizaban el crédito a ciertas actividades productivas, lo que era posible gracias al trato preferencial que recibían las Cajas en sus operaciones con el Banco Central. También ello se evidencia con la permanencia de estas instituciones a lo largo de la década y su aumento neto en dos operadores nuevos.

Dicho lo anterior, se revisará ahora las principales variables de intermediación. En lo que refiere a las colocaciones durante la Gran Depresión, a pesar de que estas no se presentan con la misma desagregación que en el capítulo previo, se logran distinguir los principales grupos de instituciones: la Banca —que integra la hipotecaria y comercial nacional y extranjera— y las Cajas Sociales, a la que las fuentes añaden el Banco Central. En el Gráfico III.5 se consignan en particular las colocaciones al público, es decir, a individuos o empresas privadas⁴⁵.

La evolución general de las colocaciones permite visualizar una caída importante en los años 1931-1932 del 20% o unos 400 millones de pesos; evento depresivo que tardó dos años en recuperarse⁴⁶. El drástico descenso de las colocaciones fue acorde con la evolución de la tasa de interés efectiva, que en 1930 llegaba a 15,32%, pero que a 1932 cae en 20,93% con respecto a 1931, esto es, al -11,43%. Es decir, el costo del crédito resultó negativo en el peor año de la crisis. Ello responde más al brote inflacionario de ese año que a la modificación de la tasa nominal, que de hecho subió 0,15 puntos en 1932 respecto a 1930, llegando al 9,51%.

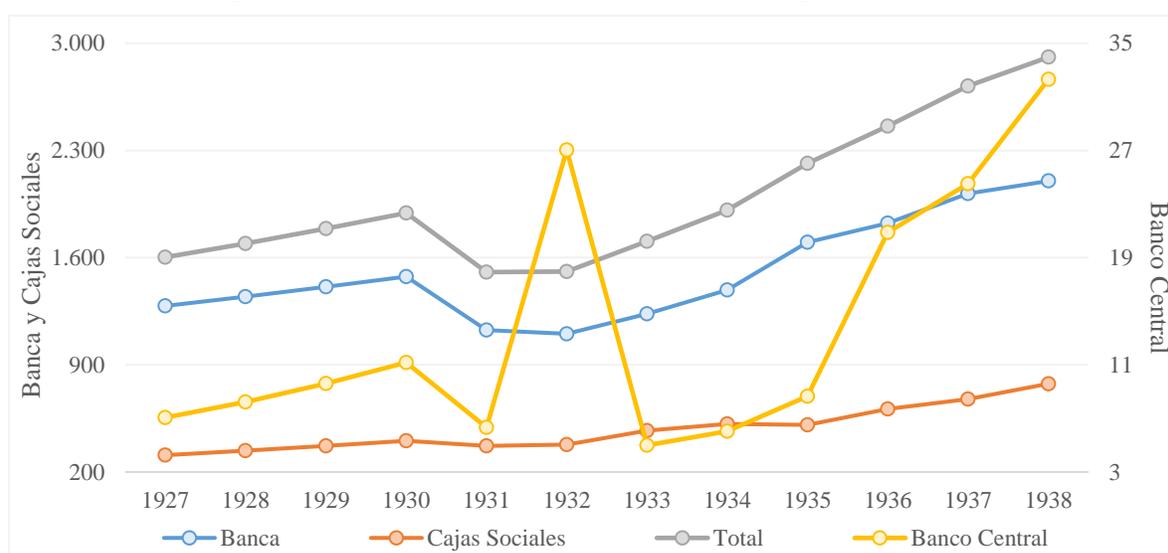
⁴⁵ Se excluyen, por tanto, los préstamos al Fisco y Municipalidades, así como a instituciones semifiscales y otras hipotecarias. Los préstamos al público corresponden al grueso de la distribución de colocaciones (en promedio el 95% del total, según Anexo Vbis).

⁴⁶ No consideramos el período previo a 1930 porque son solo repropolaciones. Sería razonable pensar, en vista del PIB, que quizá el año 1929 haya sido uno de mayores niveles de colocaciones que el de 1930. Ello también sucede con los depósitos, cuyo mayor año es 1928. Sin embargo, en ausencia de datos fiables, ello es solamente una hipótesis.

Un hecho que explica de mejor manera que la tasa de interés la reducción de las colocaciones durante el bienio crítico 1931-1932, además de la caída general de la actividad, es ciertamente la mantención del patrón oro, régimen que redundó en la estrechez crediticia de las instituciones ante la caída de reservas de oro, así como su regla de ajuste automático por vía cuenta de capitales (a través de un aumento de la tasa de interés). En contrapartida, se puede ver que desde la salida del patrón oro y hasta el final de la cronología (1933-1938) ocurre un aumento sostenido de las colocaciones a una tasa de 11,2% anual. Para este período, la tasa de interés real es más bien fluctuante, aunque manteniéndose en niveles bajos, de modo que promedia 2,39% entre 1933-1938. En esta segunda fase sí es posible que la variable del interés explique el aumento de las colocaciones en el marco de mejores perspectivas de crecimiento.

GRÁFICO III.5

Colocaciones al público del sistema bancario en millones de pesos corrientes (1927-1938)



Fuente: Elaboración propia sobre anuarios Estadísticos, varios volúmenes. La información es para el mes de diciembre de cada año. Para los años 1927-1929, y en ausencia de datos oficiales, se aplicó una retropolación de los datos de las series de la Banca y las Cajas Sociales.

Si observamos la desagregación de las colocaciones aparecen algunos elementos interesantes. En principio, que la banca comercial e hipotecaria explican en una parte importante el total de las colocaciones, sobre todo hasta 1935. Desde entonces ocurre una divergencia

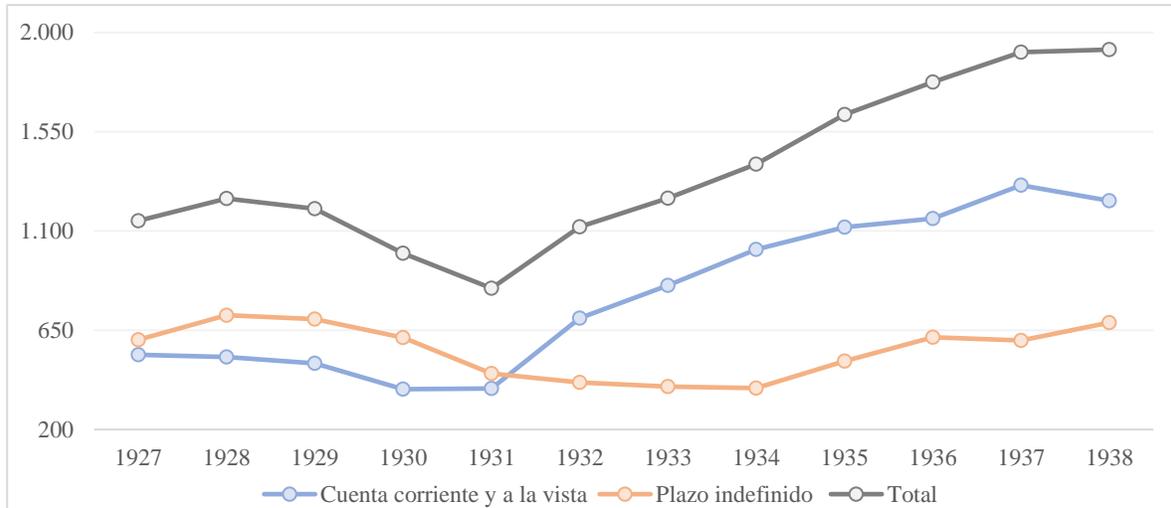
que responde al aumento de colocaciones de las Cajas Sociales. Estas últimas, a pesar de tener un bajo crecimiento a lo largo de la década, sufrieron menos el impacto de la crisis (por haber sido utilizada probablemente como herramienta contracíclica). Así, si en 1930 controlaban el 21% del total de colocaciones con 400 millones de pesos, en 1932 caerán apenas en 20 millones, lo que significó el 25% del total de ese año. Con todo, en 1938 las Cajas Sociales llegarán a un no despreciable 27% (siendo el 25% del total de operadores), que se traduce en 776 millones. En efecto, en este último año, la desaceleración de la banca es compensada por las Cajas Sociales logrando un aumento neto del total de las colocaciones. Por último, las colocaciones del Banco Central. A pesar de su reducidísima participación en el total, resulta interesante señalar que es la única entidad que expande sus colocaciones en el año más crítico de la crisis al nivel del Producto. Ello se vincula con los desórdenes y experimentos políticos, en particular, el de la República Socialista que estatizó el ente emisor y lo obligó a efectuar redescuentos a instituciones semifiscales. Por su parte, la llegada de Alessandri al poder significó un retorno a niveles normales de colocaciones del Banco Central, pero que sin embargo de 1936 a 1938 dicha institución presentó un crecimiento aún más notable que en 1932. Es curioso este último fenómeno, pues no resulta de una imposición del Ejecutivo al Banco, sino que seguramente fue una medida acordada entre Subercaseaux, presidente del Central, y el Ministro Ross, personajes que mantuvieron una estrecha relación en la década de los treinta.

Vistas las colocaciones corresponde ahora revisar el principal elemento del pasivo: los depósitos o captaciones. Es necesario señalar, en principio, que la dinámica del ahorro es más difícil de explicar que la de las colocaciones, puesto que, si estas son la expresión directa de la demanda de créditos, las captaciones responden a expectativas más imprevisibles de los agentes económicos⁴⁷. Bajo esas limitantes, el Gráfico III.6 indica el movimiento de los depósitos durante la crisis de 1929.

⁴⁷ Un agente puede, en presencia de un desajuste macroeconómico o desaceleración, retirar sus fondos en vistas de empeoramiento futuro o bien, en esas mismas condiciones, puede dejar de consumir y mantener una mayor parte de la renta en forma de depósitos. Con todo, resulta difícil determinar con indicadores generales a qué responden en específico los movimientos de ahorro durante una coyuntura crítica.

GRÁFICO III.6

Tipos de depósitos del público e instituciones fiscales y semifiscales en millones de pesos corrientes (1927-1939)⁴⁸



Fuente: Anuarios Estadísticos, varios volúmenes. Datos para 31 diciembre de cada año, excepto de 1927, que presenta la información del 5 de noviembre.

La tendencia general de la curva de los depósitos totales tiene diferencias importantes con las colocaciones, si bien ambas muestran una caída a inicios de la década de 1930. En ella podemos evidenciar con claridad una tendencia de crecimiento de los depósitos acorde al del Producto hasta 1928, alcanzando los 1.247 millones de pesos, para luego comenzar un leve declive antes de las primeras manifestaciones de la crisis —de hecho, el PIB crece el año 1929. De cualquier forma, es interesante observar que, a diferencia de las colocaciones, en 1931 los depósitos caen solo un 16%, a 841 millones, respecto a 1930⁴⁹. Y, es más, mientras las colocaciones se estancan en 1932, los depósitos ya se habrían recuperado ese año alcanzando los 1.120 millones, en tanto que al siguiente ya habrían superado cualquier nivel previo a la crisis, dando inicio a un período de crecimiento sostenido entre 1932 y 1938 a una tasa

⁴⁸ A diferencia de las colocaciones, aquí no solo se trata de los depósitos del público, sino también del Fisco, Municipalidades, e instituciones semifiscales e hipotecarias. Sin embargo, para el período 1930-1938 —años para los cuales existen datos— los depósitos del público son un 82% del total, con un tope máximo en 1931 de un 96% y un mínimo de 69% en 1937. Para más detalles véase Anexo VIbis. Se prefirió la serie total a la del público fundamentalmente porque ella entrega datos para todo el período 1927-1938.

⁴⁹ Por su parte, las colocaciones al público caen en 19%, según se indica en el Anexo VIbis.

de 9,4% anual⁵⁰. En ese último año se alcanzan más de 1.900 millones de pesos en depósitos, 70% de los cuales corresponden a depósitos del público.

En cuanto a la dinámica interna de los depósitos, estos muestran dos tendencias claras en las que el *shock* externo funciona como punto de inflexión. Hasta antes de la crisis, predominaban en el sistema financiero los depósitos a largo plazo, aunque lo seguían muy de cerca los de cuenta corriente y a la vista, estableciéndose una diferencia del 25% en promedio entre 1927 a 1931. Sin embargo, después de la crisis estas tendencias se revierten: los depósitos de cuenta corriente y a la vista toman la delantera, duplicando en promedio a los depósitos a plazo indefinido entre los años 1932 y 1938. Ello podría indicar una menor confianza de los depositantes por este instrumento de ahorro, una menor rentabilidad del depósito en relación a otro tipo de inversión o bien la presencia de menores tasas efectivas de interés —que solo afectan a los depósitos a plazo—, las cuales en promedio son menores después que antes de la crisis (8,6% de 1927 a 1931 contra 0,42% entre 1932-1938).

El período que precedió a la Década Perdida, según se mostró, estuvo caracterizado por el avance del liberalismo de los *Chicago boys*, el que se manifestó en la reforma al sistema financiero desde la segunda mitad de la década de los setenta. Ello bajo el argumento de que era necesario acabar con la «represión financiera» del período de la IDE y su intensificación durante el gobierno de la Unidad Popular. Reprivatización, establecimiento de la multibanca comercial, uniformización de la banca, reducción del encaje, liberación de las tasas de interés y acceso al crédito externo fueron las principales medidas tomadas, las que fueron coronadas por el enfoque monetario de la balanza de pagos. Ellas, prometiéndole aumentar los niveles de ahorro e inversión, terminaron por establecer las condiciones necesarias para la explosión de una crisis bancaria, que se unió a la cambiaria. Ante la serie de quiebras e insolvencia, se requirió de intervenciones gubernamentales y socialización de la deuda para evitar el colapso completo. La liberalización de los setentas tuvo que dar paso atrás, en beneficio de nuevas regulaciones y la supervisión prudencial de la banca a fines de la década de 1980. En cuanto

⁵⁰ La tasa de crecimiento acumulado para los depósitos del público durante ese mismo período es de 12,3%. A modo de comparación, para los años 1932-1938, período que las colocaciones al público crecen 12%, los depósitos al público lo hacen al 9,4%. Véase Anexo VIbis.

a los operadores que intermediaron los fondos durante esta Década Perdida, se pueden resumir en dos grupos principales: la banca, nacional⁵¹ y extranjera, y las sociedades financieras. Tanto la banca nacional como las sociedades financieras se habrían caracterizado por sufrir una reducción neta de operadores, en atención a los efectos de la crisis, mientras que sólo la comercial extranjera conoció el ingreso de nuevos competidores. Revisemos ahora las variables de intermediación que refieren a esos dos grupos durante el período 1979-1987.

Según indica el Gráfico III.7, la evolución general de las colocaciones muestra un crecimiento constante, solo interrumpido por el año 1983, el que permitió la septuplicación de los préstamos entre 1979 y 1987, de 290 mil millones de pesos a 2.172. La reducción de 1983 fue una desaceleración antes que una caída neta —como sí lo fueron los años 1931 y 1932 en la Gran Depresión— y dio paso a un crecimiento más mesurado del indicador. Si hasta 1982 las colocaciones crecieron a una tasa del 48,4% anual, entre 1984 y 1987 fue de un 13,2%⁵². Esa primera fase 1979-1982, que coincidió con la máxima liberalización del sistema financiero en el marco del enfoque monetario de la balanza de pagos, tuvo estrecha relación con el crecimiento igualmente importante del endeudamiento privado, según se muestra en el Gráfico III.2, y que fue intermediado por las instituciones financieras privadas. Es importante mencionar que ese endeudamiento tuvo la característica de ser en el marco de un crédito encarecido, a una tasa de interés efectiva promedio de 25,6%. En tanto, la segunda fase de las colocaciones (1984-1987), implicó una tasa de interés más normalizada, en torno a un 9,8%, ello en particular debido a las regulaciones que el régimen se vio obligado a implementar⁵³.

