

BANCO CENTRAL DE CHILE  
1964-1989  
UNA HISTORIA INSTITUCIONAL  
TOMO II.2

Camilo Carrasco



Copyright © Banco Central de Chile 2009  
Agustinas 1180  
Santiago, Chile  
Todos los derechos reservados  
Publicado en Santiago, Chile, por el Banco Central de Chile  
Manufacturado en Chile

Ninguna parte de esta publicación puede ser reproducida, presentada en un sistema de información, transmitida en forma alguna o por cualquier medio, electrónico, mecánico o de otro tipo, sin la autorización expresa del publicador.

ISBN 978-956-7421-64-0

**Banco Central de Chile**  
1964-1989  
**Una Historia Institucional**  
Tomo II.2

**Autor:**

Camilo Carrasco

**Comité Editorial Asesor:**

Luis Álvarez  
Patricio Bernedo  
Andrés Bianchi  
Pablo García  
Alberto Naudon

**Coordinación General:**

Carolina Besa

**Edición:**

Consuelo Edwards

**Diseño y Diagramación:**

Cecilia Valenzuela

**Corrección de Pruebas:**

Dionisio Vio

**Impresión:**

Fyrma Gráfica Limitada.

# CONTENIDOS

<b>AGRADECIMIENTOS</b>	<b>7</b>
<b>INTRODUCCIÓN</b>	<b>9</b>
<b>CAPÍTULO VI</b>	<b>23</b>
EL BANCO EN UN TRIENIO (1982-1984) DE PROFUNDA RECESIÓN, DEVALUACIÓN REAL DEL 100%, INTERVENCIÓN BANCARIA MASIVA Y RENEGOCIACIÓN DE PAGOS EXTERNOS	
1. CONTEXTO POLÍTICO: SE INICIAN LAS PROTESTAS SOCIALES Y LOS CAMBIOS DE AUTORIDADES	26
2. UNA MIRADA GLOBAL A LA DETERIORADA MACROECONOMÍA DEL TRIENIO	35
3. EL BANCO EN 1982 Y LOS CONTRADICTORIOS ENFOQUES MONETARIO-CAMBIARIOS: EXPERIMENTOS Y DESORIENTACIÓN	42
4. AÑO 1983: CÁCERES Y EL FMI COLABORAN PARA REORDENAR LA CASA	62
5. CAMBIO DE EQUIPO EN 1984 PONE EN RIESGO LA CONTINUIDAD DEL MODELO	73
6. REPROGRAMACIÓN DE DEUDAS INTERNAS, COMPRA DE CARTERAS Y RESCATE DEL SISTEMA FINANCIERO	78
7. FORZADA RENEGOCIACIÓN DE LA DEUDA EXTERNA Y CONTRATACIÓN DEL <i>NEW MONEY</i>	96
RECUADRO VI	108
AL INTERIOR DEL BANCO: 1977 –1984	

## CAPÍTULO VII

133

### EL BANCO EN LA ETAPA DE LA RECUPERACIÓN Y EL AJUSTE ESTRUCTURAL: 1985-1988

1. ESCENARIO POLÍTICO: DEL ESTADO DE SITIO AL PLEBISCITO DE OCTUBRE DE 1988 136
2. LA MACROECONOMÍA EN UN HORIZONTE DE MEDIANO PLAZO: PROGRAMAS CON EL BANCO MUNDIAL Y EL FMI 143
3. EL BANCO CENTRAL CUMPLE ROL ESENCIAL EN LA IMPLEMENTACIÓN DEL AJUSTE ESTRUCTURAL 153
4. ESTRICTO CUMPLIMIENTO DE LAS METAS ANUALES 163
5. REESTRUCTURACIÓN Y NORMALIZACIÓN (RELATIVA) DEL SISTEMA FINANCIERO 176
6. EL BANCO CENTRAL HACE DETERMINANTE APORTE A LA POLÍTICA DE FINANCIAMIENTO EXTERNO 186
7. NACEN LOS EXITOSOS MECANISMOS DE CONVERSIÓN DE DEUDA 193
8. OTRAS POLÍTICAS MODERNIZADORAS LIGADAS A LOS CONVENIOS CON EL BANCO MUNDIAL Y EL FMI 199
- RECUADRO VII 205  
NUEVA LEGISLACIÓN PARA LA BANCA REPRIVATIZADA

## CAPÍTULO VIII

213

### TRANSICIÓN A LA DEMOCRACIA Y AL BANCO CENTRAL AUTÓNOMO: 1989

1. CONTEXTO POLÍTICO: TIEMPO DE NEGOCIACIONES Y CAMBIOS MINISTERIALES 216
2. EL MARCO MACROECONÓMICO: ¿SOBRECALENTAMIENTO EN 1989? 223
3. EL BANCO EN EL ÚLTIMO AÑO DE SU ANTIGUA INSTITUCIONALIDAD 230
4. CONTINÚA LA ACELERADA DISMINUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA 242
5. TRASCENDENTE INNOVACIÓN PARA EL BANCO CENTRAL: NACE LA OBLIGACIÓN SUBORDINADA 250
6. EL DÉFICIT CUASIFISCAL, PAGARÉS FISCALES Y EL "PROBLEMA" PATRIMONIAL DEL BANCO CENTRAL 253
7. PROCESO DE DISCUSIÓN Y PROMULGACIÓN DE LA NUEVA LEY ORGÁNICA CONSTITUCIONAL DEL BANCO CENTRAL DE CHILE 260

8. DEBATE SOBRE LA AUTONOMÍA Y DURA OPOSICIÓN A LA LOC	275
9. DESIGNACIÓN E INSTALACIÓN DEL PRIMER CONSEJO DEL BANCO CENTRAL AUTÓNOMO	284
RECUADRO VIII-1 AL INTERIOR DEL BANCO: 1985-1989	294
RECUADRO VIII-2 UNA MIRADA A LOS BALANCES ANUALES	309
<b>CAPÍTULO IX</b>	<b>325</b>
UNA EVALUACIÓN DE 25 AÑOS DE EXPERIENCIAS, LÍMITE Y CONTRAPUESTAS: ACIERTOS, ERRORES Y LECCIONES	
TEMAS A COMENTAR	
1. REFLEXIONES SOBRE LA FALTA DE INDEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL EN EL PERÍODO 1964-1989	328
2. CUATRO TEMAS EN RETROSPECTIVA. ALGUNAS CONSECUENCIAS DE LA FALTA DE INDEPENDENCIA	334
3. ALGUNAS DESTACABLES LECCIONES APRENDIDAS	367
RECUADRO IX EXAMEN DE LA LEY ORGÁNICA CONSTITUCIONAL DE 1989	377
<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	<b>393</b>



## AGRADECIMIENTOS

En 2015, ya alejado de mis vínculos con Banco Central y habiendo transcurrido cinco años desde la publicación del libro de mi autoría “El Banco Central de Chile 1925-1964: una historia institucional”, envié una carta al presidente Rodrigo Vergara proponiéndole la preparación de un nuevo volumen que complementara esa historia hasta una época más reciente. Le recordé a Rodrigo, sin mucha convicción sobre una respuesta positiva, que se aproximaba el 2025, año del centenario de la creación del Banco, lo que hacía aconsejable tener preparado un tomo que cubriera algo más de los cuarenta años iniciales de la historia institucional.

El presidente Vergara me sorprendió gratamente al mostrarse entusiasmado con la iniciativa y señalarme que yo era el profesional indicado para llevarla a cabo dada mi experiencia con la primera publicación y mi conocimiento directo del Banco durante gran parte del período histórico que abarcaría la nueva obra. Mi primer agradecimiento entonces es para Rodrigo Vergara por haber confiado en mi persona y haber presentado la propuesta al Consejo para su aprobación.

Mi gratitud también para el sucesor de Rodrigo, el presidente Mario Marcel que le dio continuidad a mi trabajo junto a los miembros del Consejo, acordando la publicación de la obra en un formato renovado en conjunto con la reedición del primer tomo.

Durante algo más de tres años de trabajo conté con la inestimable colaboración de un comité editorial compuesto por cinco profesionales que leyeron los sucesivos borradores y en reuniones periódicas enriquecieron los textos con valiosas correcciones y sugerencias. Mi profunda gratitud para Pablo García, consejero del Banco que presidió el comité y aportó no solo su estricta gestión sino especialmente su reconocida capacidad de economista plenamente actualizado y amante de la historia. Andrés Bianchi, primer presidente del Banco autónomo, merece mi especial reconocimiento por su paciencia para leer varias veces los textos y dedicar largas jornadas a hacerme valiosísimas sugerencias de forma y de fondo. Mis sinceros agradecimientos también para los otros

tres miembros del comité editorial que, cada uno en su tema y estilo, contribuyeron a un mejor producto final. Luis Álvarez, destacado periodista, en su calidad de gerente de Comunicaciones del Banco; Patricio Bernedo, historiador y decano de la Facultad de Historia, Geografía y Ciencia Política de la Pontificia Universidad Católica, y Alberto Naudon, primero como gerente de la división de Estudios y luego flamante consejero.

Alejandro Zurbuchen, gerente general del Banco tuvo una especial preocupación para darme todas las facilidades administrativas para poder realizar mi trabajo desde mi hogar. Sandra Contreras, jefe de la unidad de Acceso a la Información estuvo siempre dispuesta a proporcionarme con prontitud los innumerables antecedentes y documentos que le fui solicitando. Fernando Coulon aplicó sus extraordinarios conocimientos tecnológicos para mantenerme conectado a la institución y asistirme en mi limitada cultura computacional.

En la última etapa de edición y diseño del libro debo agradecer la gran labor de coordinación desarrollada por Carolina Besa, gerente de Asuntos Públicos, con la colaboración de Consuelo Edwards como editora, Cecilia Valenzuela como diseñadora, Jaime Troncoso en las imágenes y Carolina Rosas, en el reordenamiento de las citas bibliográficas de cada capítulo.

Finalmente, en lo más personal, mi profunda gratitud a mi familia y primordialmente a mi esposa Mónica por su apoyo y buena disposición para postergar, en no pocas ocasiones, atractivas actividades en común en pos del intenso y largo trabajo que me demandó esta obra.