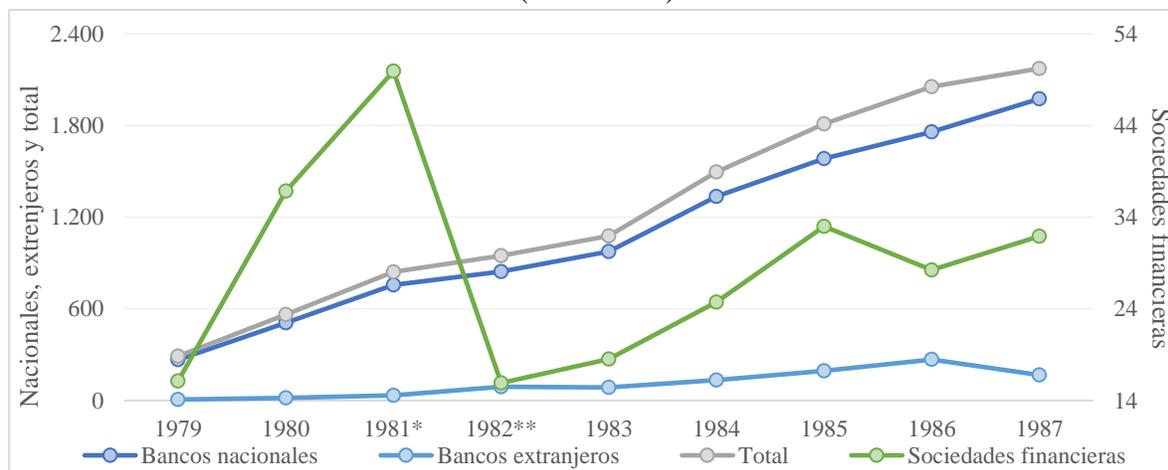
⁵¹ En virtud de la multibanca y la uniformización las diferencias entre la banca comercial, hipotecaria y el banco Estado son mínimas.

⁵² Aun si consideramos la tasa de crecimiento acumulado desde el año 1983 al 1987, de 19,2%, ella es menor a la del período pre crisis.

⁵³ Es extraño, de cualquier manera, observar que un crecimiento tan acelerado tenga como contraparte una tasa de interés real tan alta. Y, luego, que un menor crecimiento tenga una mucho más baja.

GRÁFICO III.7

Colocaciones del sistema financiero interno en miles de millones de pesos nominales
(1979-1987)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Información Financiera (SBIF), varios volúmenes. Cifras para el 31 de diciembre de cada año. * Las 8 instituciones con administración provisional no presentan información para diciembre de 1981, por lo que para ellas se utilizó la información de noviembre del mismo año. ** Refiere a la información de 31 de enero de 1983.

Si nos fijamos ahora en los componentes de las colocaciones del sistema, podemos ver que ellas están comandadas por la banca nacional en un 89% durante todo el período, con una leve reducción al final de la década: entre 1984 y 1987 controla el 88%. Esta disminución relativa se explica por el mayor peso que toma la banca internacional, lo que se condice con la ampliación de su presencia en términos de operadores desde 1981. Si en 1980 tenían 17 mil millones en colocaciones, en 1986 será de 268 mil, o del 3% al 13% del total. Las sociedades financieras, por último, si bien controlaban un porcentaje muy marginal de las colocaciones del sistema, un 3% en promedio, con un máximo de 7% en 1980, resultaron ser las más afectadas por la crisis. En efecto, en 1982 sufren una caída absoluta, perdiendo 34 mil millones en colocaciones, lo que les significó retornar a los volúmenes de 1979. La recuperación de este grupo de operadores no se logró concretar; la pérdida de un número importantes operadores en medio de la crisis, así como la absorción de otros por parte de la banca nacional, condicionó su posibilidad de ostentar niveles de colocaciones como los que mantuvieron en los primeros años de la década de 1980.

Una vez revisados los movimientos generales de las colocaciones, resulta curioso consignar que ni los mandatos gubernamentales sobre liquidaciones de instituciones, que se concentraron en el año 1982 (Cuadro II.3), ni la reducción neta de los operadores durante toda la década (Gráfico II.2) afectaron —como sería razonable esperar— el total de colocaciones. El segundo de esos elementos nos lleva a pensar que la Crisis de la Deuda implicó una fuerte concentración de la propiedad de las sociedades financieras y, fundamentalmente, de la banca nacional. En las financieras, en tanto que en 1980 17 instituciones prestaban 37 mil millones, en 1987 solamente 4 colocarán 32 mil millones. Y respecto a la banca nacional, si en 1980 25 bancos, entre comerciales e hipotecarios, colocaban 509 mil millones de pesos, en 1987 solo 16 concedieron créditos por 1.974 mil millones. En otras palabras, si en 1980 25 bancos controlan el 90% del mercado de colocaciones, en 1987 los 16 que sobreviven a la crisis controlaban el 91%.

Para la Década Perdida, a diferencia de la Gran Depresión, disponemos de las colocaciones según la demanda para algunos años, además del volumen de las vencidas y vendidas al Banco Central. Según se indica en el Cuadro III.1, al menos hasta el *shock* externo (1982) las colocaciones dirigidas a servicios, como el comercio o las actividades financieras, promediaron sobre el 55% del total, seguidas por las secundarias —industria manufacturera y, en mayor medida, construcción—, promediando un 31%, relegándose al final las actividades ligadas al agro, la pesca o la minería. Ello ya nos da luces, desde el mercado del crédito, de cómo el modelo económico estaba terciarizado y muy vinculado a las importaciones a partir de la apertura unilateral de la balanza comercial y el endeudamiento externo e interno de fines de los setenta⁵⁴. El cuadro también nos entrega información para entender que la crisis financiera fue incubada precisamente por esos desequilibrios. En efecto, si vemos la variable de colocaciones vencidas (préstamos impagos), esta sufre un importante crecimiento entre 1982 y hasta 1984, promediando 88 mil millones de pesos, esto es, el 7% del total de colocaciones —lo cual es una cifra alta si consideramos como un año normal, sin crisis bancaria, a 1979,

⁵⁴ Una lectura más completa, acompañada de su crítica, se encuentra en Ffrench-Davis (2014). Se menciona allí, además de la liberalización comercial, el peso de las actividades financieras (servicios) como uno de los elementos fundamentales para entender el crecimiento de fines de la década de los setenta.

en que las colocaciones vencidas eran solo un 1,5%. Por último, en la columna de las colocaciones vendidas se puede notar la evolución de lo que se ha llamado la socialización de la deuda, en la medida en que el Banco Central adquirió créditos insolventes —«la cartera mala» que luego se convertiría en el área de propiedad no definida— de entidades privadas. En 1985 estas ventas llegaron a 479 mil millones de pesos, es decir, el 26,5% del total de los créditos emanados por la banca y las sociedades financieras en ese año. El grueso de ellos carecía de garantía estatal.

CUADRO III.1

Colocaciones del conjunto del sistema financiero según actividad económica, además de las vencidas y vendidas al Banco Central

Año	Primarias (%)	Secundarias (%)	Servicios (%)	Vencidas (miles de millones)	Vendidas al BC (miles de millones)
1979	15,1	35,4	49,5	4	-
1980	14,1	29,7	56,2	7	-
1981	12,3	27,8	59,9	17	-
1982	13,3	27,4	59,3	38	37
1983	14,8	26,9	58,3	92	110
1984	-	-	-	133	160
1985	-	-	-	63	479

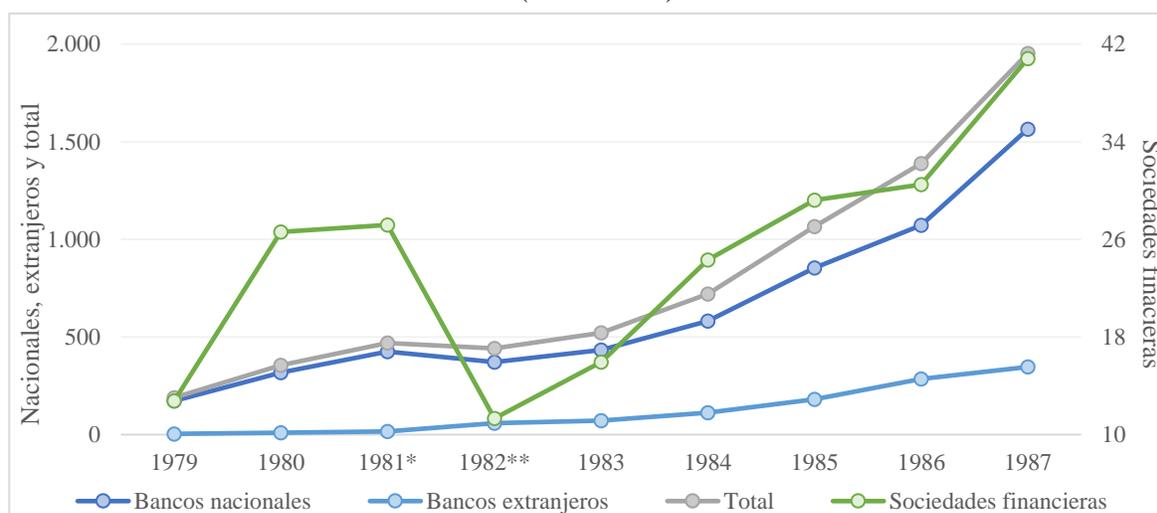
Fuente: Elaboración propia sobre la base de Información Financiera (SBIF), varios volúmenes. No disponemos información de las colocaciones según actividad económica desde 1984.

La parte del pasivo del sistema financiero interno o la evolución de las captaciones durante la Década Perdida se encuentra en el Gráfico III.8, que al igual que las colocaciones se presenta desagregada por los tipos de institución. La curva general de esta variable indica un crecimiento inicial hasta el año 1981, alcanzado unos 470 mil millones de pesos, leve decaimiento en 1982, y luego un retorno al crecimiento entre 1983 y 1987, año en el que se llega a los 1.952 mil millones. Esa dinámica de los ahorros presenta diferencias con la de las colocaciones, fundamentalmente hasta el *shock* externo de 1983: si las colocaciones avanzaron anualmente un 48,4% en 1979-1982, los depósitos lo hacen solo al 32,5%. En ausencia de niveles importantes de depósitos, que para el período 1979-1982 guardan una relación de

0,48 respecto a las colocaciones⁵⁵, y en la medida que el giro bancario requiere de más fondos pasivos para mayores niveles de colocaciones, la diferencia entre captaciones y créditos habría sido saldada con el endeudamiento externo al que se hace referencia más arriba⁵⁶. Resulta interesante observar ese lento avance relativo de los depósitos en cuanto a las colocaciones al considerar el alto nivel de la tasa de interés efectiva —que debiese estimular los depósitos—, que fue en promedio de 25,6%. Ello es tanto más curioso cuanto que en el período post crisis, en que la tasa de crecimiento de los depósitos fue de 39,5% entre 1984-1987, la de interés real fue de 9,8% para esos años, fenómeno que sugiere que el enfoque monetario de la balanza de pagos no estaba funcionando, en la medida en que el nivel de captaciones no logró crecer al nivel de colocaciones, a pesar de las altas tasas de interés real.

GRÁFICO III.8

Depósitos en el sistema financiero interno en miles de millones de pesos nominales (1979-1987)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Información Financiera (SBIF), varios volúmenes. Cifras para el 31 de diciembre de cada año. * Las 8 instituciones con administración provisional no presentan información para diciembre de 1981, por lo que para ellas se utilizó la información de noviembre del mismo año. ** Refiere a la información de 31 de enero de 1983.

⁵⁵ Consideramos normal un período normal, en atención al juicio de los autores acerca de un saneamiento bancario, además de la supervisión prudencial, al bienio 1986-1987 en el que la ratio es de 0,79.

⁵⁶ Así lo evidencia el aumento de los préstamos en el exterior de las instituciones financieras, que para 1979 es de 57 mil millones, mientras que en 1982 se llega a los 497. En particular, para esos años la banca nacional, respecto a la extranjera y las sociedades financieras, mantuvo el 94% del total de este tipo de endeudamiento. Véase anexo VIIIbis.

El desarrollo de las captaciones en los bancos nacionales y extranjeros, así como entre ellos, mantienen gran paralelismo con su contrapartida de las colocaciones, quizá en este caso con mayor protagonismo de las instituciones foráneas. Así, si hasta la crisis (1979-1982) se depositaron en bancos nacionales 322 mil millones de pesos en promedio, o el 89% de los fondos totales, luego de la crisis (1984-1987) la participación de la banca nacional cae en 11 puntos. En la medida en que los depósitos totales no cayeron, esa diferencia fue subsanada en gran medida por la banca internacional, que aumentó su protagonismo respecto a los niveles previos a la crisis desde 5% en 1979-1982 a 18% en 1984-1987. Las captaciones de las sociedades financieras sufrieron una importante desaceleración en 1981 y una fuerte caída en 1982 de la cual no se podrán recuperar sino hasta tres años más tarde. Por último, cabe destacar que la recuperación que se inició en 1984 en materia de captaciones en las sociedades financieras fue continua, a diferencia de la evolución de sus créditos, lo que indica una convergencia importante entre los pasivos adquiridos en el mercado interno y los préstamos que concedían, situación que debió ser consecuencia tanto de la reducción de créditos externos (pasivos del mercado externo) y la mayor regulación interna.

En tanto existió un crecimiento generalizado de los depósitos y una reducción de los operadores, aquí también ocurrió, como en el caso de las colocaciones, un fenómeno de concentración de la propiedad, o más bien de control de los pasivos, en el caso de las sociedades financieras y los bancos nacionales. En efecto, si en 1979 el control per cápita de los depósitos sumaba 700 mil millones para las financieras, o el 6% del total, en 1987 son 1.020 mil millones, esto es, el 25%. Y para la banca nacional existe una duplicación en el control de pasivos, pasando del 5% promedio por cada institución a un 11%. Esto, por cierto, debió ser aún más crudo si consideramos las diferencias internas entre cada grupo de instituciones, brechas que a lo largo de la década muy probablemente se intensificaron producto de las numerosas liquidaciones de los operadores insolventes. Con todo, y desde un punto de vista comparativo, se puede concluir que la concentración de activos fue más intensa que la de los pasivos.

Una vez revisados los puntos centrales de las colocaciones y depósitos para cada una de las crisis, corresponde realizar una comparación directa en cuanto desarrollo de las instituciones de intermediación financiera interna. Para ello debemos intentar aislar las lecturas de las cifras absolutas, que no hacen sino distorsionar los elementos comunes. Ello es posible si tomamos las colocaciones y las relacionamos con otros componentes que son propios de un régimen financiero moderno, independiente de su marco cronológico, y aplicables a ambos períodos, como el capital y reservas⁵⁷, y otro exógeno al sistema pero que determina en gran medida su capacidad de acción, como lo es el PIB nominal. En este último también se medirán las captaciones.

El capital se define como el aporte directo del propietario o propietarios de la empresa, mientras que las reservas son parte de las utilidades que se dejan en la empresa, es decir, son un porcentaje que se guarda del movimiento de activos y pasivos. Ambos ítems están regulados, en su límite inferior, por lo que dictamina un legislador más o menos laxo. El capital sobre el mínimo legal se mueve de acuerdo a la decisión de la junta de accionistas, en atención a las proyecciones de colocaciones, en tanto que variación de la reserva funciona de acuerdo al nivel de resguardo ante eventualidades que descuadren el balance bancario, como una reducción imprevista de los activos. En resumen, el movimiento de capital y reservas está determinado por el legislador y por las perspectivas de negocios de los controladores de la institución.