# INTRODUCCIÓN

Este libro abarca veinticinco años de la historia del Banco Central de Chile y puede considerarse la continuación del tomo, ya publicado, “Banco Central de Chile 1925-1964. Una Historia Institucional”. Al igual que en dicha obra, se trata de relatar la biografía del instituto emisor que en esta oportunidad se prolonga al período 1964-1989 donde

*“el foco de atención es el desarrollo y evolución de la institución y los aspectos más interesantes de sus vínculos con las múltiples actividades nacionales e internacionales en que le ha correspondido estar presente”.*

## El período elegido

La razón más obvia de circunscribir el libro al mencionado cuarto de siglo es dar la lógica continuidad al anterior y avanzar hasta el fin de una etapa en la cual la institucionalidad del Banco se modificó radicalmente para llegar a constituirse en un ente con una inédita autonomía, tanto legal como de hecho.

Pero en la especificación del período también concurren otros hitos de especial relevancia en el devenir del país y también del Banco.

En efecto, el 4 de noviembre de 1964 asumió la presidencia de la nación Eduardo Frei Montalva, líder político demócrata cristiano que con su compromiso de profundas reformas sociales y económicas —enfaticando la defensa de las libertades democráticas— marcó un quiebre en la historia política y económico-social del siglo XX.

---

1 Carrasco, Camilo (2009), p.4. “El Banco Central de Chile 1925-1964. Una Historia Institucional”, Serie “*Banca Central: Análisis y Políticas Económicas*”, Banco Central de Chile, N°14.

Al respecto, los historiadores coinciden en considerar ese acontecimiento —la denominada “Revolución en libertad”— como un punto de inflexión en el desarrollo institucional de un Chile que por más de tres décadas había experimentado un lento e insatisfactorio progreso en lo económico y social.

Los partidos tradicionales, primordialmente los partidos Conservador, Liberal y Radical, gobernaron desde el segundo gobierno de Arturo Alessandri (1932-1938), pasando luego por tres gobiernos encabezados por el partido Radical, un paréntesis con una alianza *ecléctica* del general Carlos Ibáñez y finalmente el derechista Jorge Alessandri, quien también terminó gobernando con los radicales.

El origen de la política económica aplicada en ese prolongado lapso puede situarse en la crisis de 1930 y, aunque se fueron introduciendo diversas modificaciones, ellas no alteraron en forma significativa la orientación básica: una economía cerrada, énfasis en la industrialización y expansión de la actividad estatal. Se trató fundamentalmente del enfoque que a nivel latinoamericano propiciaba la Comisión Económica para América Latina, de las Naciones Unidas (Cepal), que con el correr del tiempo tendió hacia el inmovilismo, lo que fue incubando un lento e insatisfactorio progreso en lo económico y social. Según el economista Patricio Meller, “a partir de 1950 surge una crítica doble al patrón de desarrollo: por una parte se estima que el ritmo de crecimiento es muy lento; por otra, se observa que la situación distributiva no ha variado sustancialmente”<sup>2</sup>. Fue un período caracterizado como un estado de compromiso en el cual el centro político intercedió entre los intereses en pugna y frenó los conflictos.

El gobierno de Frei Montalva, aunque en definitiva no haya logrado el éxito esperado de sus propias reformas, dio lugar a una dinámica de cambios desconocidos hasta ese momento y, sin duda, revolucionarios en las décadas siguientes.

Efectivamente, a ese gobierno le sucedieron la tronchada administración izquierdista de Salvador Allende y los casi diecisiete años de gobierno de una junta militar encabezada por el general Augusto Pinochet.

El historiador Mario Góngora habló del período 1964-1980 como “la época de las planificaciones globales”<sup>3</sup> y para la historiadora Sofía Correa “la elección de 1964 trajo consigo la destrucción de la derecha histórica”<sup>4</sup>.

---

2. Meller, Patricio (1996), p. 91. *Un siglo de economía política chilena. 1890-1990*, Cieplán, Santiago.

3. Góngora, Mario (1981), p. 126. *Ensayo histórico sobre la noción de Estado en Chile en los siglos XIX y XX*, Ediciones la ciudad.

4. Correa, Sofía (2005), p. 301. *Con las riendas del poder. La derecha chilena en el siglo XX*, Editorial Sudamericana.

El académico Edgardo Boeninger sostiene enfáticamente que *“el gobierno de Frei marca el inicio de la dramática fase de conflicto prolongado vivida por Chile hasta 1989-1990”*<sup>5</sup>.

Patricio Meller, refiriéndose a la influencia del contexto externo señala: *“se dice que Chile ha sido un eterno imitador de patrones externos”* y citando al historiador Jaime Eyzaguirre *“se jugó a la literatura francesa, al parlamentarismo inglés y a la comuna suiza. Y todo acabó en un remedo caricaturesco y fallido de las formas originales”*. Luego Meller concluye que *“Probablemente ello explique los ímpetus de originalidad observados a partir de la década del 60: ‘la revolución en libertad’, ‘la vía chilena al socialismo’, ‘la vía monetarista para sacar a Chile de América Latina’”*<sup>6</sup>.

## Enfoques ideológicos opuestos: su impacto en el Banco Central

Lo que sucedió en el país durante ese cuarto de siglo tuvo un profundo impacto en el Banco y condicionó su historia.

Es evidente que en esa etapa se pudieron distinguir diversos enfoques ideológicos, algunos diametralmente diferentes y, en consecuencia, la aplicación de políticas económicas que en muchas áreas llegarían a ser sustancialmente distintas e incompatibles entre sí.

En ese escenario, resultaría poco razonable abordar la historia institucional sin explicar con la necesaria, aunque acotada, profundidad el contexto político, social y económico que se estaba viviendo en el país.

En la práctica, este libro se puede dividir en varias partes con características nítidamente diferentes para el Banco Central, además de marcadas discontinuidades entre ellas.

En una primera fase, la del gobierno demócrata cristiano —entre los meses de noviembre de 1964 y de 1970— Chile experimentó vastas reformas en ciertas áreas, aunque en lo esencial se mantuvieron las bases de una economía mixta en la cual un grupo importante de economistas, de formación más moderna en relación con los profesionales que los antecedieron, intentó por primera vez aplicar políticas económicas programadas y de gradual liberalización.

---

5. Boeninger, Edgardo (1997), p.147. *Democracia en Chile. Lecciones para la gobernabilidad*. Editorial Andrés Bello.

6. Meller, Patricio (1996), Op. cit., p. 99.

Esto fue muy claro en el Banco Central, con las dificultades propias de un sistema político democrático, aunque a veces muy ineficiente. Hay que recordar que, salvo contadas excepciones, los economistas de formación “moderna” aparecieron en Chile a comienzos de los años 60, cuando un número significativo de ellos completó sus estudios de posgrado en prestigiosas universidades extranjeras y regresó al país. Con anterioridad, la profesión de “economista” era casi desconocida a nivel nacional.

Luego vino la corta pero contundente etapa de la Unidad Popular —entre noviembre de 1970 y septiembre de 1973—, que con su revolución socialista modificó drásticamente los objetivos e instrumentos de las políticas económicas. Con acciones concretas se intentó establecer en el país una estructura productiva con una fuerte e inédita presencia estatal que favoreciera una rápida redistribución de los ingresos.

El Banco, nuevamente, debió adaptarse aceleradamente a ese paradigma, hasta ese momento totalmente ajeno a su tradición.

Una tercera fase —que puede subdividirse en varios subperíodos— fue bastante más prolongada y decisiva que la segunda, pues cambió de raíz la mayoría de los fundamentos y estructuras del país. La junta militar no solo llegó abrupta y violentamente al poder, sino que con ella se modificó completamente la vida político-institucional del país, suprimiéndose por casi diecisiete años el funcionamiento de la democracia tradicional como modo de gobierno.

A corto andar, además, se comenzó a imponer un modelo económico basado fundamentalmente en el libre funcionamiento de los mercados, el retiro de la intervención del Estado de casi todas las esferas productivas y una profunda apertura de la economía a la competencia externa.

Las políticas económicas liberales, comandadas por economistas ideológicamente anti estatistas y adherentes a las escuelas monetaristas, llegaron con fuerza al Banco Central y se mantuvieron, con escasos paréntesis, hasta el fin del período que se analiza en esta historia institucional.

Sin embargo, durante el gobierno encabezado por Pinochet también se pudo distinguir matices y conflictos en la aplicación del modelo, avances y retrocesos, y fundamentalmente una enorme disparidad en los resultados económicos de los diversos subperíodos.

## Metodología e hilos conductores

En líneas generales, el libro se ha escrito siguiendo una metodología similar a la del primero. En efecto, la narración es primeramente una descripción de la evolución del Banco en el período seleccionado, lo que implica, además de referirse a los actores involucrados, especificar los objetivos perseguidos por la institución, las acciones emprendidas y los resultados conseguidos.

Se trata, en consecuencia, de un análisis preferentemente descriptivo, sin pretensión de demostrar o probar alguna hipótesis. Este enfoque, sin duda parcial y limitado para explicar exhaustivamente los fenómenos económicos de cualquier época, tiene, como contrapartida, el mérito de proporcionar y resaltar antecedentes cualitativos que pueden llegar a ser muy importantes para entender determinadas decisiones.

Sin duda, el mencionado punto de vista difiere en varios aspectos del utilizado en la generalidad de otros trabajos que abordan la historia económica del mismo período, o ensayos con investigaciones empíricas sobre el comportamiento de ciertas variables económicas. Son muy numerosos los trabajos de investigación sobre el funcionamiento de la economía entre 1964 y 1989, varios de los cuales se pueden encontrar en el anexo de referencias bibliográficas. De hecho, la gran mayoría de esos trabajos no solo tiende a ignorar importantes condicionantes cualitativos presentes en las decisiones de política, sino que utiliza en sus análisis información que a veces era desconocida al momento en que se adoptaban dichas iniciativas.

En cambio, en la historia institucional que aquí se presenta, se prioriza, como norma general, la explicación de diversas circunstancias privativas de cada época, intentando destacar los datos e información que estaban disponibles al momento en que se tomaban las decisiones, incluyendo técnicas y hasta lenguajes que con el tiempo fueron experimentando modificaciones.

En este mismo sentido, en esta historia institucional habrá cabida para todos los acontecimientos que rodearon las decisiones oficiales del Banco y también para las críticas u opiniones —preferentemente contemporáneas— de otros agentes, que pudieren resultar de interés. Esto es un valor agregado de este enfoque, admitiendo otra vez sus limitaciones a la hora de analizar la globalidad de los temas.

En todo caso, esta perspectiva definida como fundamentalmente narrativa implica, como mínimo ordenamiento, optar por un marco analítico que permita organizar el relato de acuerdo con ciertas características o hilos conductores a través de los diferentes capítulos.