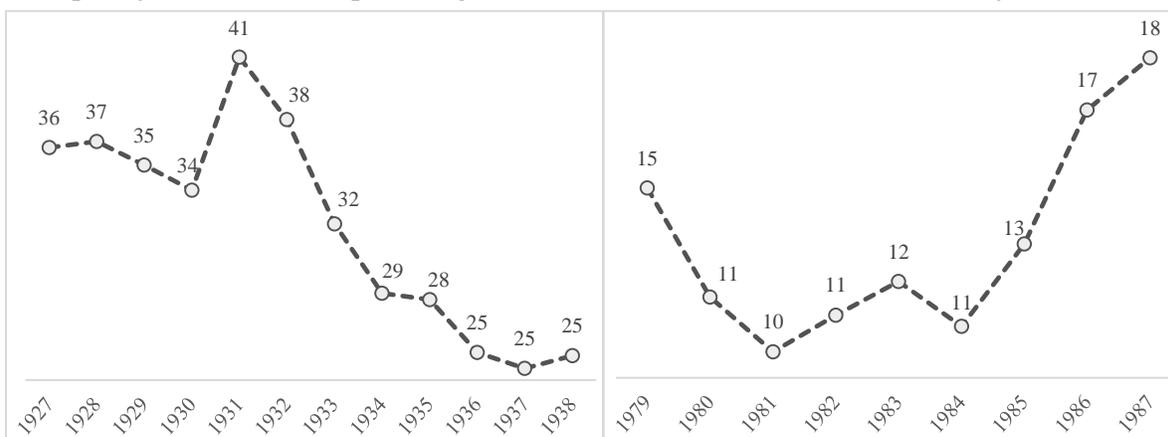
Sobre la base de lo anterior podemos revisar el Gráfico III.9, en el que se aprecia la relación entre el capital y reservas con las colocaciones efectivas. Mientras que hasta antes del estallido de la Gran Depresión (1927-1930), en el marco de un crecimiento de las colocaciones, se puede verificar un capital y reservas de más de un tercio de los créditos y con una leve tendencia a la baja, los años que precedieron al *shock* de la Década perdida (1979-1982), también en el contexto de un alza en los créditos —expresión diáfana, y quizá única, del «milagro chileno»—, presentan un capital y reservas de apenas 12% de las colocaciones. Entonces, si existen buenas perspectivas de colocaciones, la diferencia entre ambas crisis tiene que ver con la regulación, argumento que se acopla a los de los capítulos previos. El

⁵⁷ Resulta evidente que no es una independencia absoluta; con toda seguridad la gestión bancaria fue modificada en los años treinta respecto a los ochenta.

patrón oro y su restricción impidieron mayores descontrolados, como lo prueba la solidez en la década de los treinta, muy en contraste con la liberalización de los setenta —en particular respecto a este tema, la reducción del encaje bancario y el acceso a créditos externos— que exigía el enfoque monetario de la balanza de pagos y que terminó por dirigir el sistema a su colapso en el año 1983.

GRÁFICO III.9

Capital y reservas como porcentaje de las colocaciones durante 1927-1938 y 1979-1987



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Anuarios Estadísticos, varios volúmenes, e Información Financiera (SBIF), varios volúmenes. Los años 1927-1929 implicaron retropolación de colocaciones. En 1981 las 8 instituciones con administración provisional no presentan información para diciembre, por lo que para ellas se utilizó la relativa a noviembre del mismo año. 1982 refiere a la información de 31 de enero de 1983.

El cambio de tendencias en las curvas luego de la crisis, sobre todo en la Década Perdida, también tiene relación con la nueva regulación. En el caso de la Gran Depresión de 1929, desde el abandono del patrón oro se pudo ver una clara tendencia de reducción del porcentaje de capital y reservas en relación a los créditos. Si en los primeros tres años de la cronología promedian 36%, los últimos tres lo hacen en 25%. Por su parte, si observamos los últimos años de la curva de la Década Perdida, el crecimiento de las colocaciones coincide con la nueva reglamentación prudencial de la banca (fundamentalmente en 1987, año que siguió a la nueva Ley General de Bancos), lo que nos lleva a la una mayor participación del capital y reservas en cuanto a los créditos concedidos, hasta el 16%, es decir, cinco puntos más que en los primeros tres años. De hecho, al terminar la cronología la relación se acerca más que

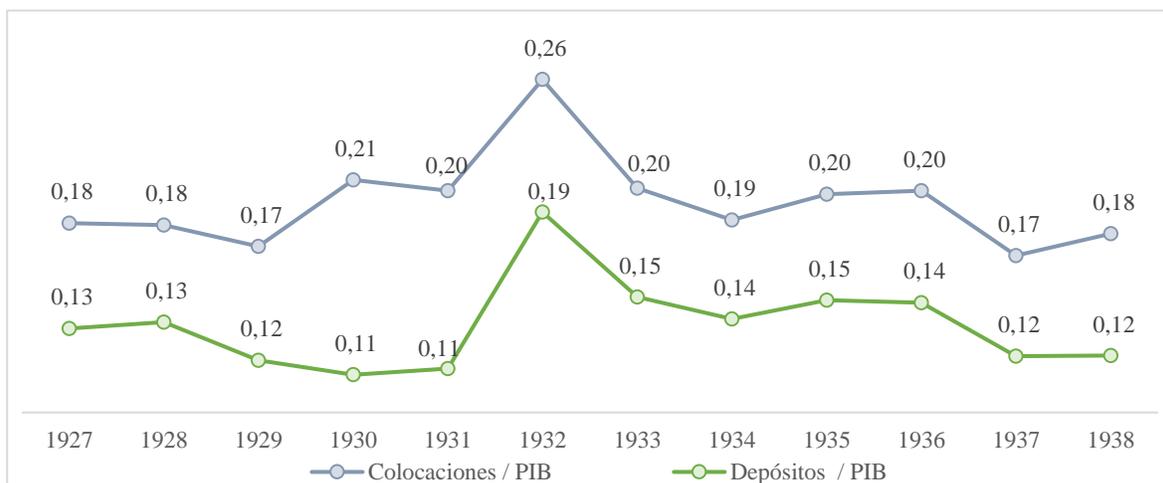
nunca a los finales de la década de 1930, en que se combinó flexibilidad y alto crecimiento de las colocaciones con estabilidad del régimen.

Para cerrar, veamos las colocaciones, pero también depósitos, como proporción del PIB durante ambas crisis, como lo indican los Gráficos III.10 y III.11. Allí se manifiesta, en principio, que el peso del sistema financiero durante la Década Perdida fue mayor al que ocupó durante la Gran Depresión, tanto a nivel de colocaciones como de depósitos —lo que da luces respecto a la importancia que tuvo la caída el sistema financiero en el conjunto de la economía. Si los depósitos promediaron 0,37 del PIB y las colocaciones 0,63 entre 1979 y 1987, en 1927-1938 fue de solo 0,13 de captaciones y 0,19 de créditos⁵⁸. Esa brecha cuantitativa tiene, no obstante, una de carácter cualitativo. A pesar de los bajos niveles relativos de la Gran Depresión, estos respondían a una evolución del mercado financiero que, si bien reformado en 1925 y fortalecido, tenía una experiencia de gestión bancaria de al menos medio siglo alimentada por las dinámicas de la Primera Globalización. El sistema financiero de la década de 1920 era uno maduro. En cambio, la liberalización de la década de 1970 en el sector financiero interno, que se alimentó de la externa, fue inédita en Chile y en buena parte del mundo desarrollado. Ella hizo tabula rasa con el sistema de la IDE, el control de cambios, la banca especializada y la focalización del crédito, para en cinco años implantar un régimen nuevo, adicto al enfoque monetario de la balanza de pagos. En síntesis, el peso del sector financiero previo a la Década Perdida en el conjunto de la economía, por inexperiencia de los agentes económicos, también significó una mayor peligrosidad. Y ello se reflejó en la deficiente asignación de los recursos (¡por el mercado!) que gestó la Crisis de la Deuda.

⁵⁸ Esto nos hace considerar, contrafactualmente, que una crisis bancaria en la década de los treinta hubiese sido menor que la de los ochenta; aunque los resultados globales habrían sido peores, dado el peso específico de la Gran Depresión en la crisis cambiaria y de balanza de pagos, que fue de mayor intensidad que la financiera de 1982.

GRÁFICO III.10

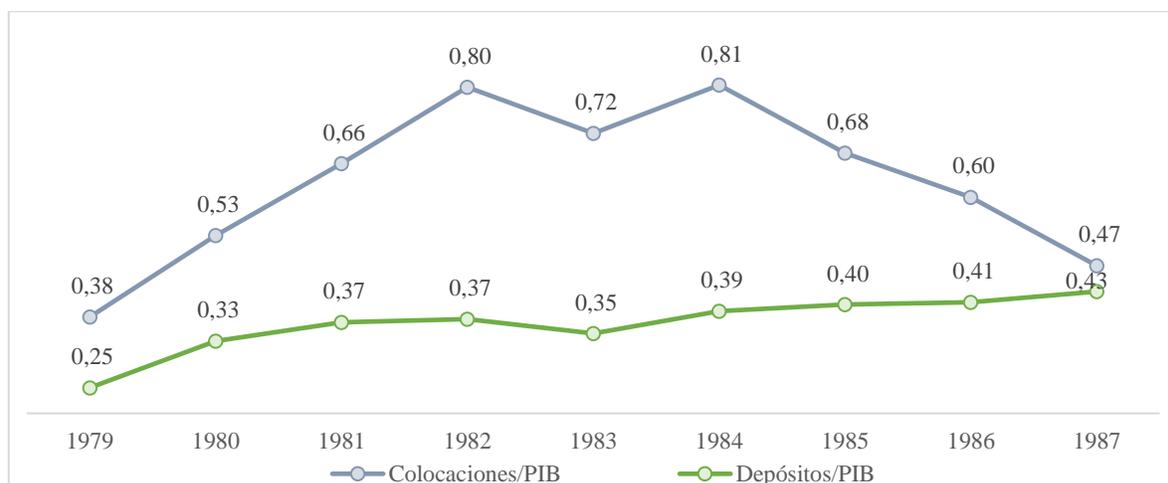
Colocaciones y depósitos en relación al PIB (1927-1938)



Fuente: elaboración propia sobre la base de Anuarios Estadísticos, para colocaciones y depósitos, y De la Cuadra (1983) para el PIB nominal. Las colocaciones de 1927 a 1929 fueron retropoladas, así como el PIB de 1927.

GRÁFICO III.11

Colocaciones y depósitos en relación al PIB (1979-1987)



Fuente: elaboración propia sobre la base de Información Financiera (SBIF), para colocaciones y depósitos, y Díaz, Lüders, & Wagner (2016), para PIB nominal. En 1981 las 8 instituciones con administración provisional no presentan información para diciembre, por lo que para ellas se utilizó la de noviembre del mismo año. 1982 refiere a los datos de 31 de enero de 1983.

Si retornamos al marco inicial del comportamiento de todo sistema bancario —es decir, que son instituciones que, en tanto no pueden emitir, deben tomar fondos como los depósitos,

en forma de pasivos, para luego prestarlos, como activos⁵⁹— y precisamos a través de un test de Pearson que existe una correlación entre las series de colocaciones y depósitos de 1927-1938 de 0,75 (con una determinación de 0,57) y una de 0,46 para su contraparte de 1979-1987 (con determinación de 0,21), se concluye que efectivamente existe una divergencia importante entre activos y pasivos locales durante la Década Perdida con respecto a la Gran Depresión. Con seguridad, tal disparidad estuvo asociada a la mayor facilidad de las instituciones de fines de la década de 1970 de poder endeudarse (es decir, de aumentar su pasivo para colocar más), a diferencia de lo ocurrido a fines de la década de 1920 en el que endeudamiento fue fundamentalmente público.

3.2. Evolución de las variables bursátiles durante 1927-1939 y 1979-1987

Al igual que el punto 3.1., la revisión de las variables bursátiles tiene el propósito de ser la contrapartida de la descripción de este mercado en el Capítulo II. Como el fenómeno bursátil requiere de menos aclaraciones que el bancario, nos abocaremos directamente a la revisión de cada crisis y luego a su comparación. Recordemos que en el capítulo anterior señalamos que una de las principales diferencias entre ambas crisis son los operadores que participan, es decir, las bolsas. Si en los años veinte existía una competencia entre Santiago y Valparaíso, en los setenta y hasta hoy la capital predomina sin rival.

Otro de los elementos distintivos del mercado bursátil durante la crisis de 1929 es, como se distingue en el Gráfico III.12, el tipo de instrumentos que se transan y su peso relativo: las acciones y la renta fija. En general, se aprecia allí cómo la crisis impactó de manera importante el desarrollo del mercado del corretaje, tanto en Santiago como en Valparaíso. En dos años el total de transacciones se deprime en un 80%, pasando de los 1.590 millones en 1929 a apenas 320 en 1931. Si bien la recuperación fue rápida, el mercado sufrió un estancamiento importante desde 1934 a 1937 en torno a los 1.400 millones y luego una caída del orden de

⁵⁹ Naturalmente, siempre debe existir más colocaciones que depósitos por el hecho de que el sistema bancario multiplica el dinero. A lo que hacemos referencia aquí es en la mayor divergencia entre las dos variables durante la crisis de los ochenta con respecto a la de los treinta.

los 400 millones al año siguiente. En síntesis, a pesar de su reactivación, las bolsas de Santiago y Valparaíso —como es de esperarse— no lograron reiterar la euforia de los años que precedieron a la crisis.

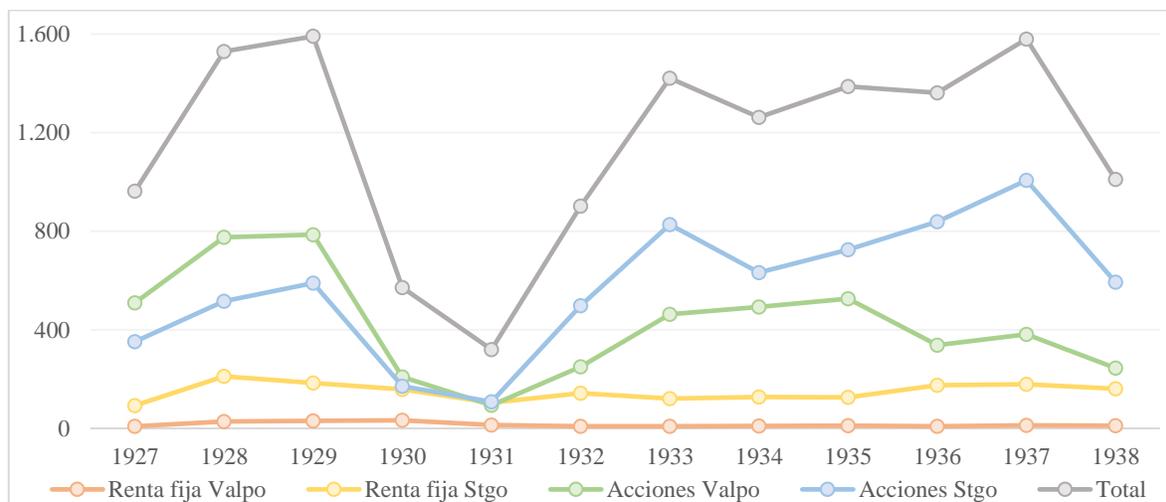
En cuanto a los instrumentos, las acciones corresponden a papeles de distintas empresas del período, entre las que destacan las mineras, industriales, seguros y, desde luego, las salitreras. Los instrumentos de renta fija son fundamentalmente bonos o títulos de deuda hipotecarios, pero también de entidades fiscales, municipales y particulares. Durante el período tratado las acciones, con un promedio de 994 millones de pesos anuales, significaron el 83% de los montos transados en 1927-1938, mientras que los bonos mantuvieron una tendencia constante durante la Gran Depresión, con una leve caída luego del *shock* externo. Como la crisis de 1929 afectó de manera más evidente al mercado accionario nos concentraremos en él. Así, si en 1929 se llega a unos 1.300 millones de pesos, al año siguiente solo se transarán papeles por el 28% de esa cifra y ello solo para volver a caer cerca de la mitad al año siguiente. En 1931 solo se transaron 202 millones de pesos en acciones. No obstante la magnitud de la caída, la recuperación de ese mercado fue más bien rápida, alcanzándose en 1933 los 1.300 millones o bien el 94% de las transacciones de 1929.