Parece obvio que, tratándose de un banco central, sea la política monetaria y sus instrumentos uno de los temas a seguir a lo largo de casi todo el libro. Asimismo, las políticas cambiaria y —más ampliamente— la de comercio exterior, es otra temática que ha debido estar presente en la gran mayoría de los capítulos. Finalmente, los temas de las crisis bancarias y de la deuda externa predominan claramente en parte importante de la obra, reflejando simplemente la prioridad que alcanzaron en las actividades del Banco.

Vale la pena recordar aquí que en la historia institucional del período 1925-1964, el tema de la autonomía del Banco se constituyó en un relevante hilo conductor y que una conclusión importante de esa obra fue que el Banco redujo gradualmente su independencia a lo largo de los años, terminando incluso sin autonomía legal hacia el final de esa etapa. En la práctica, ese proceso de pérdida de autonomía culminó con el ministro de Hacienda de la época sentado también en la presidencia del Banco.

Dicha circunstancia no cambia al iniciarse el período 1965-1989. En esta etapa se mantiene casi inalterable una carencia total de independencia frente al poder ejecutivo, aunque bajo formas que variaron a través de los años, tal como se destaca en los sucesivos capítulos.

En este sentido, no se ha considerado pertinente utilizar en esta oportunidad el tema de la mayor o menor autonomía como uno de los hilos conductores relevantes, pues la ausencia de ella fue permanente. Sin embargo, quizás como una paradoja, el período terminó precisamente con la instalación de un banco central eminentemente autónomo. Por ello, el capítulo final destina su primera sección a analizar retrospectivamente las diferentes aristas de la autonomía, incluyendo las lecciones que dejó la carencia de ella durante el último cuarto de siglo de la antigua institucionalidad.

## Fuentes primarias y a quiénes puede interesar

Para escribir este libro se ha utilizado y consultado un considerable número de fuentes, tanto primarias como secundarias, todas las cuales están consignadas en el respectivo anexo, al final de la obra.

Siempre que ha sido posible, se ha privilegiado el uso de fuentes primarias, destacando en ellas las actas o minutas de las sesiones del Directorio, del Comité Ejecutivo, del Consejo Monetario y de otros comités internos propios del funcionamiento institucional en sus diversas actividades. Una característica común de estas fuentes es que, en general, no han estado disponibles para otros estudios anteriores a esta obra y ello les otorga un valor especial al tratarse de documentos internos que a veces revelan desconocidos e interesantes antecedentes.

Los *Boletines Mensuales* y las *Memorias Anuales* han sido de relevante utilidad, aunque solo durante algunos subperíodos, pues en otros lamentablemente redujeron significativamente los comentarios y análisis sobre los acontecimientos de su tiempo.

Otras fuentes primarias destacables incluyen también documentos impresos y no impresos que corresponden a ensayos, *papers*, apuntes, conferencias, discursos u otros trabajos de la época que aún se conservan en los registros del propio Banco o en otros archivos.

La opinión de los analistas de fuera de la institución también fue un aporte interesante como fuente primaria, ya sea en varios informes periódicos que comenzaron a publicarse en esa época, seminarios u otras instancias, incluyendo la prensa escrita.

Es necesario consignar también que el autor trabajó en el Banco —en calidad de economista primero y alto ejecutivo, posteriormente— entre los años 1965 y 1981, en una primera etapa, y entre 1990 y 2006, en una segunda, de manera que también ello puede considerarse una fuente de información para algunos aspectos.

Reafirmando lo expuesto en el primer tomo, la narración que aquí se presenta puede interesar a diferentes grupos o tipos de lectores. En lo más particular, quienes tienen, han tenido o adquieran en el futuro algún vínculo con el Banco, encontrarán en estas páginas una fuente de informaciones sobre la vida institucional durante una época radicalmente distinta, en muchos aspectos, a la institución autónoma del siglo XXI.

Por su parte, los economistas interesados en la historia económica del país, podrán encontrar en este libro diversos aportes cualitativos o no tradicionales para el respaldo empírico de sus investigaciones sobre las políticas económicas durante un período del siglo XX extraordinariamente controvertido.

En efecto, a través de la historia del Banco se puede apreciar una visión suplementaria del entorno en el que se desarrollaron los acontecimientos y, lo más esencial, contribuye a una mayor transparencia *ex post* de algunas importantes decisiones. En este sentido, aunque probablemente nunca habrá una situación igual a otra, la comprensión más completa de ciertos sucesos constituye un valor agregado a la experiencia que se pueda acumular a través del tiempo.

Para los historiadores económicos, este volumen pretende aportar nueva información, pues el Banco Central, por su propia naturaleza, ha sido una institución relativamente cerrada en cuanto a revelar sus procesos internos.

Adicionalmente, la complejidad de algunas de las materias propias del Banco parece haber desmotivado los trabajos de investigadores no especialistas en economía o finanzas, de manera que también será una contribución la sola explicación de episodios y políticas que generalmente son comprendidos por un número exclusivo de expertos.

El público en general, interesado en la historia del país en el siglo XX y especialmente en sus aspectos económicos, encontrará en este volumen un texto que puede ser entendido sin gran dificultad por los no especialistas, al menos en la mayor parte de sus capítulos y recuadros.

El Banco es y ha sido una institución de relevancia en la vida nacional, de manera que contar con un relato sistematizado de su historia es un beneficio adicional.

## Organización del libro

Además de esta introducción, el libro se ha dividido en ocho capítulos correspondientes a los períodos marcadamente disímiles que vivió el Banco durante ese cuarto de siglo.

Sin perjuicio de que el libro en su integridad sea responsabilidad exclusiva del autor, al final se ha agregado un noveno capítulo de síntesis y evaluación de los hechos que en el período completo —a juicio del autor— podrían considerarse más destacados de esos veinticinco años finales del “antiguo” Banco Central.

Los capítulos se dividen en secciones, comenzando casi todos ellos con una referida a los contextos político y económico y, en menor medida, las circunstancias internacionales relevantes para Chile. En este sentido, reconociendo que la historia institucional del ente emisor es un aspecto puntual de la historia económica del país, cabe insistir en que carecería de sentido narrar la historia del Banco en el período que aquí se aborda sin situarlo en el ámbito tan particularmente heterogéneo como fue el de ese cuarto de siglo.

De aquí la necesidad de destinar relativamente más espacio que en el primer volumen a enmarcar los acontecimientos propios del Banco en los principales hechos socioeconómicos de los subperíodos y, cuando sea pertinente, enfatizar el estrecho nexo entre el contexto más general de la vida del país y lo que acontece en y con el instituto emisor. Lo fundamental de cada capítulo, por supuesto, está destinado a describir y comentar los temas específicos del Banco, objetivo principal del libro.

En cada capítulo se explican los motivos de haber elegido el respectivo subperíodo para tratarlo como una unidad, sin desconocer el grado de discrecionalidad que significa desglosar una historia continua en subetapas propias de un ordenamiento para facilitar la lectura.



En el capítulo I se aborda el subperíodo que a nivel nacional coincide con el sexenio de gobierno del presidente Eduardo Frei Montalva. Se trata de un lapso en que también la historia del Banco puede acotarse con características comunes y autoridades relativamente estables, un moderado grado de modernización y profesionalización reflejado en sus políticas y ejecutivos, aunque no hubo reformas estructurales que modificaran el rumbo de la institución. Para el país, en cambio, fue un período de algunas transformaciones importantes, especialmente en lo político, que condicionaron el devenir de los años posteriores.

El capítulo se complementa con dos recuadros. El recuadro I-1 destinado a registrar la participación del Banco en los procesos de integración económica latinoamericana, tema de particular relevancia para las autoridades de la época. En el recuadro I-2, denominado “Al interior del Banco: 1964-1970”, se cubre la evolución más “íntima” del Banco durante esos seis años, destacando los cambios internos de la institución, sus autoridades, personal, organización y numerosos otros aspectos que no fueron tratados en el capítulo central, donde el énfasis estuvo enfocado a la relación del Banco con el resto de la sociedad.

El capítulo II cubre los años 1971 y 1972, período de cambios revolucionarios en el país con la asunción al poder de la coalición socialista presidida por Salvador Allende y reflejados en el Banco con modificaciones radicales de sus principales políticas, además de cambios relevantes y hasta turbulentos en su vida interna. La estatización de la banca, la inflación reprimida y el creciente control del comercio exterior fueron temas importantes para el Banco en esos años.

El recuadro II-1 que acompaña este capítulo se refiere a una de las medidas económicas de ese período de mayor impacto y permanencia, cual fue la nacionalización de la gran minería del cobre, precedida por una más polémica “chilenización”, temas en los cuales tuvieron participación algunas autoridades del Banco, directa o indirectamente.

En el capítulo III se toca un tiempo muy breve —de enero a septiembre de 1973— pero al mismo tiempo muy intenso en acontecimientos inéditos y dramáticos para el país y el Banco. Los violentos sucesos que rodearon el fin del gobierno socialista, el derrocamiento y muerte de Allende en el mes de septiembre y la asunción de un gobierno militar, reunieron material suficiente para justificar la dedicación de un capítulo completo a esos casi nueve meses. Los temas más específicos del Banco durante ese año, el inminente riesgo de hiperinflación, el descontrol monetario y el agotamiento de las reservas internacionales, no pudieron escapar al convulsionado contexto nacional y agregaron abundante material a la historia.

En el recuadro III-1 se complementa la historia con los sucesos más específicos “Al interior del Banco: 1970-1973”, destacando las profundas divisiones que involucraron al personal y culminaron en el emblemático paro y despido de ejecutivos en octubre de 1972.

Los capítulos IV, V, VI, VII y VIII cubren el largo período que se inicia con el golpe de Estado que derroca el gobierno de Allende y el consiguiente abrupto cambio en el Banco Central —en septiembre de 1973— y se prolonga por más de dieciséis años durante los cuales la institución es administrada por un Comité Ejecutivo designado por el gobierno de Augusto Pinochet. Termina en diciembre de 1989, cuando asume un Consejo como órgano administrativo máximo de un Banco regido, esta vez, por una nueva ley de autonomía elaborada para ser aplicada en plenitud en la democracia que se iniciaría en marzo de 1990.