Con todo, las acciones, que son el grueso del mercado bursátil, caen más que el PIB, pero se recuperan antes. Por la extrema sensibilidad de esta actividad a las expectativas su dinámica está muy vinculada a los fenómenos sociales y políticos de la época⁶⁰: el Decreto Castro Ruiz, la República Socialista y la caída de la actividad —que afectó en particular a la cotización de los valores de las salitreras—, marcaron los puntos clave de la caída durante el bienio crítico 1931-1932. Asimismo, la recuperación del Producto nacional y mundial y la llegada de un presidente con tendencia liberal, con toda seguridad impulsaron la reactivación del mercado, que se elevó a una tasa del 13,1% entre 1932 y 1937. De esta misma suerte, la caída del último año en un 40% puede encontrar su explicación en la desaceleración del PIB nacional producto de la recesión estadounidense, así como la llegada al poder del Frente Popular.

⁶⁰ Eso se debe en lo fundamental por el peso de la especulación.

GRÁFICO III.12

Montos transados en bolsas de Santiago y Valparaíso en millones de pesos de cada año (1927-1938)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Anuario Estadístico, varios volúmenes. Los datos de las acciones para el período 1927-1929 son producto de una retropolación, mientras que los de renta fija de 1929 de una interpolación simple.

Comparemos ahora la importancia del mercado bursátil con el bancario. Si relacionamos los montos transados por las bolsas en la época con las captaciones bancarias que ganan intereses (a plazo indefinido), se puede observar que hasta antes de la crisis (1927-1929) el mercado de papeles era 1,99 veces la banca. Durante la crisis (1930-1932) ese ratio bajó a 1,27 —por una mayor caída de las cotizaciones que de los depósitos—, mientras que hasta 1937 subió a 2,88⁶¹. Ello podría indicar una mayor preferencia de los ahorradores-inversores al mercado bursátil después de la crisis, lo que bien puede estar vinculado al descenso de la tasa de interés efectiva, que entre 1933-1937 cae al 2,39% mientras que hasta fines de la década de 1920 era de 6,05%. Esa tendencia a la baja en la tasa de interés fue entonces inversa a la rentabilidad de las acciones, beneficios empresariales y bonos. Así lo prueba el índice de inversión elaborado por la Oficina de Estadísticas, en el que se indica que, si consideramos enero de 1927 como base 100, en 1929-1930 las acciones se mantuvieron en 100, cayeron

⁶¹ No consideramos el año 1938 por la perturbación particular asociada a ese año, tanto por la recesión estadounidense del año anterior como por la llegada al poder del Frente Popular.

durante el bienio crítico 1931-1932 a 79, pero luego repuntaron con un promedio de 144 entre 1933-1937. Finalmente, este argumento también tiene su correlato si miramos no solo su crecimiento absoluto, sino el PIB. En efecto, existe una participación ligeramente menor del mercado bursátil en el Producto con posterioridad al *shock* externo: en tanto que entre 1927-1929 los montos transados por las bolsas eran de un 14% del PIB, durante 1933-1937 fueron de un 12%. Esa diferencia de dos puntos resulta no obstante muy baja si consideramos el estancamiento bursátil, centralmente de Valparaíso, que se produjo desde 1934 —en el marco de una recuperación sostenida del Producto durante el mismo período.

Un último fenómeno de interés en lo relativo al mercado bursátil durante la Gran Depresión es que la crisis funcionó como un punto de inflexión entre los operadores, como también se aprecia en el Gráfico III.12. Si hasta antes del *shock* Valparaíso mantenía el control mayoritario de la intermediación de acciones, y por tanto del total, la recuperación de la crisis trajo aparejada la progresiva hegemonía de Santiago. En efecto, desde 1930 la Bolsa de Comercio de Santiago controló más de la mitad de todas las transacciones, mientras que en los últimos tres años del período su participación fue de 75%. Ese fenómeno responde, en particular, a la depresión de las acciones mineras en Valparaíso —que hasta 1929 igualaba en montos con la capital en torno a los 470 millones de pesos— y su auge en Santiago, que en 1937 corresponden a 788 millones. Dado el peso de las acciones mineras, esa cifra también correspondía al 50% de todas las transacciones accionarias de ambas bolsas⁶².

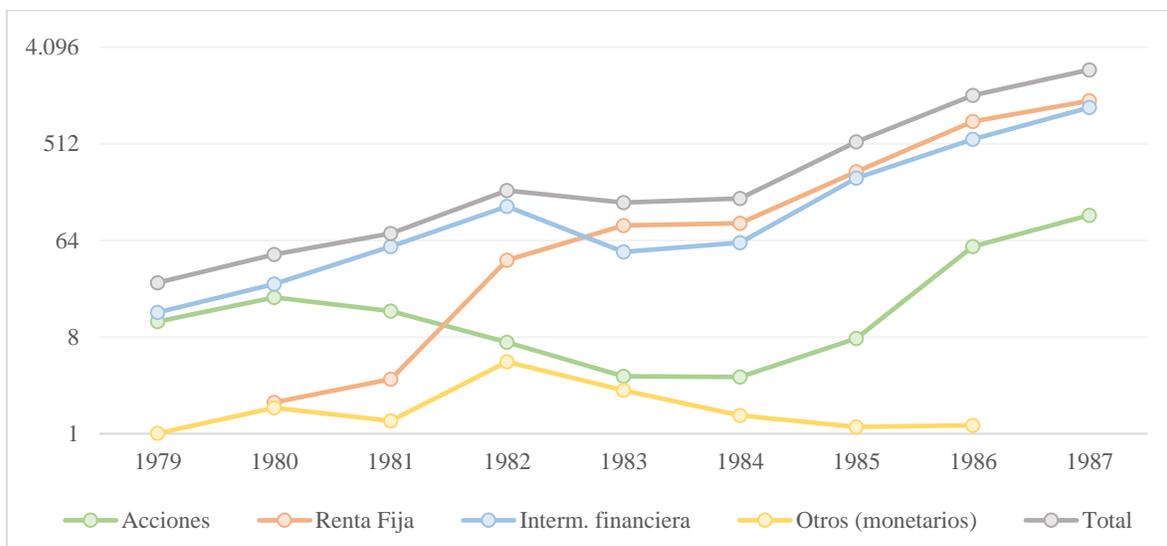
El crecimiento económico de fines de la década de 1970 y hasta la Crisis de la Deuda latinoamericana también repercutió en un *boom* alcista en el mercado de la bolsa de Comercio de Santiago. El marco ideológico mercadocéntrico, la irrestricta confianza al sector privado y su expresión en las intensas liberalizaciones llevadas a cabo por régimen cívico-militar, tal como propiciaron la expansión del resto del sistema financiero, impulsaron el mercado bursátil a niveles inéditos. De esta suerte, la norma jurídica debió sufrir una modernización en 1981, en particular acerca del mercado de valores y las sociedades anónimas. Asimismo, importantes instituciones como la Superintendencia de Valores y Seguros o el Registro de valores conocieron su origen en la reforma de inicios de la década de 1980.

⁶² Véase anexo XIIIbis.

Si nos concentramos en los flujos de capitales que pasaron por la bolsa capitalina durante la Década Perdida, como se muestra en el Gráfico III.13, la fiebre alcista se evidencia en el impresionante crecimiento de los primeros tres años, período de intenso endeudamiento privado y en el cual las transacciones pasaron de 26 mil millones de pesos en 1979 a 187 mil millones en 1982. Si bien a ello les siguió una caída leve de dos años producto de la crisis y en los que se promedió montos que ascendieron a los apenas 152 mil millones, el bienio 1982-1983 no fue óbice para un crecimiento muy intenso desde 1985. Así, a mediados de la década ya se alcanzaron niveles que duplican a los de inicios de la década, en torno a 535 mil millones, y ello solo para cuadruplicarse en los dos años que le siguieron. Este crecimiento se vincula naturalmente a la recuperación post crisis o «segundo milagro» a cargo del ministro Hernán Büchi, la venta de empresas que tradicionalmente fueron propiedad del Estado vía paquetes accionarios, como Soquimich, Endesa o la Compañía de Aceros del Pacífico, y el mal llamado experimento de capitalismo popular de raigambre tatcheriana —que escasamente convirtió a los trabajadores en accionistas de sus empresas y solo intensificó la concentración de la propiedad—, además de un marco ideológico propicio para el negocio bursátil.

GRÁFICO III.13

Montos transados en Bolsa de Comercio de Santiago, en miles de millones de pesos de cada año (1979-1987)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Compendio Estadístico (DGE), varios volúmenes. La información para 1979 de acciones, intermediación financiera y otros son retroproyecciones. No se dispone de datos retroproyectables para la Renta Fija en 1979 ni Otros para 1987.

En cuando a los instrumentos de inversión bursátil de la Década Perdida, se encuentran las acciones, la renta fija y la intermediación financiera. Comencemos por las acciones, inversiones que solo hasta el año 1981 tuvieron una participación importante en el total de transacciones (19%). Ello se explica por una reducción absoluta desde el estallido de la crisis hasta 1984, tramo en el que las transacciones cayeron en más de 10 mil millones respecto de 1981. Y luego por una reducción relativa, en virtud de la que, pese a su explosivo crecimiento durante la recuperación de la crisis, que en 1987 alcanzó los 110 mil millones, las acciones no superaron el 4% del total. Las operaciones que tomaron el protagonismo desde la crisis fueron las de intermediación financiera —papeles de deuda a corto plazo— a cargo de los Fondos Mutuos, empresas que controlaron en promedio la mitad de todas las transacciones de la bolsa entre los años 1982-1987. Asimismo, desde 1986 tomaron fuerza los instrumentos de renta fija, gracias a la aparición de las Administradoras de Fondos de Pensiones, corporaciones que durante este período estaban obligadas a invertir en las bolsas nacionales. Con todo, en el proceso de recuperación se puede notar dos de las principales diferencias con el

mercado de la Gran Depresión. Primero, que en tres años se logró la recuperación absoluta del mercado, con excepción de las inversiones monetarias; cuestión muy diferente al estancamiento y letargo del mercado bursátil de la década de 1930. Segundo, que el instrumento de mayor importancia en el proceso de recuperación no fueron las acciones, sino más bien los inversores institucionales con gran capacidad de compra, como los Fondos Mutuos o AFP.

Otras diferencias se encuentran al revisar las transacciones bursátiles en relación a las colocaciones. Si excluimos a la renta fija, que es más bien un ahorro forzoso de las AFP (a diferencia de los bonos de la década de los treinta), y consideramos solo los depósitos a más de un año —excluyendo así a las cuentas corrientes y a la vista, que no son inversión en tanto no ganan intereses— adicionándole el otro elemento del pasivo del sistema financiero-bancario que es de esta naturaleza, la intermediación de documentos, tenemos que entre 1979-1981 el mercado bursátil de inversión fue 1,67 veces la banca, durante el bienio 1982-1983 2,05 y entre 1984 y 1987 es de 2,55⁶³.

El reducido ratio del período 1979-1981 —en comparación al de la Gran Depresión— puede ser explicado por la alta tasa de interés efectiva bancaria, que promediando 22,3% en tales años, la que habría impulsado a los ahorradores a mantener sus inversiones en depósitos bancarios antes que, por ejemplo, en acciones —que de hecho sufren una caída importante desde 1981. En contrapartida, el aumento de la brecha al final de la cronología, con un no despreciable 2,55, respondería a la reducción de la tasa de interés real de 9,83% (menos de la mitad que hasta antes de la crisis), así como a una mejor perspectiva de negocios en términos de beneficios empresariales y los buenos resultados de las inversiones en Fondos Mutuos.

Además de la importancia de la bolsa en relación a los depósitos de inversión, otra diferencia entre la Década Perdida y la Gran Depresión se encuentra en el peso del sistema bursátil dentro del Producto. En efecto, si para los años que tenemos información durante la década de 1930 la bolsa representaba cerca de un 10% del PIB, en el período de 1980-1987 fue de 20% y si solo observamos los últimos tres años de la cronología de la Década Perdida se obtiene que el peso del sector bursátil en el conjunto de la economía fue del 39%. Ello da

⁶³ Véase Anexo XIV.

pruebas, por cierto, del mayor grado de financiarización de la economía de la Dictadura de Pinochet —característica propia de los regímenes neoliberales—, que se apoderó incluso del sistema de seguridad social (AFP, ISAPRES).

4. COMPARACIÓN DE LAS TENDENCIAS GENERALES DE LOS FLUJOS FINANCIEROS EN LA GRAN DEPRESIÓN Y LA DÉCADA PERDIDA

La tendencia de elevado endeudamiento externo, independiente de si este fue público o privado, pareciera indicar que en los períodos previos a las crisis de 1929 y 1982 no se logró una administración adecuada de la oferta internacional de crédito en miras de una gestión moderada de la deuda en el mediano y largo plazo. En la década de 1920 más bien primó el uso de los fondos para paliar el desempleo a través de planes de infraestructura, de mano de Carlos Ibáñez del Campo, y en la de los setenta e inicios de los ochenta para pagar importaciones. Las necesidades inmediatas de las dos dictaduras, como mitigar el paro y frenar el descontento o generar un ambiente de satisfacción para aprobar un plebiscito, no tuvieron miramientos de los desequilibrios que generarían sus políticas de venta de bonos soberanos o endeudamiento en petrodólares.

Otro elemento interesante de la economía política de la deuda es, como se ha dicho en distintas oportunidades, la posibilidad de moratoria en los años treinta, que permitió a un país pequeño y con poca capacidad de negociación concentrar los escasos recursos que disponía durante los peores tres años de la crisis. En el caso de la Década Perdida y su pago irrestricto solo hubo una desaceleración de la deuda neta durante el período más conflictivo, la que se coronó con un traspaso de deuda privada al patrimonio público. Ello también determinó que el único ítem de deuda que descendió a niveles previos a la crisis fuese el privado.

Ese marco de administración de la deuda es preciso vincularlo con la intensidad del endeudamiento, tanto si lo medimos en exportaciones como si lo hacemos en relación al PIB. Allí la Gran Depresión fue muy superior. Sin embargo, fue impresionante la capacidad de movilizar recursos durante la segunda mitad de la década de 1930, en el contexto de recuperación del producto y de las exportaciones que cayeron mucho más que la Década Perdida: los niveles relativos de deuda un año antes de que Pedro Aguirre Cerda llegara al poder —

cuando el Producto llega a niveles superiores a 1929— son solo el doble que antes de la crisis. En cambio, la Dictadura de Pinochet, hasta 1987 —cuando la economía logra su mayor nivel hasta entonces— solo puede decir ello si vemos su deuda en relación a las exportaciones, puesto que en relación al PIB aun es cuatro veces superior. La administración de Alessandri y Ross, si se quiere, pudo más que el «segundo milagro» chileno en materia de endeudamiento externo.