El capítulo IV aborda los acontecimientos de la primera etapa, septiembre de 1973 a diciembre de 1976, del nuevo modelo económico —dramáticamente opuesto al de las políticas socialistas— que se empezó a aplicar en el país de manera contundente y con escasa oposición inicial. El Banco Central tuvo activa y decisiva participación en las primeras medidas de implantación del modelo liberal, incluyendo el estricto plan de emergencia para hacer frente a una rebelde y muy elevada inflación. El subperíodo 1974-1976 fue rico en acontecimientos económicos y ensayos de medidas no siempre exitosas, aunque finalmente se recuperaron los equilibrios básicos y el ministro Jorge Cauas se retiró satisfecho.

Al capítulo se le adjuntan dos recuadros. En el recuadro IV-1 se procura resumir lo más importante del plan económico que después de algunas vacilaciones adoptó el gobierno militar, y que le fue presentado en un documento que más tarde se conoció con el apodo de “El Ladrillo”. En el recuadro IV-2 se tratan los aspectos institucionales internos que “al interior del Banco” se produjeron durante ese convulsionado período.

Un subperíodo más extenso —de 1977 a 1981— cubre el capítulo V, que coincide con la etapa en que el ministro Sergio De Castro presidió Hacienda y los *Chicago boys*<sup>7</sup> ocuparon la mayoría de los puestos claves del equipo económico. El quinquenio no solo fue de profundización de las políticas de mercado en las diversas áreas de la economía, sino que el optimismo se apoderó del país —y especialmente de algunas autoridades— por los exitosos resultados que se juzgaron irreversibles. El Banco se sintió particularmente triunfante en relación con las políticas en que estaba más directamente involucrado, tales como el control inflacionario, la acumulación de reservas, la liberalización comercial y el desarrollo del mercado de capitales. El tipo de cambio fijo y la gran afluencia de créditos externos, entre otros temas, son claves en dicho capítulo.

---

7. Ver Recuadro IV-1.

La consolidación también se produjo en otras esferas de la vida nacional, pues en 1980 se aprobó la nueva Constitución Política que, entre otras materias, otorgó rango constitucional a la autonomía del Banco Central. La Constitución de 1980 estableció diversos plazos para que empezaran a regir algunas de sus disposiciones. En el caso del Banco Central autónomo ello se concretaría solo al final de 1989.

El recuadro V-1 analiza un tema polémico —y nunca resuelto a satisfacción de los expertos—, cual fue la controvertida medición de la “verdadera” inflación en la década de los 70, con relevantes consecuencias para algunas políticas económicas.

El capítulo VI está destinado a examinar el muy complicado trienio 1982-1984, cuando se produjo una de las crisis económicas más profundas del siglo XX, que culminó con una enorme caída del producto y elevadísimo desempleo, una masiva intervención del sistema financiero y una ineludible reestructuración de los pagos externos. Esta situación derivó en una inusual rotación de autoridades económicas, sin exceptuar las del Banco, y la adopción de medidas que en algún momento parecieron constituir un retroceso en relación con el modelo económico que había instaurado el gobierno militar.

El Banco debió dedicar sus mejores esfuerzos para apoyar al sistema financiero —gran parte del cual estaba en manos de administradores provisionales— con préstamos de urgencia, compras de cartera y reprogramaciones a los deudores. El inicio de las renegociaciones de la deuda externa —con el Banco como actor principal— fue otro elemento crucial de este período.

El recuadro VI-1, continuando con la historia más intrínseca del Banco, abarca los acontecimientos internos de la organización durante el subperíodo 1977-1984.

En el capítulo VII se examina el cuatrienio 1985-1988, en el cual se inició un período de recuperación de los equilibrios básicos y luego crecimiento económico, y se retomaron con fuerza las reformas pro mercado.

Sobresalió en este lapso un programa de ajuste estructural convenido con el Banco Mundial y varios programas económico-financieros con el Fondo Monetario Internacional. El Banco fue contraparte y ejecutor principal de estos programas, resaltando el cumplimiento de metas cuantitativas y cualitativas establecidas en estrecha colaboración con esos organismos multilaterales. La recapitalización y reprivatización de la banca fue un logro fundamental del período. Una nueva ley bancaria complementó ese logro. Asimismo, los mecanismos destinados a una rápida normalización de los pagos externos, incluyendo aquellos de conversión de deuda, estuvieron en el centro de las actividades del Banco.

En el recuadro VII-1 se examina la nueva legislación bancaria dictada en 1986, la cual resultó fundamental para avanzar en la normalización del mercado financiero chileno.

El capítulo VIII se ha destinado exclusivamente al año 1989, por sus especiales características desde varios puntos de vista. En lo político, se trató del último año del extenso gobierno del presidente Augusto Pinochet, después de la derrota experimentada en el plebiscito de octubre de 1988. Fue un año de elecciones presidenciales y parlamentarias, y de importantes negociaciones políticas que, entre otras materias, culminaron en varias modificaciones a la Constitución de 1980.

En lo económico, fue un período donde la incertidumbre de lo que sucedería a partir del año siguiente con gobiernos democráticos jugó un papel de especial relevancia. Una economía en expansión amenazó el control inflacionario. En particular para el Banco, fue el año de la transición histórica hacia un Banco Central autónomo regido por una ley orgánica de rango constitucional que le modificó sustancialmente la institucionalidad.

Por lo mismo, en el capítulo VIII se examina también el proceso de estudio y discusión de la trascendental Ley 18.840, Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile — promulgada en octubre de 1989— que complementó las disposiciones constitucionales sobre la autonomía del instituto emisor. Aunque la ley comenzó a aplicarse en diciembre de 1989 —con la instalación del Consejo— ya desde 1988 se había iniciado el debate público sobre sus disposiciones y los eventuales efectos de su aplicación. El capítulo explica los temas más importantes abordados durante la tramitación de la trascendente legislación, hace referencia a los aspectos más polémicos y analiza las principales críticas que se le hicieron antes de su promulgación.

En diciembre asumió el Consejo, cuerpo colegiado de cinco miembros de distintas sensibilidades políticas que se hicieron cargo de una institución con no pocas interrogantes sobre su futuro funcionamiento. Las negociaciones para el nombramiento de los primeros consejeros es uno de los temas atractivos de dicho capítulo.

En el recuadro VIII-1 se describen aspectos “Al interior del Banco: 1984-1989”, con la idea de tener una visión de cómo culminó lo que podría denominarse la institución “antigua”. En el recuadro VIII-2, más técnico, se da una mirada a la evolución de los balances del instituto emisor a lo largo de veinticinco años.

El capítulo IX y final de este libro —a manera de epílogo— profundiza sobre las tendencias del período completo sobre la base de determinados atributos de carácter tanto cualitativo como cuantitativo. Se trata de un capítulo donde el autor opina sobre algunos temas fundamentales que pueden destacarse durante un período de profundas discontinuidades.

Por último, el recuadro IX-1 analiza brevemente los aspectos fundamentales de la nueva Ley Orgánica Constitucional del Banco que comenzó a regir al finalizar la historia relatada en este libro.



# CAPÍTULO VI

EL BANCO EN UN TRIENIO (1982-1984) DE  
PROFUNDA RECESIÓN, DEVALUACIÓN REAL DEL  
100%, INTERVENCIÓN BANCARIA MASIVA Y  
RENEGOCIACIÓN DE PAGOS EXTERNOS









El trienio no solo fue muy complicado en el aspecto económico —con una crisis aun mayor que la de 1975— sino que se caracterizó por violentas protestas sociales contra el régimen militar y un intento de este, aunque frustrado, de cierta apertura política. La desastrosa situación económica fue factor fundamental en la exacerbación de la violencia y estuvo muy ligada a los cambios políticos.

El capítulo está organizado en siete secciones.

La primera está destinada a situar la historia institucional del Banco en el convulsionado ambiente político, social y económico de ese período, destacando la rotativa de autoridades tanto a nivel de gobierno como del propio Banco: “Contexto político: se inician las protestas sociales y los cambios de autoridades”.

En la segunda se resumen las principales cifras macroeconómicas de todo el período: “Una mirada global a la deteriorada macroeconomía del trienio”.

En la tercera sección se hace un ordenamiento cronológico de las diversas y sucesivas políticas económicas aplicadas por los diferentes equipos que se sucedieron durante el muy convulsionado año 1982: “El Banco en 1982 y los contradictorios enfoques monetarios-cambiaros: experimentos y desorientación”.

Lo acontecido en 1983 se trata en la cuarta sección, resaltando el reordenamiento que se logró en colaboración con el FMI: “Año 1983: Cáceres y el FMI colaboran para reordenar la casa”.

La quinta sección aborda el muy especial año 1984, cuando un inédito equipo económico intenta acelerar la reactivación: “Cambio de equipo en 1984 pone en riesgo la continuidad del modelo”.

En la sexta se recoge un aspecto de la crisis que repercutió gravemente en toda la economía y particularmente en el Banco Central, consistente en la masiva intervención del sistema bancario: “Reprogramación de deudas internas, compra de cartera y rescate del sistema financiero”.

Finalmente, la séptima sección aborda otro aspecto crucial de la crisis, la inevitable reestructuración de las deudas externas y la participación del Banco en negociar directamente un mínimo de nuevo financiamiento para cubrir el déficit de balanza de pagos: “Forzada renegociación de la deuda externa y contratación del *new money*”.

## 1. CONTEXTO POLÍTICO: SE INICIAN LAS PROTESTAS SOCIALES Y LOS CAMBIOS DE AUTORIDADES

El inesperado fallecimiento del líder opositor y ex Presidente de la República, Eduardo Frei Montalva, marcó el comienzo del período. Frei murió el 16 de enero de 1982 como consecuencia de una complicación post operatoria. Desde el comienzo y por un extenso período ha habido dudas sobre la verdadera causa de su deceso<sup>1</sup>. A varios connotados políticos demócrata cristianos, a la sazón en el exilio, no les fue permitido entrar a Chile para asistir al funeral.

Ese mismo verano, en febrero, fue asesinado un emblemático líder sindical, Tucapel Jiménez, presidente de la Asociación Nacional de Empleados Fiscales (Anef), haciendo recordar los métodos más oscuros de la dictadura.

De acuerdo con lo escrito por Cavallo, Salazar y Sepúlveda: “*el asesinato de Tucapel Jiménez había sido concebido como una operación de cirugía en el más crítico momento de una crisis económica y social que ya estaba ad portas*”<sup>2</sup>.

Fue un momento en que la recesión económica comenzó a golpear con fuerza y los dirigentes sindicales empezaron a retomar protagonismo.

### Sucesivos cambios de autoridades políticas y económicas: sale De Castro

Durante el trienio tuvo lugar una inusual rotativa de autoridades políticas y económicas.

---

1. Una investigación judicial para determinar si su muerte fue provocada por terceros aún no finaliza a la fecha de publicación de este libro.

2. Cavallo, Ascanio, Manuel Salazar y Oscar Sepúlveda (1988). *La historia oculta del régimen militar*, Ediciones La Epoca, p. 285.

El ministro De Castro había comenzado a debilitarse desde el segundo semestre del año anterior, cuando el “milagro chileno” amenazó con desmoronarse. Los generales Luis Danús, ministro de Odeplan, y Gastón Frez, vicepresidente de Corfo, encabezaron las objeciones internas a De Castro, por sus políticas de dólar fijo y gran endeudamiento, entre otros motivos.

*El Mercurio*, diario partidario del gobierno, publicó un editorial crítico de la política económica, que le costó la salida a su director Arturo Fontaine.

Para fines de un más adecuado seguimiento conviene ilustrar en una apretada cronología los nombres que se sucedieron en los principales cargos políticos y económicos.

## CRONOLOGÍA DE AUTORIDADES Y EJECUTIVOS 1982-1984

Período	Autoridades políticas de gobierno	Autoridades económicas de gobierno	Comité Ejecutivo del Banco Central	Otros ejecutivos del Banco Central
	MI: Ministro del Interior  MRE: Ministro de Relaciones Exteriores	MH: Ministro de Hacienda  ME: Ministro de Economía  MO: Ministro de Odeplan	P: Presidente  V: Vicepresidente  GG: Gerente General	F: Fiscal DPF: director de Política Financiera DO: director de Operaciones DCDE: director Coordinador de la Deuda Externa RFNY: director Of. New York DACE: director Asesor Comité Ejecutivo GE: Gerente de Estudios
01.01.82 a 20.04.82	Sergio Fernández (MI)  René Rojas (MRE)	Sergio De Castro (MH) Gastón Frez (MO)	Sergio De la Cuadra (P) Iván de la Barra (V) Carlos Molina (GG)	Carlos Olivos (F) Daniel Tapia (DPF) Francisco Silva (DO) Félix Bacigalupo (GE)
20.04.82 a 30.08.82	Enrique Montero (MI)  René Rojas (MRE)	Sergio De la Cuadra (MH) Luis Danús (ME) Gastón Frez (MO)	Miguel Kast (P)  Iván de la Barra (V) Daniel Tapia (V) (15.07) Carlos Molina (GG)	Carlos Olivos (F) Daniel Tapia (DPF) (15.07) Renato Peñafiel (DPF) Francisco Silva (DO) Félix Bacigalupo (GE)

## CRONOLOGÍA DE AUTORIDADES Y EJECUTIVOS 1982-1984 (continuación)

Período	Autoridades políticas de gobierno	Autoridades económicas de gobierno	Comité Ejecutivo del Banco Central	Otros ejecutivos del Banco Central
30.08.82 a 14.02.83	Enrique Montero (MI) René Rojas (MRE)	Rolf Lüders (MH y ME) Sergio Pérez (MO) Álvaro Bardón (SE)	Carlos Cáceres(P) Daniel Tapia (V) Carlos Molina (GG)	Carlos Olivos (F) Daniel Tapia (DPF) (15.07) Renato Peñafiel (DPF) Francisco Silva (DO) Félix Bacigalupo (GE)
14.02.83 a 10.08.83	Enrique Montero (MI) Miguel Schweitzer (MRE)	Carlos Cáceres (MH) Manuel Martín (ME) Sergio Pérez (OD)	Hernán F. Errázuriz (P) Daniel Tapia (V) Carlos Molina (GG)	Carlos Olivos (F) Renato Peñafiel (DPF) Francisco Silva (DO) Enrique Tassara (RFNY) (02.03) Félix Bacigalupo (GE)
10.08.83 a 02.04.84	Sergio Onofre Jarpa (MI) Miguel Schweitzer (MRE) (19.12) Jaime del Valle (MRE)	Carlos Cáceres (MH) Andrés Passicot (ME) Hernán Büchi (MO)	Hernán F. Errázuriz (P) Daniel Tapia (V) Fernando Ossa (V) (09.11) Carlos Molina (GG)	Carlos Olivos (F) José A. Rodríguez (F) (30.11) Renato Peñafiel (DPF) Francisco Silva (DO) Enrique Tassara (RFNY) (02.03) Hernán Somerville (DCDE) (30.11) Félix Bacigalupo (GE)
02.04.84 a 22.04.84	Sergio Onofre Jarpa (MI) Jaime del Valle (MRE)	Carlos Cáceres (MH) Modesto Collados (ME) Luis Figueroa (MO)	Hernán F. Errázuriz (P) Fernando Ossa (V) Félix Ruiz (V) (19.04) Carlos Molina (GG)	José A. Rodríguez (F) Renato Peñafiel (PF) Francisco Silva (O) Enrique Tassara (RFNY) Hernán Somerville (DCDE) Félix Bacigalupo (GE)
22.04.84 a 06.11.84	Sergio Onofre Jarpa (MI) Jaime del Valle (MRE)	Modesto Collados (ME) Luis Escobar (MH) Luis Figueroa (MO)	Hernán F. Errázuriz (P) Francisco Ibáñez (P) (03.05) Félix Ruiz (V) Carlos Molina (GG)	José A. Rodríguez (F) Fernando Escobar (PF) César Barros (O) Claudio Pardo (DACE) Juan A. Fontaine (GE)

La inquietud social y críticas desde diversos sectores llevaron a la renuncia de todo el gabinete en abril de 1982.

El 20 de abril juraron los nuevos ministros, entre ellos, el general (J) Enrique Montero, en Interior, Sergio De la Cuadra en Hacienda, el general Luis Danús en Economía, Hernán Felipe Errázuriz en Minería, el general Gastón Frez en Odeplan y el general Santiago Sinclair, en el recientemente creado Estado Mayor Presidencial. Se habló de “militarización” del gabinete, con quince uniformados y seis civiles.

Miguel Kast fue nombrado presidente del Banco Central. Unos meses antes, el 31 de diciembre de 1981, el gobierno había designado como vicepresidente a Iván de la Barra, ingeniero comercial de la Universidad de Chile. Su nombramiento causó sorpresa, pues no tenía antecedentes conocidos entre los economistas y no se le consideró como un aporte para el Banco en ese delicado momento económico.

El nuevo gabinete se concentró en la crisis económica, aunque con notorias divisiones internas. Aunque De la Cuadra había defendido junto con De Castro el tipo de cambio fijo, el presidente Pinochet ordenó la devaluación del peso el 14 de junio, después de casi tres años con el tipo de cambio a \$39 por dólar.

La medida precipitó la desconfianza y agravó el problema del sector financiero y de los grupos económicos, exageradamente endeudados en dólares.

A mediados de agosto se produjo lo que se consideró la primera protesta masiva contra el régimen del general Pinochet, la llamada “marcha del hambre”, en la Plaza de Armas de Santiago<sup>3</sup>.

Las acciones que siguieron no funcionaron como se esperaba. El presidente le pidió la renuncia al ministro De la Cuadra, quien alcanzó a ejercer el cargo por menos de cinco meses.

El 30 de agosto juró como biministro —de Hacienda y de Economía— Rolf Lüders, economista de la Universidad Católica y doctorado en la Universidad de Chicago, quien hasta poco antes de ser designado había sido socio y alto ejecutivo del grupo empresarial BHC, uno de los dos más grandes de Chile. La designación fue criticada pues *“por competente que sea, participó como uno de los actores principales en la formación y posterior deterioro financiero de uno de los mayores grupos económicos privados”*<sup>4</sup>.

---

3. Revista *Hoy*, 25 al 31 de agosto de 1982, p. 6.

4. Revista *Hoy*, 10 al 16 de noviembre de 1982, p. 8.

En la Secretaría General de Gobierno asumió Hernán Felipe Errázuriz, el general Sergio Pérez lo hizo en Odeplan y Álvaro Bardón, que venía de presidir un grupo económico de menor tamaño, asumió la Subsecretaría de Economía.

Aunque Lüders y Bardón eran *Chicago boys*, claramente la evolución de la crisis ya no resistió la ortodoxia extrema de De Castro y De la Cuadra.

El economista, asesor y director de empresas, Carlos Cáceres —ingeniero comercial de la Universidad Católica de Valparaíso y con posgrado de Cornell University— fue designado presidente del Banco Central.

La crisis económica continuó generando graves repercusiones políticas. En diciembre fueron expulsados del país tres connotados dirigentes sindicales: Manuel Bustos y Héctor Cuevas, dirigentes del cobre y Carlos Podlech, dirigente gremial agrícola afín al gobierno, que desobedeció una prohibición de llamar a protestar por la situación económica. Fue el primer oficialista castigado con el destierro. En contraste, a fines del mismo mes, como medida inédita, el Ministerio del Interior permitió el regreso de 125 chilenos exiliados.

El general Pinochet, analizando la crisis y en clara alusión a algunos empresarios, se lamentó de haber sido “demasiado blando”. Agregó que *“debería haber expulsado del país a por lo menos cien o 200 personas que levantaron imperios de papel, empresas de papel, problemas de papel”*<sup>5</sup>.

Algo parecido pensó el influyente empresario y político Pedro Ibáñez, quien años después comentó que las fallas de políticas económicas se agravaron por *“comportamientos empresariales carentes de debida auto restricción, y también, en un vasto sector, por la euforia colectiva que provino de una expansión económica acelerada”*<sup>6</sup>.

Al finalizar el año había una especulación generalizada sobre los cambios que vendrían en las áreas política y económica. La revista *Qué Pasa* titulaba *“¿Cambios en la conducción general?”*<sup>7</sup>.

El 13 de enero de 1983, Lüders y el gobierno decretaron una masiva intervención del sistema financiero, que dejó con administradores provisionales a cinco bancos privados, incluyendo a los dos más grandes, y declaró en liquidación a otros tres.

---

5. Revista *Hoy*, 15 al 21 de diciembre de 1982, p. 7.

6. Ibáñez, Pedro y Rolf Lüders (1984). *Hacia una moderna Economía de Mercado, Diez años de Política Económica: 1973-1983*, Escuela de Negocios de Valparaíso, Universidad Federico Santa María, p. 30.

7. Revista *Qué Pasa*, 16 al 22 de diciembre de 1982, p. 20.

El problema de la desconfianza se agudizó con el impacto inicial de esa medida extrema que afectó no solo a los bancos sino a muchas de las principales empresas privadas del país.