En lo que refiere al sistema financiero interno, el golpe externo de la Gran Depresión significó al conjunto de instituciones de intermediación de las décadas de 1920 y 1930 comandadas por la banca nacional y extranjera un descenso neto de los depósitos desde 1929 —en particular de los a plazo en atención a la menor tasa de interés efectiva— y de las colocaciones en el bienio crítico (1931-1932), fundamentalmente por los efectos del patrón oro en el circulante y la tasa de interés. No obstante, poco antes de mediados de la década de 1930 el nivel de depósitos y colocaciones ya era superior al de antes de la crisis, dándose inicio a un crecimiento sostenido de la operación; proceso en el que adquirieron especial fuerza las Cajas Sociales.

En contraste, aunque en las colocaciones durante la Década Perdida —más de la mitad dirigidas a los servicios y muchas de las cuales debieron ser compradas por el Banco Central—, también tuvo mayor participación de la banca que otro tipo de instituciones, no cayeron en términos netos en ningún año. No se mantuvo por tanto tiempo el enfoque monetario de la balanza de pagos —que habría aumentado la tasa de interés y provocado encarecimiento del crédito y reducción del circulante—, tal como sucedió con el *gold standard*. Así, solo se logra identificar una desaceleración en 1983, que dio paso a un crecimiento más medido muy posiblemente por la suspensión en el arribo de petrodólares. Este último elemento permite entender por qué el crecimiento de las colocaciones hasta antes de la crisis de 1982 es mayor que durante la recuperación, a pesar de la existencia de una tasa de interés real más elevada y de un menor crecimiento relativo de los depósitos.

Ahora bien, en cuanto a la relación entre capital y colocaciones tenemos que la regulación fue clave para reducir el nivel de préstamos sobre el patrimonio, cuestión que jugó en contra al inicio de la crisis de 1929, mientras que ayudó a la recuperación y seguridad del sistema

financiero luego de la Crisis de la Deuda. De esta misma suerte, si consideramos las colocaciones y depósitos en relación al PIB podemos ver que el peso del sistema financiero en el total de la economía es más del doble entre fines de los setenta y durante la década de 1980 que entre fines de la de 1920 y durante los treinta. De ahí se deriva la gravedad que debió tener una crisis de carácter bancario durante la Dictadura, y de ahí también la urgencia de rescate de las instituciones, aunque ello no implica desconsiderar la enorme concentración de propiedad de activos como la que sucedió durante la recuperación de la Década Perdida.

En términos de la evolución de indicadores bursátiles, además del cambio de liderazgo entre Santiago y Valparaíso que generó la Gran Depresión, se evidencia que dicha crisis la sintió con mayor fuerza el mercado accionario, instrumento que no obstante comandó la recuperación del mercado en su conjunto. De esa manera, el extraordinario crecimiento de las acciones habría impulsado a los ahorradores a invertir en bolsa antes que en depósitos a plazo. Esa fiebre alcista también se identifica en la Bolsa de Comercio de Santiago para la Década Perdida. Luego de la crisis, las políticas de recuperación de la Dictadura propiciadas por el Ministro Büchi, como la segunda oleada de privatizaciones —que llevó a mayores niveles concentración de propiedad—, reimpulsaron el mercado accionario. En esta crisis, también se habría preferido invertir en bolsa que en depósitos a plazo, dados los altos rendimientos especulativos de un mercado con fiebre alcista y que tuvo una alta participación relativa en el PIB, así como la menor tasa de interés real luego de la crisis. Sin embargo, a diferencia de la Gran Depresión, los papeles de las empresas no fueron los montos más transados en el mercado, sino que lo fue la intermediación financiera (Fondos Mutuos) y la renta fija (AFP).

CONCLUSIONES

«La excepción es más interesante que el caso normal. Lo normal nada prueba; la excepción, todo; no sólo confirma la regla, sino que ésta vive de aquélla» (Schmitt, 2009).

El sistema financiero chileno evidenció importantes transformaciones como fruto de su interacción con las crisis económicas de 1929 y 1982. Las situaciones límite en que se constituyeron los *shocks* externos impulsaron profundos cambios en aspectos de la estructura financiera que hasta entonces se consideraron verdaderos dogmas económicos: así lo prueban el abandono del patrón oro en 1932 y del enfoque monetario de la balanza de pagos en 1982. La visibilización de ese fenómeno de transformación es el principal aporte de este trabajo a la historia económica chilena.

En función de la premisa anterior, recapitulemos lo mencionado a lo largo de esta investigación desde un punto de vista comparativo. Para ello se expondrán en tres momentos de revisión: antes, durante y después de la crisis.

Hemos dicho que durante las décadas 1920 y 1970 se conoció abundancia de crédito externo proveniente de las economías más desarrolladas (Estados Unidos, Europa), primero en forma de bonos soberanos y luego en petrodólares. Durante esos períodos, en el ámbito interno existió estabilidad e ingreso de nuevos operadores al sistema, realidad que tuvo su contrapartida en el crecimiento de los volúmenes de colocaciones (préstamos) y captaciones (depósitos) del sistema bancario, tal como hizo el mercado bursátil y en particular de transacciones accionarias. Así, las dictaduras del período —la primera en base a una política nacional popular impulsada por militares y la segunda caracterizada por el autoritarismo burocrático de tendencias antipopulares (Guiñez, 2017)— disfrutaron de un ambiente económico y financiero en su apogeo: Carlos Ibáñez pudo gestionar créditos extranjeros para su política de fomento a infraestructuras públicas, con lo cual combatió el paro y ganó réditos políticos entre los distintos actores sociales, mientras que Pinochet, al seguir las directrices de los

Chicago boys, consolidó su dictadura por medio de la Constitución de 1980 al compás del crédito barato, un dólar barato, la abierta promoción del endeudamiento privado y el ingreso de importaciones con bajos aranceles. En 1929 o 1980 los regímenes antidemocráticos, en su ambiente de exitismo, no temían por su seguridad económica, ni por la estabilidad del sistema, en el que la cuestión financiera es esencial.

Sin embargo, tras ese escenario de euforia financiero-política, se incubaron desequilibrios que salieron a la luz en los peores momentos de la crisis, cuando su remedio era tan costoso como la enfermedad. En el caso de la Gran Depresión, si bien el sistema implantado por el *money doctor* Edwin Kemmerer inyectó estabilidad al régimen, su patrón oro terminó por intensificar los efectos recesivos de la crisis de balanza de pagos, lo que en el sistema financiero se expresó en reducción de reservas internacionales, disminución en concesión de créditos y en la creación de condiciones favorables para fenómenos de corrida bancaria, así como la depresión de la actividad de corretaje. Por su parte, la ultra-liberalización adicta al enfoque monetario de la balanza de pagos que comenzó en 1974 catalizó la crisis financiera desde la cuenta de capitales y la intermediación interna, cuyos efectos en el mercado de crédito significaron desaceleración en el volumen de colocaciones, estancamiento en el de depósitos y caída del volumen transado de acciones. En tales contextos, resulta importante recalcar que las respuestas de la autoridad fueron distintas.

En efecto, las autoridades de la Gran Depresión, desde los últimos días de Ibáñez hasta la administración de Alessandri, llevaron a cabo lo que hemos denominado como «activismo heterodoxo», el cual se expresó tanto a nivel de la deuda externa como interna. En el primero con un *default* que, si bien breve, ayudó a consolidar la recuperación al concentrar los escasos recursos en la economía interna, al tiempo que generó condiciones de negociación bastante favorables para Chile en lo relativo a sus compromisos con los tenedores de bonos —lo que da muestras, por cierto, del poder de una economía pequeña en el contexto de una crisis global del capitalismo. Por su parte, en el ámbito interno dicho activismo se evidenció respecto a la modificación del cuerpo legal —con los decretos que impidieron corridas masivas

y facilitaron moratorias— y en el importante fomento estatal —deliberado o no— a instituciones semifiscales como las Cajas Sociales⁶⁴. Todo ello permitió la superación de la crisis en el ámbito de la estructura financiera y el mercado de crédito; el crecimiento sostenido de las colocaciones y los depósitos, así como la recuperación del mercado bursátil, lo atestiguan. Para el bienio 1934-1935 la depresión financiera ya había sido superada, sin pérdida significativa de operadores bancarios, con una norma jurídica flexible y un sistema cambiario que no admitía ajustes automáticos como el vaticinado por el *gold standard*.

Por su parte, en los primeros momentos de la Crisis de la Deuda el dogmatismo que se observó en la mantención del patrón oro por Carlos Ibáñez en 1930 se extendió a la esfera externa del sistema financiero durante la década de 1980. En términos de la deuda se prefirió la conformación de un cartel de acreedores y la negociación unilateral, esto es, la aceptación irrestricta de las condiciones de la banca internacional amparada por las instituciones financieras multilaterales, antes que el apoyo a una política de coordinación entre los países latinoamericanos endeudados. Las pautas dictadas por el FMI determinaron el pago ininterrumpido de la deuda, cuestión que, a pesar de haber permitido la entrada de mayores recursos respecto a otros países de América Latina para la superación de la crisis, también implicó la socialización de una deuda privada que había sido adquirida sin garantía estatal. Así, mientras el endeudamiento de bancos y particulares se redujo a su mínima expresión desde fines de la década de 1970, la pública se empinó a niveles inéditos. En el ámbito interno ello tuvo repercusiones en los operadores que se embarcaron en créditos más allá de sus posibilidades, quienes sufrieron una dura reducción por administraciones provisionales que acabaron en liquidaciones —pese a que ciertamente hubo operadores que lograron salvarse (casos de *too big to fail*)⁶⁵. En esas condiciones, y bajo una nueva legislación que se cristalizó en 1985, el

⁶⁴ El gran ausente fue el inmediato abandono al patrón oro, que tardó uno o dos años en llegar. Si Ibáñez pudo concretar la moratoria de la deuda pública externa, por una incapacidad de presión de los acreedores, las condiciones sociales para eliminar el patrón oro no se lo hubiesen permitido. El abandono del sistema, considerando el apoyo transversal al partido orero de los distintos actores, desde industriales a trabajadores, habría hipotecado su continuidad en el poder. Ello nos permitiría entender por qué el fin del *gold standard* acontece en el peor año de la crisis, a diferencia del resto de América Latina.

⁶⁵ El salvataje a la banca fue ciertamente una medida heterodoxa en un ambiente en que el liberalismo hablaba sobre responsabilidad individuales y asunción de los costos de gestiones empresariales privadas imprudentes. La ideología económica del régimen no aplicó en la compra de la «cartera mala», en la recapitalización del sistema ni en la ayuda estatal a ciertos agentes económicos endeudados en desmedro de otros que sufrieron realmente las consecuencias de la crisis (desempleados). Cabe señalar que estas ayudas fueron sistemáticas,

sistema financiero bancario, tanto a nivel de colocaciones como de depósitos prosiguió su crecimiento —aunque a tasas más prudentes que aquellas en las que los petrodólares y las entidades irresponsables abundaban y el enfoque monetario de la balanza de pagos era hegemónico—, en tanto que el mercado bursátil se expandió a niveles sin precedentes en toda su historia, en particular por los instrumentos de intermediación financiera (Fondos Mutuos) y renta fija (AFP).

La revisión de los párrafos previos permite identificar elementos de transformación en los regímenes financieros que son pertinentes de relevar en esta sección. Desde luego, uno de los más importantes es el mencionado acceso a los mercados internacionales de capitales. Si hasta el *shock* externo que dio inicio a la Gran Depresión los flujos de capitales eran expeditos, el crac de 1929 desencadenó el cierre absoluto del mercado desde 1932 y hasta fines de la década de 1930. Por su parte, la Década Perdida, bajo condiciones iniciales similares a las de fines de la década de 1920, sufrió una reducción importante del volumen de los flujos de la banca internacional desde 1982. Este último fenómeno intentó subsanarse con ayudas de las instituciones financieras multilaterales, centralmente del FMI y el Banco Mundial. Por cierto, en ese marco general hubo distintas gestiones de la deuda, tanto si observamos el endeudamiento externo en su relación al PIB de cada período como en cuanto a las exportaciones. A partir de ello se concluye que comparativamente el esfuerzo de pago del gobierno de Alessandri superó al del régimen de Pinochet, en la medida en que la administración del otrora candidato del Partido Liberal llevó los niveles relativos de deuda a aquellos a los de los años anteriores a la crisis de 1929, algo que solo sucedió en la década de 1990 con respecto a fines de los años 1970.

En el nivel interno, las transformaciones fundamentales se produjeron, en principio, en la norma jurídica. Por un lado, se logró mayor flexibilización en la reglamentación bancaria durante los años más críticos de la Gran Depresión; por otro, se estableció una legislación con estándares de calidad más altos, que proveyeran de seguridad y estabilidad al sistema financiero luego del *shock* de la Década Perdida. Así, si en 1929 el patrón oro y ciertos as-

durante los tres peores años de la crisis —no como el rescate al Banco de Osorno en los setenta, que fue un caso aislado—, así como en uno durante la fase de recuperación.

pectos de la Ley General de Bancos propugnaron la mantención de altos niveles de patrimonio en relación a las colocaciones concedidas, la crisis redundará en el relajamiento de dichos límites como modo de lograr una recuperación más rápida de las principales variables financieras. Por el contrario, un régimen ya liberalizado y con bajos controles por parte de la autoridad, como lo fue el del primer «milagro chileno», será forzado como consecuencia del *shock* a exhibir mayores niveles de respaldo a la hora de conceder créditos. Esa mayor seguridad en la gestión bancaria también se vio reflejada en la composición pasivos al final de la Crisis de la Deuda, en la que la participación de los créditos externos se reduce para dar paso a un mayor peso de depósitos, lo que permitió una relación más estrecha entre activos y pasivos internos. En este punto, no obstante, la crisis de 1929 no presenta modificaciones importantes, puesto que su relación entre depósitos y colocaciones es bastante similar al principio y final de la cronología.

A nivel de operadores, si bien su composición sufrió modificaciones producto de ambos eventos recesivos, la particular intensidad de la Crisis de la Deuda —en comparación con la Gran Depresión— generó un rasgo más marcado en la concentración de la propiedad. En efecto, si observamos la evolución de operadores y colocaciones y depósitos durante la Década Perdida, en especial de la banca nacional, se puede notar que, pese a que la cantidad de bancos se reduce en un 25%, los bancos que sobrevivieron controlaron 2,6 veces más colocaciones y 9 veces más depósitos que el conjunto de bancos antes de la crisis. Con todo, si el rostro de la crisis de 1929 en el ámbito financiero fue la impresionante caída de colocaciones y depósitos, con una reducción de operadores más bien baja y el ascenso de las Cajas Sociales, la imagen que imprimió la Crisis de la Deuda fue un proceso oligopólico en el que un grupo de bancos adquirieron progresivamente una mayor cuota de mercado⁶⁶.

Por último, las transformaciones se evidencian también al nivel bursátil. En la Gran Depresión, la crisis sirvió como un punto de inflexión en la competencia entre Santiago y Valparaíso como el centro bursátil más importante del país, fundamentalmente por el peso del

⁶⁶ Tanto la relación de activos y pasivo como el importante proceso de concentración de propiedad en la Crisis de la Deuda, indican que nuestra hipótesis requiere de ciertas rectificaciones. En efecto, si bien defendemos la premisa de que existió una transformación de los elementos fundamentales en ambas crisis, debemos señalar que ello depende en del indicador que observemos. El mayor peso de activos dentro de los préstamos o de pocos bancos controlando grandes volúmenes de colocaciones y depósitos solo se produce en la Crisis de la Deuda.

mercado accionario, que logró su recuperación y consolidación solamente en la capital. En el caso de la Década Perdida, el mercado del corretaje sufrió de transformaciones en las herramientas de inversión preponderantes, como se señala arriba, así como un crecimiento espectacular desde 1985⁶⁷. A través de un experimento se puede señalar que en los períodos de recuperación de las crisis de 1929 como 1982 los ahorradores habrían preferido invertir en bolsa antes que en el sistema bancario —al contrario de como era antes de las recesiones—, fenómeno que estaría dictado en lo fundamental por la reducción de las tasas de interés post-*shock* y por el auge del mercado bursátil desde mediados de las décadas de 1930 y 1980.