Cuando Pinochet, en febrero, descontento con la lenta reactivación, quiso hacer nuevos cambios en el equipo económico, Lüders renunció y fue reemplazado por Carlos Cáceres en Hacienda y el empresario Manuel Martín, en Economía.

Al Banco Central retornó, ahora como presidente, el abogado Hernán Felipe Errázuriz.

Pinochet intentó conformar un equipo económico con mayor equilibrio entre la ortodoxia de los economistas y el pragmatismo empresarial.

Meller escribía a mediados de 1983:

*"Otro elemento que ha afectado la credibilidad de los agentes económicos es el hecho de que en los últimos doce meses haya habido tal cantidad de medidas económicas contradictorias, apresuradas, erróneas y cambiantes, que ya hay material suficiente para escribir un manual sobre cómo no hacer política económica"<sup>8</sup>.*

## Violencia callejera y negociaciones políticas

La agitación sindical siguió aumentando e incluyó ahora a la Confederación de Trabajadores del Cobre, con el dirigente Rodolfo Seguel a la cabeza.

Se organizó la primera "protesta" para el 11 de mayo de 1983, la que se esperaba incluyera acciones como "caceroleos" y otras manifestaciones pacíficas. Fue más exitosa de lo que esperaban los propios organizadores. El gobierno respondió con censura de algunas radios y allanamientos de poblaciones.

El éxito de la primera protesta contribuyó al llamado a una segunda, para el 14 de junio, esta vez con un lamentable saldo de tres civiles muertos.

Varios dirigentes sindicales fueron apresados, lo que no impidió que continuaran los llamados a nuevas protestas, con periodicidad mensual. También fueron tomados

---

8. Meller, Patricio (1983). "Una reflexión crítica en torno al modelo económico chileno", *Colección Estudios Cieplan* N° 10, junio, p. 135.

detenidos varios dirigentes políticos, entre ellos Gabriel Valdés, líder de la democracia cristiana.

Mientras la agitación en las calles se tornaba más violenta, los diversos sectores políticos comenzaron a organizarse.

El 6 de agosto de 1983 nació la Alianza Democrática (AD), conglomerado de partidos y movimientos de oposición al régimen militar, todos ellos ilegales. Entre otros, la componían en un comienzo el Partido Demócrata Cristiano, el Partido Radical, la Social Democracia, la Unión Socialista Popular y la Derecha Republicana.

Mientras, el antiguo dirigente de derecha y exembajador en Argentina, Sergio Onofre Jarpa, fue llamado por Pinochet para preparar un plan político que destrabara la compleja situación que enfrentaba el gobierno.

Jarpa asumió como ministro del Interior el 10 de agosto de 1983.

En el equipo económico salió Martín del Ministerio de Economía —de quien se decía que tenía su propio plan de reactivación<sup>9</sup>— y fue reemplazado por el director del Instituto Nacional de Estadísticas, el economista Andrés Passicot.

El flamante ministro del Interior inició conversaciones con la AD, en las cuales actuó como intermediario el Cardenal Francisco Fresno, de la iglesia católica. A pesar de algunos pasos que al comienzo constituyeron esperanzadores signos de una apertura política, en definitiva las iniciativas se frustraron.

El 30 de agosto fue asesinado, por un grupo extremista, el general Carol Urzúa, Intendente de Santiago, dificultando más las negociaciones políticas.

A Jarpa no le gustaban los *Chicago boys* y en más de alguna ocasión los criticó y culpó por lo que consideraba la parálisis del sector productivo.

Los críticos —dentro del propio gobierno— consideraron que el ministro Cáceres había aceptado condiciones con el FMI que hacían imposible un plan reactivador. En varias ocasiones, durante el año 1983, corrieron rumores de la renuncia de Cáceres y de pugnas entre el equipo económico y los políticos, esta vez apoyados por los más poderosos gremios empresariales.

---

9. Revista *Estrategia*, 18 de julio de 1983.



El expresidente de la República, Jorge Alessandri, criticó con fuerza la política económica, destacando el *"error de haber desconocido el valor de la experiencia en materias económicas"* y reclamó, entre otras medidas, *"el restablecimiento de un arancel diferenciado que proteja la producción nacional"*<sup>10</sup>.

El 18 de noviembre de 1983 se llevó a efecto el primer acto de masas de la AD, en el Parque O'Higgins. Jarpa estaba interesado en reunificar a la derecha y adelantar la ley de partidos políticos. Pero otros en el gobierno temían a los partidos políticos.

La crisis también afectó en lo personal a connotados hombres de negocios, banqueros y exautoridades. Varios de ellos fueron encargados reos y pasaron meses en la cárcel después de la masiva intervención a la banca y la caída de los principales grupos económicos.

Los procesos judiciales se prolongarían por muchos años.

En opinión de la revista *Análisis*

*"El año 1983 es el primero en que tras 10 años de régimen militar nos atrevemos a calificar como "año de la Oposición". Allí está la CNI, la dictadura sigue siendo dictadura y la situación económica es desastrosa. Pero hay otro aire, la gente se ha soltado, se pierde el miedo y el paisaje político se advierte distinto al de hace solo un año"*<sup>11</sup>.

Las protestas callejeras solo amainaron a fines de 1983, aunque el saldo de fallecidos, la mayoría baleados en las poblaciones, fue de varias decenas.

## Nuevo equipo económico: ¿cambio de modelo?

La Confederación Nacional de Trabajadores (CNT) convocó a la primera protesta de 1984 para fines de marzo, provocando la reacción del gobierno que decretó la censura previa para varias publicaciones y el toque de queda para el 26 y 27 de marzo.

El toque de queda no impidió que murieran, baleadas, seis personas.

El 29 de marzo, Pinochet le pidió la renuncia a Cáceres y Passicot, otra vez molesto por la lenta reactivación. Aunque ambos no eran formalmente miembros de los

---

10. Alessandri, Jorge (1983). V Encuentro nacional de la empresa (Enade), 8 de noviembre.

11. Revista *Análisis* N° 70, p. 4.

*Chicago boys*, coincidían en la orientación general de su modelo. Poco antes, Modesto Collados, ministro de Vivienda, había presentado un plan de construcción de viviendas, rechazado por Cáceres por razones presupuestarias.

El 2 de abril de 1984 juró la dupla Modesto Collados- Luis Escobar como ministros de Economía, Fomento y Reconstrucción, y de Hacienda, respectivamente, con la jefatura explícita de Collados. Se derogó el DL 966 que daba preeminencia a Hacienda, desde la época del ministro Cauas.

La prensa lo interpretó como el fin de la era de los *Chicago boys* y, para algunos, un golpe definitivo al “modelo”.

Según Edgardo Boeninger “*la apertura política y el cambio de política económica fueron decisiones de un gobierno que se sintió acorralado y necesitado de un ‘salvavidas’*”<sup>12</sup>.

Vendrían luego las renuncias de varios de los mandos medios más afines a los *Chicagos*, entre otros, Felipe Lamarca (director del Servicio de Impuestos Internos), Martín Costabal (director de Presupuestos) y Fernando Ossa (vicepresidente del Banco Central).

En mayo de 1984, Hernán Felipe Errázuriz fue sustituido como presidente del Banco por Francisco Ibáñez, banquero autodidacta, quien se había desempeñado como gerente general de la institución durante los gobiernos de Alessandri y Frei Montalva. Asimismo, en la vicepresidencia se nombró a Félix Ruiz, economista cercano a Escobar Cerda que había ejercido similar cargo durante el gobierno de Jorge Alessandri. Ambos funcionarios fueron considerados los nuevos miembros del equipo de los ministros Collados y Escobar.

“*Lo que es completamente claro es que ahora podría producirse un cambio profundo en la conducción económica*”, fue el comentario del *Informe Gemines*<sup>13</sup>.

Los abogados derechistas Jaime Guzmán y Sergio Fernández anunciaron la creación de la Unión Demócrata Independiente (UDI). Andrés Allamand respondió con el Movimiento de Unión Nacional (MUN). Fracásó la “unidad” de la derecha política. Se deterioraba también la posición de Jarpa. El consenso en torno a la apertura se había terminado.

En la derecha, desunida, comenzó a reunirse el Grupo de los Ocho: Unión Nacional, Unión Demócrata Independiente, Democracia Radical, Partido Nacional, Padena, Movimiento Acción Nacional y Movimiento Social Cristiano. Hubo iniciativas de diversas reformas políticas, pero sin eco ya sea en Pinochet o en la Junta.

---

12. Boeninger, Edgardo (1997). *Democracia en Chile. Lecciones para la gobernabilidad*. Editorial Andrés Bello, p. 307.

13. *Informe Gemines*, marzo 1984, p. 6.

La oposición decidió reactivar el mecanismo de las protestas.

El 4 de septiembre de 1984 estalló una muy violenta, durante la cual murió —a consecuencia de una bala atribuida a Carabineros— el sacerdote André Jarlan, en la población La Victoria, además de ocho civiles y un militar. En octubre se encarceló a los principales dirigentes de las protestas y hubo bombazos, y un deterioro aun mayor de las relaciones con la iglesia católica.

Ricardo Lagos, destacado dirigente político opositor, asumió la presidencia rotativa de la AD y convocó a una nueva protesta para comienzos de noviembre y para adherir al paro nacional del 30 de octubre. Un día antes, Pinochet anunció que

*"[...] la Constitución no sería modificada, que no habría diálogo con la oposición, que la ley de partidos políticos se dictaría después de las otras leyes políticas y que se podría implantar el estado de sitio si las cosas seguían así".*

O sea, "canceló formalmente los últimos vestigios de la apertura"<sup>14</sup>.

El 7 de noviembre de 1984 se decretó el estado de sitio y el toque de queda en la capital. Se suspendieron varias revistas y se impuso censura previa a otras. Fueron prohibidas de circular las publicaciones *Análisis*, *Apsi*, *Cauce*, *Fortín Mapocho*, *La Bicicleta*, y *Pluma y Pincel*. La revista *Hoy* fue sometida a censura previa, situación que se prolongó por siete meses. El editorial de la revista *Hoy* comentó, haciendo alusión a las limitaciones que se le imponían,

*"Como es de conocimiento público, en virtud de las disposiciones del Estado de Sitio imperante, se han tomado diversas medidas que afectan a los medios de comunicación en general y a esta revista en particular, que ha sido sometida a un régimen de censura previa"*<sup>15</sup>.