La argumentación de los párrafos previos permite avanzar en ciertos elementos que en la literatura son mencionados, pero no probados, otros que se desconocían, y matizar algunos de sus juicios.

1. Para lo que refiere a la Gran Depresión, en su aspecto externo se comprueba, como postulaba Bernedo (1989), que el mayor acreedor de bonos soberanos chilenos desde mediados de la década de los veinte es Estados Unidos; la época dorada de los capitales británicos había llegado a su fin con la primera postguerra. Si confiamos en la propuesta de Drake (1994), el flujo de capitales norteamericanos habría sido posibilitado por el componente político de las reformas impulsadas por Kemmerer, en particular por la seguridad jurídica que irradiaba. En lo que refiere a la moratoria, no podemos sino secundar lo que sugiere Bulmer-Thomas (1998), acerca de que el *default* habría condicionado la participación de Chile en el mercado de capitales; sin embargo, no podemos coincidir con él cuando argumenta que uno de los elementos para entender el cese del pago es que los acreedores eran bancos pequeños y con poco poder de negociación. Antes bien, en el caso de Chile, importantes firmas neoyorquinas decimonónicas, tales como el *National City Bank of New York, Kissel, Kinnicutt & Co., Hallgarten & Co., Kuhn Loebe y Guaranty Co*, habrían sido las principales prestamistas. Más que ello, la debacle del capitalismo global, así como la no intervención de los gobiernos en tenedores de bonos, tendría más peso en la explicación general del fenómeno.

⁶⁷ Cabría mencionar que en ambos casos la recuperación de las bolsas es muy anterior a la del PIB en ambas crisis. Ello tendría relación con que, en un ambiente de recuperación con altas tasas de crecimiento —y de gobiernos que propugnaron ideologías adictas a la iniciativa privada— la mayor compra de títulos eleva su precio, fenómeno que, sumado al ejercicio de especulación, forma una espiral bursátil en la que se contabilizan en un año varias transacciones por una misma acción.

Por último, en el período de recuperación, poco se menciona en la literatura el enorme esfuerzo por servir la deuda externa durante el gobierno de Alessandri, a pesar del encarecimiento sistemático del tipo de cambio. Tal cuestión nos permitiría entender otras aristas de su régimen, como el retraso en materia social y, en alguna medida, la llegada del Frente Popular al poder en 1938.

2. En el aspecto interno de la Gran Depresión, al observar las consecuencias del mantenimiento del patrón oro en las variables financieras, la postura crítica al mantenimiento del patrón oro resulta natural —tal como Meller (1998), Riveros (2009), Ortega, Norambuena, Pinto & Bravo (1989) lo hacen para los fenómenos económicos más generales, además de los autores que tratan el tema a nivel latinoamericano—, antes que buscar su justificación en base a las limitadas facultades de las autoridades del Banco Central (Carrasco, 2009). Ciertamente reconocemos la incapacidad política de eliminar el sistema cambiario-monetario con anterioridad, como también el importante aprendizaje luego de experimentar las consecuencias contractivas derivadas del dogmatismo y ortodoxias económicas: desde el golpe externo no se volverá a hablar en los círculos económicos con influencia en la política pública de sistemas que predicasen ajustes automáticos ante fenómenos recesivos; tendencia, no obstante, que se rompería con el establecimiento del enfoque monetario de la balanza de pagos de mano de los *Chicago boys* —y que requirió de otra gran crisis para ser abolido.

Durante la recuperación de la crisis, el juicio del crecimiento sostenido y sin inflación como una política derivada de coordinación fiscal y monetaria, como lo defiende Carrasco (2009), tiene efectivamente su contrapartida a nivel de las variables fundamentales del sistema financiero, tanto en precios y montos accionarios, como en colocaciones y captaciones. Habría que añadir a ese juicio general la importancia progresiva de las Cajas Sociales —y, por tanto, de instituciones con apoyo estatal y no solo de la iniciativa privada— en la mejoría del ejercicio de intermediación durante el gobierno liberal de Alessandri. La solidez del sistema bancario, pues, es deudora de elementos de orden no ortodoxo o no liberal decimonónico, como lo fue el control de cambios en el ámbito monetario —política que, si seguimos el argumento de Bulmer-Thomas (1998), también habría aportado a la estabilidad del sistema financiero. En suma, la necesidad de aplicar medidas heterodoxas ante eventos recesivos, ya

sea externos o internos, fue efectivamente un aprendizaje en materia interna luego del *shock* de la crisis de 1929.

3. Se puede decir que el régimen financiero externo que precedió la Década Perdida — esto es, aquel que fue fruto de la liberalización de la cuenta de capitales que, en nombre del enfoque monetario de la balanza de pagos— hizo caso omiso a experiencias previas de endeudamiento masivo, como la de la década 1920, al tiempo que propició patrones de consumo que superaron las posibilidades reales de una pequeña economía como la chilena. La estabilidad del sistema en su conjunto, en particular el equilibrio de la cuenta corriente, no era una prioridad dentro de los objetivos de una dictadura necesitada de legitimación por vía económica (Guiñez, 2017). Así, la gestión de la deuda fue dramática, según revisamos en materia financiera, y como opinan Meller (1998) y Ffrench-Davis (2014), para el conjunto de la economía. Las condiciones de los acreedores primaron, en tanto que la ayuda de las instituciones financieras multilaterales tuvo fuertes sesgos recesivos. Y aun siguiendo gran parte de las recomendaciones de dichos órganos no hubo reducción neta de la deuda sino hasta 1987. Afortunadamente desde entonces no se han registrado fenómenos de endeudamiento de tales magnitudes, tanto desde el lado de la oferta, como gracias a una demanda que en lo privado ha tenido una supervisión adecuada y que desde lo público ha cumplido con las reglas fiscales autoimpuestas.

4. En principio, se debe concordar con la necesidad de una reforma al sistema financiero luego del fin de la Unidad Popular, en atención a reducir los costos del crédito dirigido a las empresas (Reinstein & Rosende, 2001). Ello era una modificación que urgía, antes que pura pretensión ideológica (Gárate, 2012). Sin embargo, el nivel de radicalidad con el que se actuó resulta inentendible, puesto que la peligrosidad que incubó el sistema en su interior resultaban patente, a través de la liberalización de las tasas de interés y la eliminación de todo límite al crédito externo, mientras que sus efectos inmediatos fueron visibles a través de una cuenta corriente constantemente deficitaria. El enfoque monetario de la balanza de pagos mostró desde su inicio una tendencia a generar desequilibrios. En suma, el crecimiento del PIB en ese «primer milagro» ultraliberal, como indica el mencionado Ffrench-Davis (2014), fue impulsado por los servicios comerciales y financieros —antes que por producción real—, juicio

que se reafirma si atendemos a la demanda efectiva de las colocaciones hasta antes de la crisis.

La recuperación de la crisis estuvo marcada por la intervención estatal, la cual impidió un descenso abrupto en el nivel de créditos y depósitos: se evitó la contracción de las colocaciones de la banca y cualquier tipo de corrida a nivel de captaciones, indicadores que siguieron la senda del crecimiento hasta el término de nuestra cronología, como también ocurrió en el caso de los instrumentos de inversión de la Bolsa de Comercio de Santiago. Más allá de la crítica a la distribución de los costos de la crisis, que ha sido tratada en distintas oportunidades, es importante reconocer también que la Década Perdida logró afianzar un sistema financiero interno sólido, luego de la reforma de 1986. Este aprendizaje forzoso, si se quiere, renunció a las posturas del liberalismo dogmático de fines de la década de 1970 y de principios de 1980 para cimentar un modelo estable que acompañó el gran crecimiento de la década de 1990 y hasta la actualidad. Las tasas de ganancia de la banca, en particular con créditos destinados a la educación, el peso de su *lobby* en las decisiones políticas (Matamala, 2016), así como el endeudamiento de amplios sectores de la población (SBIF, 2015), impiden un juicio más positivo en lo que refiere a su modelo de negocios.

Con todo, las experiencias que lega el comportamiento del sistema financiero durante la Gran Depresión y la Década Perdida entregan lecciones importantes en el ámbito de gestión prudencial de fondos extranjeros y de intermediación interna. A partir de ellas es posible sostener que el crédito externo en momentos que no son críticos o de desaceleración importantes debe responder a proyectos de mediano y largo plazo antes que para resolver coyunturas políticas sedientas de popularidad y reconocimiento. Sin embargo, esa disciplina monetaria no debe olvidar que en momentos de contracción de la actividad las acciones contracíclicas deben protagonizar la política económica. No se debe renunciar *a priori* al endeudamiento externo si este permite, a tasas razonables, reactivar desde el Estado sectores clave que sufren de pérdida de dinamismo por ausencia de capitales privados o que tienen relevancia en términos sociales, como aquellos nichos productivos situados en zonas aisladas y que se vinculan directamente con sus comunidades. En lo que refiere a la regulación de la banca y las instituciones que participan del mercado de créditos y depósitos internos, las experiencias de 1929 y 1982 indican que si un sistema demasiado rígido puede intensificar los efectos

de crisis que son ajenas a él, uno totalmente en manos del mercado —tan caro a los monetaristas— termina por generar crisis en su interior, contagiando al resto de la economía y comprometiendo al Estado en su rescate utilizando patrimonio público en detrimento de otros objetivos sociales. La combinación entre sistema regulado, monitoreado por la autoridad, pero que también sea susceptible de cumplir funciones de apoyo al crecimiento —desde una política monetaria coherente—, y de acciones contra-cíclicas en casos de eventos de desaceleración o recesiones, resultaría ser lo más recomendable.

La Gran Depresión y la Crisis de la Deuda prueban que los modelos ortodoxos en materia cambiaria que renuncian a todo control estatal, como el patrón oro o el enfoque monetario de la balanza de pagos, no resultan ser los más apropiados para una economía en desarrollo con patrones de crecimiento más bien volátiles, dependientes de la demanda internacional y del precio de los *commodities*. Por el contrario, pareciera ser que terminan por crear condiciones favorables para una crisis de carácter monetario y, una vez que esta estalla, no hacen sino profundizar sus efectos contractivos en el resto de la economía, aletargando la recuperación.

Por cierto, las lecciones de las crisis, en su nivel externo e interno, requiere de altas cuotas de responsabilidad política en la gestión de los fondos y su intermediación, lo que difícilmente se logra cuando existen dictaduras cuyas decisiones no son expuestas al escrutinio público, sino que están capturadas por una visión económica adicta al régimen. La pregunta contra factual, aunque no por ello menos válida, es si en el marco de regímenes democráticos consolidados la permanencia de estructuras monetarias rígidas, reformas en extremo flexibles o la descontrolada afluencia de capitales foráneos podrían haberse materializado de la forma como lo hicieron. La opinión de economistas críticos a la administración de turno —como aquellos en torno a Cieplan— más bien trasciende el ámbito de la investigación silenciosa y retoma realmente su carácter de políticas públicas.

En síntesis, pensamos que el debate público en materia de economía política resulta crucial si no se quiere recaer en políticas dogmáticas que lleven a situaciones críticas, las mismas que no obstante terminarán defenestrando unas nuevas ortodoxias económicas.

FUENTES Y BIBLIOGRAFÍA

FUENTES PRIMARIAS

Caja de Amortización de la Deuda Pública. (1936). *Deuda Externa. Documentos y antecedentes relativos con la reiniciación del servicio de la deuda externa de Chile, recopilados por orden del señor Ministro de Hacienda Gustavo Ross*. Santiago.

Dirección General de Estadística. (1927-1938). *Anuario Estadístico de Chile años 1927, 1928, 1929, 1930, 1931, 1932, 1933, 1934, 1935, 1936, 1937, 1938, 1939, Vol. V Finanzas, Bancos y Cajas Sociales*. Santiago.

Información Financiera. (1979-1987). *Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, años 1979, 1980, 1981, 1982, 1983, 1984, 1985, 1986, 1987*. Santiago.

COMPILADOS ESTADÍSTICOS

Banco Central. (2001). *Indicadores Económicos y Sociales de Chile 1960-2000*. Santiago: Departamento Publicaciones de la Gerencia de Investigación Económica.

Díaz, J., Lüders, R., & Wagner, G. (2016). *La República en Cifras*. Santiago: Ediciones UC.

De la Cuadra, S. (1983). Apéndice estadístico : recesiones económicas, crisis cambiaria y ciclos inflacionarios : Chile 1926-1982. Santiago: Pontificia Universidad Católica de Chile.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Ayala, J. (1999). *Instituciones y economía*. México: Fondo de Cultura Económica.

- Bárcena, A. (2014). La crisis de la deuda latinoamericana: 30 años después. En J. A. Ocampo, B. Stallings, I. Bustillo, H. Velloso, & R. Frenkel, *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica* (págs. 9-18). Santiago: Naciones Unidas.
- Bernedo, P. (1989). Prosperidad económica bajo el gobierno de Carlos Ibáñez del Campo, 1927-1929. *Historia*, 5-105.
- Bértola, L., & Ocampo, J. A. (2013). *El desarrollo económico de América Latina desde la Independencia*. México D.F.: Fondo de Cultura Económica.
- Bulmer-Thomas, V. (1998). *La historia económica de América Latina desde la Independencia*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Carrasco, C. (2009). *Banco Central de Chile 1925-1964. Una Historia Institucional*. Santiago, Chile: Banco Central de Chile.
- Chamorro, M. (1985). El sistema bancario comercial chileno y la crisis de los años treinta. En S. d. Financieras, *Información Financiera de agosto de 1985* (págs. VII-XXVIII). Santiago.
- Couyoumdjian, J., Millar, R., & Tocornal, J. (1992). *Historia de la Bolsa de Comercio de Santiago 1893-1993. Un siglo del mercado de valores en Chile*. Santiago, Chile: Editorial Universitaria.
- Díaz-Alejandro, C. (1988). América Latina en la década de los treinta. En R. Thorp, *América Latina en la década de los treinta. El papel de la periferia en la crisis mundial* (págs. 31-68). México: Fondo de Cultura Económica.
- Dickens, E. (2005). The Eurodollar Market and the New Era of Global Financialization. En G. Epstein, *Financialization and the World Economy* (págs. 210-219). Northampton: Edward Elgar Publishing, Inc.
- Drake, P. (1984). La misión Kemmerer a Chile: consejeros norteamericanos, estabilización y endeudamiento, 1925-1932. *Cuadernos de Historia*, N° 4, 31-57.