El año terminó con un período de franco retroceso en el escenario político.

## 2. UNA MIRADA GLOBAL A LA DETERIORADA MACROECONOMÍA DEL TRIENIO

El trienio se caracterizó por cifras macroeconómicas francamente malas en 1982 y 1983, aunque mejorando en 1984, y por el ensayo de diversas políticas —a veces

---

14. Cavallo, Ascanio, Manuel Salazar y Oscar Sepúlveda (1988). *Op. cit.*, p. 339.

15. Revista *Hoy* N° 382, 12-18 de noviembre de 1984.

completamente contrapuestas— tendientes a superar la profunda recesión que se había iniciado hacia fines de 1981.

A pesar de algunas medidas poco coherentes con el modelo que parecía tan bien encaminado en el quinquenio 1977-1981, las numerosas autoridades que se sucedieron en el período casi siempre se preocuparon de reafirmar en sus intervenciones públicas que no se trataba de modificar los pilares del modelo sino de aplicar medidas transitorias, aunque fueran menos ortodoxas.

## El factor internacional ¿detonante de la crisis?

La exacta ponderación de las causas externas e internas de la crisis varió según los diversos observadores, pero claramente ninguno pudo ignorar el impacto de los cambios en el “frente externo”, como se le denominó durante el gobierno militar.

Esto no solo sucedió en Chile, sino que en una mayoría de países latinoamericanos.

A juicio de Andrés Bianchi, desde la Cepal, *“a partir de 1981 América latina ha sufrido su más grave crisis económica en el último medio siglo”*<sup>16</sup>.

En el caso chileno, tal como se analizó en el capítulo precedente, fue incuestionable que los errores de política interna precedieron a la etapa de mayor empeoramiento en el escenario internacional. Sin embargo, este último aspecto pasó a ser crítico en 1982.

El Banco ilustró una de las facetas del desfavorable escenario externo relevante que enfrentó Chile durante este período, con el siguiente cuadro.

---

16. Bianchi, Andrés (1986). “América Latina: crisis económica y ajuste interno”, *Estudios Públicos* N° 24, primavera, CEP, p. 2.

## TÉRMINOS DE INTERCAMBIO Y TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES

Año	Términos de intercambio		Tasa <i>prime</i> (%)		Precio del cobre	
	Índice (1970=100)	Variación (%)	Nominal	Real <sup>(1)</sup>	Nominal UScent/lb	Real (2)
1979	53		12,7	-0,6	89,8	118,3
1980	47	-11,3	15,3	2,9	99,2	114,6
1981	39	-17,0	18,9	9,9	78,9	83,6
1982	35	-10,3	14,9	11,0	67,1	69,6
1983	37	5,7	10,8	7,0	72,2	74,0
1984	34	-8,1	12,0	8,1	62,6	62,6

(1) Deflactada por el IPC de EE.UU. (2) en centavos de dólar de 1984, deflactado por IPM de EE.UU.

Fuente: *Informe Económico de Chile*, 1984, Banco Central de Chile, pp. 43 y 101.

Las cifras resumieron la fuerte caída de los ya malogrados términos de intercambio que enfrentó el país a contar de 1981 como consecuencia, fundamentalmente, de los muy bajos precios del cobre y la inédita alta tasa de inflación internacional que afectó los precios de gran parte de las importaciones, en particular, el petróleo.

Por otra parte, para un país que había acumulado una elevada deuda externa, como era el caso chileno hasta 1981, gran parte de ella bajo la modalidad de tasa de interés flotante, el impacto de un salto de las tasas reales de interés de la magnitud que se aprecia en el cuadro fue, sin duda, muy significativo. Nótese que la tasa "*prime*" real pasó de ser negativa en 1979 a más de 10% en 1981-1982.

Hubo, sin embargo, otros aspectos cualitativos del escenario internacional que también tuvieron gran impacto en el agravamiento de la crisis en el país.

De particular relevancia fue lo sucedido en agosto de 1982 cuando fue intervenida la banca comercial en México, lo que fue interpretado como equivalente a una cesación de pagos, con lo cual los bancos internacionales frenaron bruscamente sus préstamos a la gran mayoría de los países latinoamericanos. Se inició el período de la gran crisis de la deuda externa, con los países deudores asfixiados con los servicios de la deuda y obligados a realizar profundos ajustes en sus economías. Chile estuvo entre ellos.

### Elocuentes indicadores de la desastrosa situación económica

La actividad económica del trienio quedó reflejada, según las estadísticas provisorias del momento, en una caída del PGB de 14,1% en 1982, una baja adicional de 0,7% al año siguiente y una recuperación significativa, aunque apenas parcial, de 6,3%, en 1984.

Ya al comenzar el año 1982 algunos economistas privados proyectaron una importante caída del producto. Juan Villarzú, en ese momento vicepresidente del Banco Concepción, estimó en enero una caída del PIB de cinco por ciento<sup>17</sup>.

En opinión de Sebastián Piñera, en marzo de 1982, el proceso de ajuste automático dada la subvaluación del tipo de cambio real

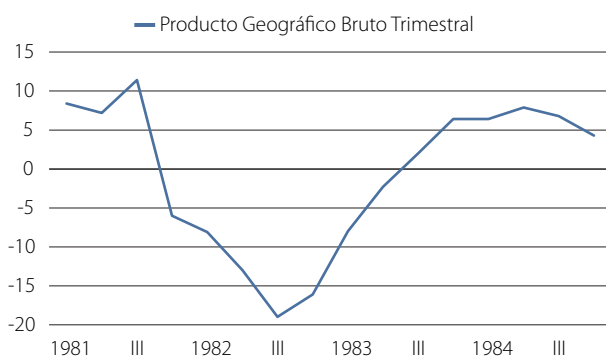
*“va a tener un costo tal en materia de caída de producto y de tasas de desempleo, que probablemente dejará de ser automático, a través de la intervención de la autoridad económica para acelerar la adecuación del tipo de cambio real”.*

Piñera mencionó los dos caminos básicos para ello, manifestándose partidario de la flexibilización del tipo de cambio en lugar de un recorte de salarios<sup>18</sup>.

Especialmente interesante resultó el hecho que la elaboración de las cuentas nacionales fue traspasada al Banco Central, desde Odeplan, en enero de 1982, de acuerdo al artículo 22 bis de la Ley 18.104<sup>19</sup>. El período coincidió, además, con la preparación, por primera vez, de cifras trimestrales de cuentas nacionales, las cuales reflejaron con mayor precisión la trayectoria de la recesión, primero, y la recuperación posterior.

En el siguiente gráfico se registra la evolución trimestral del PGB que ilustra la magnitud de la crisis.

**GRÁFICO VI-1. PRODUCTO GEOGRÁFICO BRUTO TRIMESTRAL**  
(variación porcentual en 12 meses)



Fuente: Boletín Mensual del Banco Central de Chile, mayo 1985, p. 1298.

17. Revista Hoy, 3 al 9 de febrero de 1982, p. 24.

18. Piñera, Sebastián (1982). "El ajuste recesivo", Seminario de coyuntura, Informe Gemines, 1er y 2° trimestre 1982, p. 91.

19. ASCE N° 1423, 3 de febrero de 1982, Recuadro VI.

Las cifras registraron de forma impresionante la profundidad de la depresión. Si se considera que en el último trimestre de 1981 el PGB ya venía cayendo, se completaron siete trimestres consecutivos con tasas negativas de crecimiento económico, incluyendo tres de ellos con disminuciones de dos dígitos.

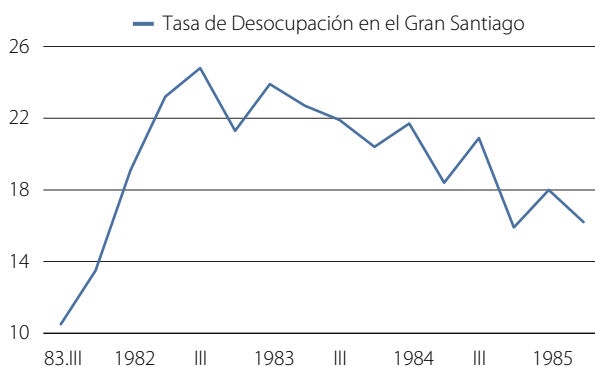
A mediados de 1983 Meller destacaba que "el resultado final del experimento económico de Chicago es que [...] después de casi diez años la tasa de crecimiento del ingreso per cápita es exactamente cero"<sup>20</sup>.

En el tercer trimestre de 1983 se inició una leve recuperación, consolidándose en el cuarto, como lo destacó la *Memoria* del Banco al señalar que el alza en el cuarto trimestre había sido particularmente elevada en algunos sectores, tales como construcción, pesca y comercio. Sin embargo, en el cuarto trimestre de 1984 otra vez se apreció un retroceso en el crecimiento.

Las caídas en el consumo y la inversión fueron impactantes como indicadores de la profundidad de la crisis y su consecuencia en el bienestar de la población. El primero disminuyó casi 15% en 1982 y casi 6% en 1983.

Las tasas de desocupación que se registraron en el período fueron, probablemente, el más amargo efecto de la recesión económica. El gráfico siguiente da cuenta de la evolución de dicha variable.

**GRÁFICO VI-2. TASA DE DESOCUPACIÓN EN EL GRAN SANTIAGO**  
(porcentaje sobre la fuerza de trabajo)



Fuente: Departamento de Economía, Universidad de Chile.

20. Meller, Patricio (1983). *Op. cit.*, p. 133.

A fines de 1983, la *Memoria* del Banco destacó que “la tasa de desempleo de 14,6% experimentó una singular reducción con respecto al 19,6% en el cuarto trimestre de 1982”<sup>21</sup>.

Cabe considerar que el gobierno adoptó diversas medidas paliativas del serio problema, entre otras, los programas denominados Programas de Empleo Mínimo (PEM) y Programas de Ocupación para Jefes de Hogar (POJH). Sin dichos programas el desempleo hubiera registrado cifras sustancialmente más altas. En diciembre de 1982 ambos programas totalizaron 439 mil beneficiarios, lo que equivalía aproximadamente a 12% de la fuerza de trabajo.

Las remuneraciones reales, consideradas oficialmente como una de las variables causantes de la crisis por su inflexibilidad a la baja en los años previos a 1982 y que habían crecido, según los índices oficiales, en aproximadamente 70% en el período 1976-1981, también cayeron fuertemente al producirse el ajuste y removerse algunos obstáculos legislativos.