- Drake, P. (1994). La creación de los bancos centrales en los países andinos. En P. Tedde, & C. Marichal, *La formación de los Bancos Centrales en España y América Latina* (págs. 85-102). Madrid, España: Banco de España.
- Ellsworth, P. T. (1945). *Chile An Economy in Transition*. New York: The MacMillian Company.
- Fernandois, J. (1992). Del unilateralismo a la negociación. Chile, Estados Unidos y la deuda a largo plazo 1934-1938. *Historia*, N° 26, 71-115.
- Ffrench-Davis, R. (2014). *Chile entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad* (Quinta ed.). Santiago, Chile: JC Sáez Editor SpA.
- Ffrench-Davis, R., Muñoz, O., & Palma, G. (1997). Las economías latinoamericanas, 1950-1990. En L. Bethell, *Historia de América Latina. Vol. 11. Economía y sociedad desde 1930* (págs. 83-164). Barcelona: Crítica.
- Gallagher, D. (1983). América Latina y su crisis financiera internacional. *Estudios Públicos*, N° 14, 21-47.
- Gárate, M. (2012). *La revolución capitalista en Chile (1973-2003)*. . Santiago, Chile: Universidad Alberto Hurtado.
- Guiñez, S. (2017). “Porque el progreso encuentra muchas veces palancas poderosas en situaciones transitorias”. *Relaciones entre regímenes autoritarios y crisis económicas en Chile. Los casos de Carlos Ibáñez del Campo (1927-1931) y Augusto Pinochet Ugarte (1973-1990)*. Santiago: Seminario de Grado Licenciatura en Historia, Universidad de Chile.
- Harberger, A. (1984). La crisis cambiaria chilena de 1982. *Cuadernos de Economía*, 123-136.
- Held, G. (1989). *Regulación y Supervisión de la banca en la experiencia de liberalización financiera en Chile (1974-1988)*. Santiago: CEPAL.

- Held, G., & Jiménez, L. F. (1999). Liberalización financiera, crisis y reforma del sistema bancario chileno: 1974-1999. *Financiamiento para el desarrollo, N° 90 CEPAL*.
- Hobsbawm, E. (2012). *La era del imperio*. Buenos Aires: Crítica.
- Larraín, F., & Vergara, R. (2001). *La Transformación Económica de Chile*. Santiago: Andros.
- Lüders, R., & Wagner, G. (2003). The Great Depression: a defining moment in Chile's development? *Cuadernos de Economía N° 121*, 787-791.
- Mamalakis, M. (1984). Explicaciones acerca del desarrollo económico chileno: una reseña y síntesis. *Historia*, 115-158.
- Marfán, M. (1984). Políticas reactivadoras y recesión externa: Chile 1929-1938. *Estudios CIEPLAN, N° 12*, 89-119.
- Matamala, D. (2016). Poderoso Caballero. El pe\$o del dinero en la política chilena. Santiago: Catalonia.
- Meller, P. (1984). Elementos útiles e inútiles en la literatura sobre recesiones y depresiones. *Estudios CIEPLAN, N°12*, 135-158.
- Meller, P. (1998). *Un siglo de economía política chilena (1890-1990)*. Santiago, Chile: Andrés Bello.
- Meller, P. (2016). *Un siglo de economía política chilena (1890-1990)*. Santiago: Uqbar.
- Mishkin, F. S. (2014). *Moneda, banca y mercados financieros*. México: Pearson Educación.
- Ocampo, J. A. (2014). La crisis latinoamericana de la deuda a la luz de la historia. En J. A. Ocampo, B. Stallings, I. Bustillo, H. Bellosso, & R. Frenkel, *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica* (págs. 19-52). Santiago, Chile: Naciones Unidas.

- Ortega, L., Norambuena, C., Pinto, J., & Bravo, G. (1989). *Corporación de Fomento de la Producción. 50 años de realizaciones 1939-1989*. Santiago: Departamento de Historia, Facultad de Humanidades, Universidad de Santiago de Chile.
- Ossa, F. (1993). La creación del Banco Central de Chile en 1925: antecedentes previos y los primeros años de operación. *Documento de Trabajo N° 135, Instituto de Economía UC*, 69-101.
- Palma, G. (1984). Chile 1914-1935: de economía exportadora a sustitutiva de importaciones. *Estudios CIEPLAN, N° 12*, 61-88.
- Palma, G. (1988). De una economía en exportación a una economía sustitutiva de importaciones: Chile 1914-1939. En R. Thorp, *América Latina en la década de los treinta. El papel de la periferia en la crisis mundial* (págs. 69-102). México: Fondo de Cultura Económica.
- Pastor, A. (2011). *La ciencia humilde*. Barcelona : Ares y Mares.
- Ramon-Muñoz, R. (2012). *Guerras, crisis y derrumbamiento de la primera globalización (1914-1950)*. Barcelona: Universitat Oberta de Catalunya (OUC).
- Reinstein, A., & Rosende, F. (2001). Reforma Financiera en Chile. En F. Larraín, & R. Vergara, *La Transformación Económica de Chile* (págs. 341-390). Santiago: Andros.
- Riveros, L. (2009). La Gran Depresión (1929-1932) en Chile. *Serie Documentos de Trabajo - Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Chile*.
- Rodríguez, J. (2014). *La Economía Política de la Desigualdad del Ingreso en Chile, 1850-2009*. Montevideo: Tesis Doctoral.
- Sanfuentes, A. (1987). La deuda pública externa en Chile entre 1818 y 1935. *Estudios de Economía, N° 14*, 17-72.
- Schmitt, C. (2009). *Teología Política*. Madrid: Trotta.
- Stallings, B. (2014). La economía política de las negociaciones de la deuda: América Latina en la década de los ochenta. En J. A. Ocampo, B. Stallings, I. Bustillo, H. Belloso, &

- R. Frenkel, *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica* (págs. 53-82). Santiago: Naciones Unidas.
- Tello, E., & Lluís, G. (2012). *La segunda globalización: de la estancación de los años setenta hasta la gran recesión (1973-2012)*. Barcelona: Universitat Oberta de Catalunya (UOC).
- Thorp, R. (1988a). Introducción. En R. Thorp, *América Latina en la década de los treinta. El papel de la periferia en la crisis mundial* (págs. 13-30). México: Fondo de Cultura Económica.
- Thorp, R. (1998b). *Progreso, pobreza y exclusión. Una historia económica de América Latina*. Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Torres, I. S. (2003). *La vida de un croata: Pascual Baburizza Soletić*. Valparaíso: Ediciones Universidad de Playa Ancha de Ciencias de la Educación.
- Valdés, S. (1988). Orígenes de la crisis de la deuda: ¿nos sobreendudamos o nos prestaron en exceso? *Estudios Públicos*, N° 105, 135-174.
- Vergara, R. (1996). Privatización de la banca: la experiencia chilena. *Estudios Públicos*, N° 63, 335-345.

RECURSOS WEB

- Cronología Bancaria. (15 de Diciembre de 2016). *Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras*. Obtenido de: <https://www.sbif.cl/cronologia/>.
- Datos Macro. (15 de Enero de 2017). *Deuda Pública de Chile*. Obtenido de Data Bank: <http://www.datosmacro.com/deuda/chile>.
- Informe Endeudamiento de los clientes Bancarios. (16 de Diciembre de 2016). *Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras*. Obtenido de: <https://www.sbif.cl/sbifweb/servlet/Noticia?indice=2.1&idContenido=10982>.

Valparaíso, B. d. (1 de Diciembre de 2016). *Historia de la Bolsa de Valparaíso*. Obtenido de Bolsa de Corredores - Bolsa de Valores de Valparaíso: <https://www.bovalpo.com/base.php>.

World Bank. (8 de Diciembre de 2016). *Real interest rate (%) United States*. Obtenido de Data Bank: <http://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.RINR?end=1984&locations=US&start=1977>.

ANEXO ESTADÍSTICO

Toda la información refiere a 31 de diciembre de cada año, a menos que se indique lo contrario. Los valores son nominales.

ANEXO I (GRÁFICO II.1) – OPERADORES DEL SISTEMA FINANCIERO DURANTE LA GRAN DEPRESIÓN

	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938
BANCOS COMERCIALES												
Banco de Concepción	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco de Curicó	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco de Talca	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco de Llanquihue	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco de Chile (1893)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco Nacional (1904)	1	1	1	1	1							
Banco Comercial de Curicó	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco Osorno y La Unión	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco de Mulchén	1	1										
Banco de Constitución	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco de A. Edwards i C.ª. (1913)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco Yugoslavo de Chile	1	1	1	1	1							
Banco Italiano	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco de Chile y Alemania	1	1	1									
Banco Español-Chile	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco de Punta Arenas Magallanes	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco de Régulo Valenzuela y Cía	1	1	1	1								
Banco Alemán Trasatlántico*	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco Anglo Sud-Americano Ltd.*	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1		
Banco de Londres y Am. del Sud Ltd.*	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco Francés e Italiano Am. del Sud*	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco Germánico de la Am. de Sur*	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco Mercantil de Bolivia*	1	1	1	1	1	1						
The National City Bank of NY*	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
BANCOS HIPOTECARIOS												
Banco Hipotecario	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco Hipotecario de Chile (BHC)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
CAJAS SOCIALES												
Caja de Crédito Hipotecario	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Caja de Crédito Popular	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Caja de Crédito Agrario	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Caja Nacional de Ahorros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Caja de Crédito Minero	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Caja de Fomento Carbonero	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
Instituto de Crédito Industrial		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Caja de Colonización Agrícola		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Inst. de Fomento Min. e Ind. del Norte								1	1	1	1	1

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Cronología Bancaria (SBIF). *Bancos extranjeros.

ANEXO II (GRÁFICO II.2) – OPERADORES DEL SISTEMA FINANCIERO EN LA DÉCADA PERDIDA

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
BANCOS COMERCIALES									
Banco de Chile	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco Español-Chile	1	1	1						
Banco de Talca	1	1	1						
Banco O'Higgins	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco Israelita de Chile									
Banco Osorno y la Unión	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco del Estado de Chile	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco Sudamericano	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco de Crédito e Inversiones	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco del Trabajo	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco Austral de Chile	1	1	1						
Agrobanco de Chile									
Banco Comercial de Curicó	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco de Concepción	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco Industrial y de Com. Exterior	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco de Constitución	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco Regional de Linares	1	1	1						
Banco de Santiago	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco Morgan Finansa									
Banco Continental	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco do Brasil *	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Republic National Bank of NYk *	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Bank of America *	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Citibank N.A. *	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco Real *	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco do Estado de Sao Paulo S.A. *	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco de Santander *	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco Exterior S.A. *	1	1	1	1	1	1	1	1	1
The First National Bank of Boston *	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco Sudameris *	1	1	1	1	1	1	1	1	1
The Chase Manhattan Bank N.A. *	1	1	1	1	1	1	1	1	1
American Express *		1	1	1	1	1	1	1	1
Banco de la Nación Argentina *		1	1	1	1	1	1	1	1
Chicago Continental Bank *			1	1	1	1	1	1	1
The Bank of Tokyo Ltd. *			1	1	1	1	1	1	1
Banco de Colombia *			1	1	1	1	1	1	1
Centrobanco *			1	1	1	1	1	1	1
Banco Urquijo de Chile *				1	1	1	1	1	1
The Hongkong and Shanghai*				1	1	1	1	1	1
Morgan Bank Chile *								1	1
BANCOS DE FOMENTO									
Banco de Fomento de Valparaíso	1	1	1						
Banco Unido de Fomento	1	1	1	1					
Banco de Fomento del Bio-Bio	1	1	1						
Banco Hipotecario y de Fomento Nac.	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco Hip. y de Fomento de Chile	1	1	1	1					
Colocadora Nacional de Valores	1	1	1	1	1	1			
Banco Empresarial de Fomento				1	1	1	1	1	1

ANEXO II – CONTINUACIÓN

FINANCIERAS									
Financiera Cash S.A.		1	1	1					
Nacional Financiera S.A.		1	1						
Adelatos y Créditos S.A.F.		1	1	1					
Financiera Comercial S.A.	Fin. Comercial (desde 1986)	1	1	1	1	1	1	1	1
Compañía General Financiera S.A.		1	1	1					
Coporación Financiera ATLAS S.A.		1	1	1	1	1	1	1	1
Financiera CIGA S.A.		1	1	1	1				
Financiera Lat. de Desarrollo S.A.		1	1	1	1				
Financiera Davens S.A.		1	1	1	1	1	1	1	
Financiera Corfinsa S.A.		1	1	1	1	1	1	1	
Financiera Fusa S.A.		1	1	1	1	1	1	1	1
Financiera de los Andes S.A.		1	1	1					
Financiera Papeles y Cartones S.A.		1	1	1					
Financiera de Capitales S.A.		1	1	1					
Financiera Mediterráneo S.A.		1	1	1	1	1	1	1	
Sociedad Financiera del Sur S.A.		1	1	1					
Financiera de Interés Social S.A.		1	1	1	1				
Financiera Condell S.A.		1	1	1	1	1	1	1	1

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Cronología Bancaria (SBIF) y volúmenes de Información Financiera (SBIF).

*Bancos extranjeros.

ANEXO III (GRÁFICO III.1 Y GRÁFICO III.3) – DEUDA EXTERNA GRAN DEPRESIÓN

Año	Deuda Externa Pública Millones de Dólares de Cada Año	Millones de pesos de cada año	Deuda Externa Pública / Exportaciones (veces)	Deuda Externa Pública Millones de Pesos de 1996	PIB Millones de Pesos de 1996	Deuda Externa Pública \$1996/PIB \$1996 (veces)
1927	316	2.613	1,54	717.124	2.569.778	0,28
1928	376	3.091	1,59	844.341	3.147.861	0,27
1929	416	3.432	1,49	872.998	3.312.529	0,26
1930	481	3.973	2,98	1.065.798	2.782.184	0,38
1931	496	4.687	4,94	1.257.371	2.191.861	0,57
1932	491	17.725	14,32	3.845.709	1.852.045	2,08
1933	490	16.170	9,81	3.359.956	2.282.179	1,47
1934	490	12.123	5,12	2.416.754	2.755.116	0,88
1935	464	11.632	4,79	2.350.970	2.913.657	0,81
1936	446	11.383	3,89	2.047.836	3.056.873	0,67
1937	426	11.123	2,18	1.823.165	3.477.709	0,52
1938	380	10.236	2,69	1.641.445	3.515.713	0,47

Fuente: Elaboración propia sobre la base de “La República en Cifras” (Díaz, Lüders, & Wagner, 2016).

ANEXO IV (GRÁFICO III.2 Y III.4) – DEUDA EXTERNA DÉCADA PERDIDA

Año	Deuda externa millones de dólares				Deuda Externa / Exportaciones (veces) (dol)	Deuda Externa \$1996/PIB \$1996 (veces)
	Pública	Privada	Total	BC-FMI		
1979	5.063	3.421	8.484	179	1,64	0,18
1980	5.063	6.021	11.084	123	1,77	0,14
1981	5.465	10.077	15.542	49	2,96	0,11
1982	6.660	10.493	17.153	6	3,55	0,17
1983	9.795	7.636	17.431	606	3,74	0,35
1984	12.343	6.534	18.877	782	4,54	0,45
1985	14.079	5.365	19.444	1.085	4,53	0,67
1986	15.763	3.738	19.501	1.328	4,18	0,75
1987	16.380	2.828	19.208	1.452	3,15	0,67

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Banco Central (2001), para la Deuda externa en millones de dólares, y Díaz, Lüders y Wagner (2016) para la Deuda externa sobre exportaciones y PIB.

ANEXO V (GRÁFICO III.5) – COLOCACIONES AL PÚBLICO POR INSTITUCIONES DURANTE LA GRAN DEPRESIÓN, MILLONES DE PESOS DE CADA AÑO

Año	Banca	Cajas Sociales	Banco Central	Total
1927	1.285	310	7	1.602
1928	1.346	339	8	1.693
1929	1.410	370	10	1.789
1930	1.476	404	11	1.892
1931	1.128	371	6	1.506
1932	1.103	379	27	1.509
1933	1.232	470	5	1.708
1934	1.389	514	6	1.909
1935	1.700	508	9	2.216
1936	1.825	612	21	2.458
1937	2.019	677	25	2.721
1938	2.101	776	32	2.909

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Anuarios Estadísticos (DGE), varios volúmenes. En rojo cifras retropoladas.

ANEXO VBIS – DISTRIBUCIÓN DE COLOCACIONES SEGÚN INSTITUCIÓN DURANTE LA GRAN DEPRESIÓN, MILLONES DE PESOS DE CADA AÑO

Año	Fisco y Municipalidades	Semifiscales e hipotecarias	Público	Total
1927	12	27	1.285	1.324
1928	11	30	1.346	1.387
1929	11	33	1.409	1.453
1930	11	36	1.476	1.523
1931	24	10	1.122	1.157
1932	38	17	1.103	1.157
1933	57	28	1.232	1.317
1934	42	35	1.430	1.507
1935	8	122	1.700	1.830
1936	9	117	1.825	1.950
1937	9	70	2.019	2.099
1938	8	72	2.101	2.180

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Anuarios Estadísticos (DGE), varios volúmenes. En rojo cifras retropoladas.

ANEXO VI (GRÁFICO III.6) – DEPÓSITOS DEL PÚBLICO DURANTE LA GRAN DEPRESIÓN, MILLONES DE PESOS DE CADA AÑO

Año	Cuenta corriente y a la vista	Plazo indefinido	Total
1927	539	607	1.146
1928	528	718	1.247
1929	500	701	1.201
1930	383	617	1.000
1931	386	454	841
1932	706	414	1.120
1933	854	395	1.249
1934	1.016	388	1.404
1935	1.118	510	1.628
1936	1.157	618	1.775
1937	1.308	604	1.911
1938	1.238	685	1.923

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Anuarios Estadísticos (DGE), varios volúmenes. En año 1927 refiere a noviembre de 1927.

ANEXO VIBIS – DEPÓSITOS POR INSTITUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO DURANTE LA GRAN DEPRESIÓN, EN MILLONES DE PESOS DE CADA AÑO

Año	Fisco y Municipalidades	Instituciones semifiscales e hipotecarias	Público	Total
1927	-	-	-	-
1928	-	-	-	-
1929	-	-	-	-
1930	22	92	932	1.047
1931	12	24	816	852
1932	13	67	1.040	1.120
1933	15	137	1.097	1.249
1934	72	191	1.141	1.404
1935	95	299	1.234	1.628
1936	127	320	1.328	1.775
1937	82	502	1.328	1.911
1938	81	493	1.349	1.923

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Anuarios Estadísticos (DGE), varios volúmenes.

ANEXO VII (GRÁFICO III.7) – COLOCACIONES POR INSTITUCIÓN DURANTE LA DÉCADA PERDIDA, MILES DE MILLONES DE PESOS DE CADA AÑO

Año	Bancos nacionales	Bancos extranjeros	Sociedades financieras	Total
1979	267	6	16	290
1980	509	17	37	563
1981	757	34	50	841
1982	843	89	16	948
1983	974	85	19	1.077
1984	1.336	134	25	1.494
1985	1.583	194	33	1.810
1986	1.758	268	28	2.054
1987	1.974	166	32	2.172

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Información Financiera (SBIF), varios volúmenes. En 1981 se utiliza información de 31 de diciembre, con excepción de las instituciones con administración provisional (Banco Español-Chile, Banco de Talca, Banco de Linares, Banco de Fomento de Valparaíso, Financiera Cash, Compañía General Financiera, Financiera de Capitales y Sociedad Financiera del Sur), para las cuales se obtiene los datos de 30 de noviembre de 1980. En 1982 se utiliza información de enero de 1983.

ANEXO VIII (GRÁFICO III.8) – DEPÓSITOS DEL SISTEMA FINANCIERO DURANTE LA DÉCADA

PERDIDA, MILES DE MILLONES DE PESOS DE CADA AÑO

Año	Bancos nacionales	Bancos extranjeros	Sociedades financieras	Total
1979	173	4	13	189
1980	318	9	27	355
1981	425	17	27	469
1982	372	59	11	441
1983	434	72	16	521
1984	582	113	24	720
1985	855	181	29	1.065
1986	1.072	285	30	1.388
1987	1.565	347	41	1.953

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Información Financiera (SBIF), varios volúmenes. En 1981 se utiliza información de 31 de diciembre, con excepción de las instituciones con administración provisional (Banco Español-Chile, Banco de Talca, Banco de Linares, Banco de Fomento de Valparaíso, Financiera Cash, Compañía General Financiera, Financiera de Capitales y Sociedad Financiera del Sur), para las cuales se obtiene los datos de 30 de noviembre de 1980. En 1982 se utiliza información de enero de 1983.

ANEXO VIII BIS – PRÉSTAMOS EN EL EXTERIOR POR INSTITUCIÓN DURANTE LA DÉCADA PERDIDA, EN MILES DE MILLONES DE PESOS

Año	Bancos comerciales	Bancos Extranjeros	Sociedades Financieras	Total
1979	55	2	1	57
1980	142	7	1	150
1981	239	15	2	256
1982	460	37	1	498
1983	511	42	1	554
1984	808	54	1	862
1985	1.108	72	1	1.181
1986	1.168	83	0	1.252
1987	1.113	84	0	1.197

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Información Financiera (SBIF), varios volúmenes. En 1981 se utiliza información de 31 de diciembre, con excepción de las instituciones con administración provisional (Banco Español-Chile, Banco de Talca, Banco de Linares, Banco de Fomento de Valparaíso, Financiera Cash, Compañía General Financiera, Financiera de Capitales y Sociedad Financiera del Sur), para las cuales se obtiene los datos de 30 de noviembre de 1980. En 1982 se utiliza información de enero de 1983.

ANEXO IX (GRÁFICO III.9) – COLOCACIONES, CAPITAL Y RESERVAS Y CAPITAL EN MILLONES DE PESOS DE CADA AÑO, Y RESERVAS SOBRE COLOCACIONES DURANTE LA GRAN DEPRESIÓN

Año	Colocaciones	Capital y reservas	Capital y reservas/ Colocaciones
1927	1.602	581	36%
1928	1.693	619	37%
1929	1.789	632	35%
1930	1.892	643	34%
1931	1.506	618	41%
1932	1.509	569	38%
1933	1.708	550	32%
1934	1.909	546	29%
1935	2.216	626	28%
1936	2.458	626	25%
1937	2.721	670	25%
1938	2.909	736	25%

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Anuarios Estadísticos (DGE), varios volúmenes. En rojo cifras retroproyectadas.

ANEXO X (GRÁFICO III.9) – COLOCACIONES, CAPITAL Y RESERVAS Y CAPITAL EN MILES DE MILLONES DE PESOS DE CADA AÑO, Y RESERVAS SOBRE COLOCACIONES DURANTE LA DÉCADA PERDIDA

Año	Colocaciones	Capital y reservas	Capital y reservas/ Colocaciones
1979	290	42	15%
1980	563	64	11%
1981	841	82	10%
1982	948	103	11%
1983	1.077	128	12%
1984	1.494	157	11%
1985	1.810	235	13%
1986	2.054	348	17%
1987	2.172	401	18%

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Información Financiera (SBIF), varios volúmenes. En 1981 se utiliza información de 31 de diciembre, con excepción de las instituciones con administración provisional (Banco Español-Chile, Banco de Talca, Banco de Linares, Banco de Fomento de Valparaíso, Financiera Cash, Compañía General Financiera, Financiera de Capitales y Sociedad Financiera del Sur), para las cuales se obtiene los datos de 30 de noviembre de 1980. En 1982 se utiliza información de enero de 1983.

ANEXO XI (GRÁFICO III.10) – PIB, COLOCACIONES Y DEPÓSITOS EN MILLONES DE PESOS DE CADA AÑO Y DEPÓSITOS Y COLOCACIONES SOBRE EL PIB DURANTE LA GRAN DEPRESIÓN

Año	PIB	Colocaciones totales	Depósitos totales	Colocaciones / PIB	Depósitos / PIB
1927	8.695	1.602	1.146	0,18	0,13
1928	9.239	1.693	1.247	0,18	0,13
1929	10.359	1.789	1.201	0,17	0,12
1930	9.192	1.892	1.000	0,21	0,11
1931	7.514	1.506	841	0,20	0,11
1932	5.901	1.509	1.120	0,26	0,19
1933	8.469	1.708	1.249	0,20	0,15
1934	10.281	1.909	1.404	0,19	0,14
1935	11.159	2.216	1.628	0,20	0,15
1936	12.271	2.458	1.775	0,20	0,14
1937	16.188	2.721	1.911	0,17	0,12
1938	16.250	2.909	1.923	0,18	0,12

Fuente: Elaboración propia. Para el PIB se utilizó serie de De la Cuadra (1983); en rojo PIB retropolado. Para colocaciones y depósitos se compilan desde Anuarios Estadísticos (DGE); en rojo colocaciones retropoladas.

ANEXO XII (GRÁFICO III.11) – PIB, COLOCACIONES Y DEPÓSITOS EN MILES DE MILLONES DE PESOS DE CADA AÑO Y DEPÓSITOS Y COLOCACIONES SOBRE EL PIB DURANTE LA DÉCADA PERDIDA

Año	PIB	Colocaciones totales	Depósitos totales	Colocaciones/PIB	Depósitos/PIB
1979	766	290	189	0,38	0,25
1980	1.062	563	355	0,53	0,33
1981	1.268	841	429	0,66	0,37
1982	1.178	948	441	0,80	0,37
1983	1.498	1.077	521	0,72	0,35
1984	1.848	1.494	720	0,81	0,39
1985	2.652	1.810	1.065	0,68	0,40
1986	3.419	2.054	1.388	0,60	0,41
1987	4.586	2.172	1.953	0,47	0,43

Fuente: Elaboración propia. Para el PIB se utiliza la serie de Díaz, Lüders y Wagner (2016). Colocaciones y depósitos sobre la base de Información Financiera (SBIF), varios volúmenes. En 1981 se utiliza información de 31 de diciembre, con excepción de las instituciones con administración provisional (Banco Español-Chile, Banco de Talca, Banco de Linares, Banco de Fomento de Valparaíso, Financiera Cash, Compañía General Financiera, Financiera de Capitales y Sociedad Financiera del Sur), para las cuales se obtiene los datos de 30 de noviembre de 1980. En 1982 se utiliza información de enero de 1983.

ANEXO XIII (GRÁFICO III.12) – MONTOS TRANSADOS EN BOLSAS DE VALPARAÍSO Y SANTIAGO
EN MILLONES DE PESOS Y OTRAS VARIABLES DEL CORRETAJE DURANTE LA GRAN DEPRESIÓN

Año	Renta fija Valpo	Renta fija Stgo	Acciones Valpo	Acciones Stgo	Total Renta Fija	Total Acciones	Total Bolsa
1927	9	93	510	352	101	861	963
1928	28	211	775	516	239	1.291	1.530
1929	30	185	786	589	215	1.376	1.591
1930	33	158	208	172	191	380	572
1931	13	105	94	108	118	202	320
1932	9	143	251	498	153	749	902
1933	9	122	463	828	130	1.291	1.421
1934	10	127	493	632	137	1.125	1.262
1935	11	126	526	725	137	1.251	1.388
1936	9	176	338	839	185	1.177	1.361
1937	12	180	381	1.007	192	1.388	1.580
1938	12	160	245	593	172	838	1.010

Año	Total Bolsa	Índice General Acciones (1929=100)	Depósitos a plazo indefinido (bancos)	Bolsa/Depósitos	PIB	Bolsa/PIB
1927	963	131	607	1,59	8.695	11%
1928	1.530	121	718	2,13	9.239	17%
1929	1.591	100	701	2,27	10.359	15%
1930	572	101	617	0,93	9.192	6%
1931	320	63	454	0,70	7.514	4%
1932	902	95	414	2,18	5.901	15%
1933	1.421	133	395	3,60	8.469	17%
1934	1.262	141	388	3,25	10.281	12%
1935	1.388	137	510	2,72	11.159	12%
1936	1.361	151	618	2,20	12.271	11%
1937	1.580	161	604	2,62	16.188	10%
1938	1.010	149	685	1,48	16.250	6%

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Anuarios Estadísticos (DGE), varios volúmenes. En rojo cifras retropoladas o interpoladas. Para el PIB de la Gran Depresión se utilizó serie de De la Cuadra (1983), mientras que para el de la Década Perdida el de Díaz, Lüders y Wagner (2016)

ANEXO XIII BIS – MONTOS DE ACCIONES MINERAS DE SANTIAGO Y VALPARAÍSO, Y TOTAL DE ACCIONES EN MILLONES DE PESOS DE CADA AÑO DURANTE LA GRAN DEPRESIÓN

Año	Acciones mineras		Total acciones
	Santiago	Valparaíso	
1927	181	244	861
1928	324	358	1291
1929	467	473	1376
1930	85	66	380
1931	37	14	202
1932	190	52	749
1933	549	200	1291
1934	398	219	1125
1935	552	292	1251
1936	621	168	1177
1937	788	229	1388
1938	323	99	838

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Anuarios Estadísticos (DGE), varios volúmenes. En rojo cifras interpoladas.

ANEXO XIV (GRÁFICO III.12) – MONTOS TRANSADOS EN BOLSAS DE SANTIAGO EN MILES DE MILLONES DE PESOS Y OTRAS VARIABLES DEL CORRETAJE DURANTE LA DÉCADA PERDIDA

Año	Acciones	Renta Fija	Interm. financiera	Otros (monetarios)	Total
1979	11	-	14	1	26
1980	19	2	25	2	47
1981	14	3	56	1	75
1982	7	42	134	5	187
1983	3	88	50	3	145
1984	3	93	61	1	159
1985	8	281	245	1	535
1986	56	829	565	1	1.452
1987	110	1.291	1.119	-	2.520

Año	Total Bolsa (sin RF)	Depósitos + Intermediación	Bolsa/Banca (veces)	Total Bolsa	PIB	Bolsa % PIB
1979	26	19	1,35	26	766	3%
1980	46	38	1,20	47	1.062	4%
1981	71	29	2,44	75	1.268	6%
1982	145	44	3,32	187	1.178	16%
1983	56	73	0,77	145	1.498	10%
1984	66	80	0,82	159	1.848	9%
1985	254	108	2,35	535	2.652	20%
1986	623	171	3,64	1.452	3.419	42%
1987	1.229	365	3,37	2.520	4.586	55%

Fuente: Elaboración propia. Para el PIB se utiliza la serie de Díaz, Lüders y Wagner (2016). Colocaciones y depósitos sobre la base de Información Financiera (SBIF), varios volúmenes. En 1981 se utiliza información de 31 de diciembre, con excepción de las instituciones con administración provisional (Banco Español-Chile, Banco de Talca, Banco de Linares, Banco de Fomento de Valparaíso, Financiera Cash, Compañía General Financiera, Financiera de Capitales y Sociedad Financiera del Sur), para las cuales se obtiene los datos de 30 de noviembre de 1980. En 1982 se utiliza información de enero de 1983.

ANEXO XV – TASAS DE INTERÉS BANCARIO NOMINAL Y EFECTIVA DURANTE LA GRAN DEPRESIÓN Y LA DÉCADA PERDIDA

Año	Tasa de interés nominal	Tasa de interés efectiva
1927	9,00	7,69
1928	9,31	8,82
1929	9,17	1,65
1930	9,35	15,32
1931	9,50	9,50
1932	9,51	-11,43
1933	8,27	3,69
1934	7,33	2,97
1935	7,17	8,65
1936	7,22	-4,56
1937	7,57	-1,99
1938	7,95	5,60
Año	Tasa de interés nominal	Tasa de interés efectiva
1979	61,96	16,60
1980	46,86	11,90
1981	51,90	38,67
1982	63,12	35,11
1983	42,69	15,92
1984	37,18	11,49
1985	40,38	11,05
1986	26,18	7,52
1987	32,71	9,27

Fuente: Elaboración propia sobre la base de “La República en Cifras” (Díaz, Lüders, & Wagner, 2016).