Además de la caída en el índice global de remuneraciones, cabe consignar que el “salario mínimo real” disminuyó cerca de 18% en cada uno de los años 1982 y 1983, y en 15% en 1984, comparando los meses de diciembre de los respectivos años.

La crisis y las políticas de ajuste provocaron también un giro en la tendencia que traía el sector público de disminución del déficit e incluso haber generado un pequeño superávit fiscal en 1980 y 1981.

En efecto, de un superávit del sector público no financiero equivalente a 0,8% del PGB en 1981, se pasó a déficits de 3,4; 3,0 y 4,3 % del PGB en 1982, 1983 y 1984, respectivamente. En el caso del gobierno general, se pasó de un superávit de 2,9% del PGB en 1981 a déficits de 2,3; 3,0 y 3,5% en 1982, 1983 y 1984, respectivamente<sup>22</sup>.

En cuanto al sector externo, aunque el objetivo central de las políticas apuntó a disminuir drásticamente el déficit en cuenta corriente, ello se logró, pero en 1984 hubo un retroceso en comparación al año precedente.

En cuanto al costo del crédito, de acuerdo con un estudio del Banco, la evolución del costo real del crédito, como promedio anual, registró altísimos niveles, cercanos a 40% en 1981 y 1982, considerando el promedio del sistema financiero, con tasas aún mayores en el caso de las sociedades financieras.

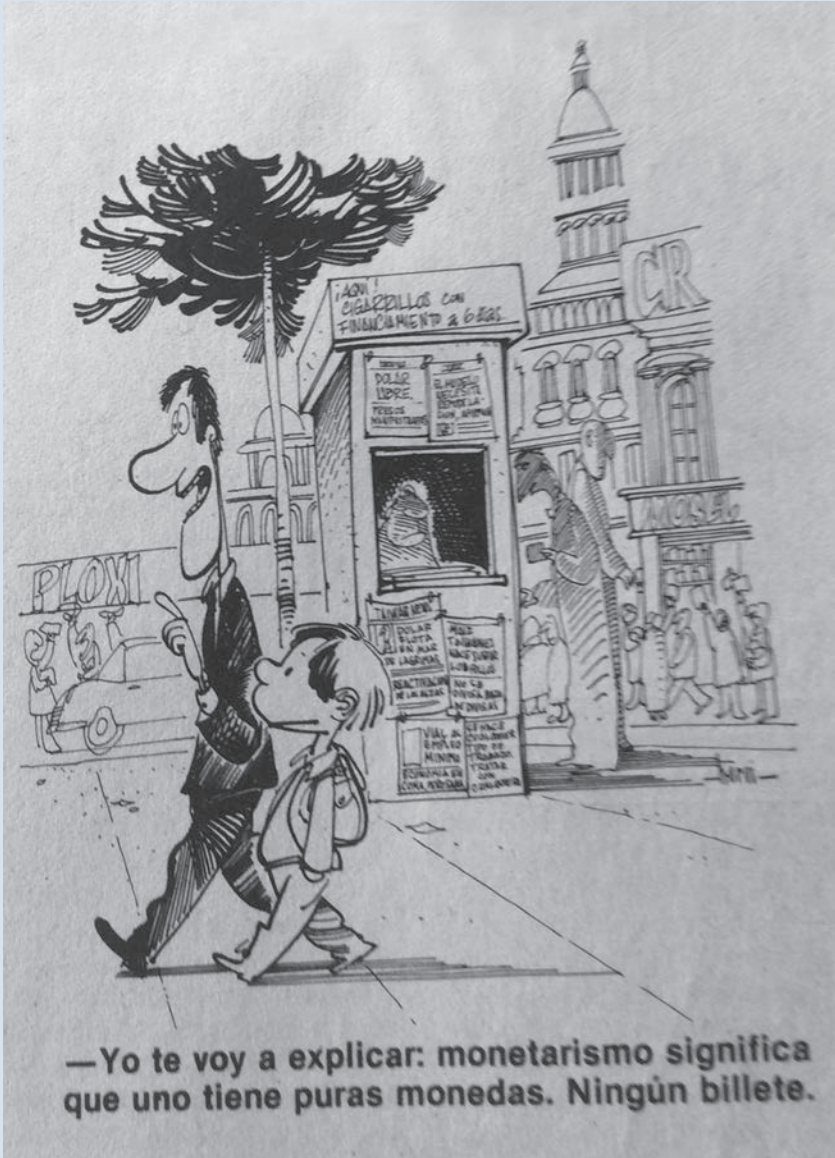
Finalmente, un área que pudo considerarse relativamente excepcional, dentro de las malas cifras generales, fue el de los índices inflacionarios.

---

21. MABC 1983, p. 19.

22. Chile: *Recent Economic Development*, FMI, 3 de julio de 1986 p. 19.





Revista Hoy. Agosto de 1982.

Las autoridades frecuentemente manifestaron su satisfacción por no haber recurrido, en la superación de la crisis, a medidas que causarían una más alta inflación. El IPC fue de 20,7% en 1982, a pesar que a fines de año, como consecuencia de las devaluaciones, la tasa anualizada superaba el 40%. Sin embargo, esa situación se revirtió y, en 1983 y 1984, las tasas de inflación se mantuvieron, relativamente estables, en alrededor de 23%.

Los comentarios críticos, como era de esperar, abundaron entre los economistas y otros expertos opositores al gobierno militar, pero también surgieron entre sus partidarios.

Algunos opositores pusieron énfasis en las deficiencias del “modelo ultra liberal”, mientras otros partidarios del modelo —como el caso de Juan Andrés Fontaine— explicaron que la crisis en que desembocó el quinquenio “no se debe a una falla de los mercados libres, sino a determinadas deficiencias de las políticas macroeconómicas —cambiaría, monetaria, salarial— que deben orientar las decisiones de los agentes económicos”<sup>23</sup>.

El propio ministro Cáceres reconoció que en la crisis chilena “la recesión mundial fue la causa principal, pero el intento por mantener un tipo de cambio fijo y la reajustabilidad de los sueldos y salarios contribuyeron a aumentar nuestros problemas”<sup>24</sup>.

### 3. EL BANCO EN 1982 Y LOS CONTRADICTORIOS ENFOQUES MONETARIO–CAMBIARIOS: EXPERIMENTOS Y DESORIENTACIÓN

Durante 1982 tuvo lugar lo más fuerte de la recesión y de la secuencia de políticas frustradas e improvisadas.

La política cambiaria fue emblemática en el sentido de objetivos poco claros, cuando se experimentó con diversos regímenes cambiarios que derivaron, entre otras consecuencias, en una enorme pérdida de reservas.

El año será difícil de olvidar para los ejecutivos y funcionarios del Banco que vivieron un tiempo de inédita desorientación y continuas medidas contradictorias.

En doce meses se sucedieron tres presidentes y dos vicepresidentes. El Banco estuvo sometido a tensiones, incluso con las propias autoridades de gobierno.

---

23. Fontaine, Juan Andrés (1983a). “Crecimiento, recesión y mercado”, *Estudios Públicos* N° 11, invierno, CEP, p. 27.

24. Cáceres, Carlos (1983b). Discurso ante la comunidad bancaria internacional. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 663, mayo, p. 1048.

## El ocaso del ajuste automático en 1982

El presidente Pinochet, en su saludo de año nuevo 1982, manifestó una vez más que *"quiero hacer resaltar, primeramente, que no habrá modificaciones al tipo de cambio fijo que en la actualidad nos rige"*<sup>25</sup>.

La intervención presidencial fue ilustrativa de la inquietud que existía en el país alrededor del tema cambiario.

En una primera etapa se mantuvo y profundizó la política de ajuste automático que venía aplicándose desde el año anterior: tipo de cambio fijo, política monetaria pasiva y mayor restricción de gastos complementada con aumento de impuestos en el área fiscal.

Coherentemente con el ajuste automático, la política monetaria se definió como "pasiva", vale decir, el dinero aumentaba o disminuía según el Banco Central aumentara o disminuyera sus reservas internacionales. El Banco careció de objetivos monetarios específicos al comenzar 1982 y se sumó a la política monetaria neutra y tipo de cambio fijo dispuesta por el gobierno. La dupla De Castro en Hacienda y De la Cuadra en el Banco era firme partidaria de ese esquema.

Al comenzar el año el enfoque oficial estuvo básicamente dirigido a asegurar el equilibrio fiscal, amenazado por una baja de ingresos como consecuencia de la drástica disminución de importaciones y los impuestos generados por estas, menor recaudación del IVA y por concepto de impuesto a la renta y el bajo precio del cobre. De Castro reiteró la mantención del tipo de cambio fijo.

Aunque el gobierno esperaba que el ajuste del fuerte desequilibrio externo fuera automático, el ministro anunció —con cierta contradicción— una serie de *"medidas para enfrentar la actual situación recesiva"*, las cuales fueron en su mayoría de carácter fiscal. Las medidas consistieron básicamente en una elevación "transitoria" de tributos: se recargó el impuesto único para los contribuyentes de medianos y altos ingresos, se anticipó el pago del global complementario correspondiente al año 1983, se aumentó las contribuciones de bienes raíces y patentes de vehículos y se redujeron gastos fiscales por más de 500 millones de dólares.

El ministro De Castro reiteró, además, que el gobierno no adoptaría, en relación a las actividades empresariales, medidas adicionales a las indicadas, *"que signifiquen asistencias crediticias, sectoriales, y otras, de claro efecto inflacionario o discriminatorio"*<sup>26</sup>. Esta visión

---

25. Pinochet, Augusto (1982). "Saludo de fin de año", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 647, enero, p. 6.

26. De Castro, Sergio (1982). "Medidas para evitar la actual situación recesiva", 25 de marzo de 1982, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 650, abril, p. 695.

fue criticada por diversos analistas, que estimaron que podría acentuar y prolongar la ya declarada recesión.

La profundización y prolongación de la recesión provocaron que las presiones sobre De Castro se hicieran irresistibles.

El 4 de abril, en la Semana Política de *El Mercurio*, se podía leer:

*"Las cosas se están haciendo mal, se están manejando con una rudeza de inexpertos, lo que provoca desánimo en los partidarios del gobierno y pone a este en peligro de quedar sin más defensores que sus aguerridos soldados"*<sup>27</sup>.

El diario cercano al gobierno, a través de su director Arturo Fontaine, criticó a De Castro que *"sorpresivamente anuncia al país la existencia de un importante déficit fiscal y esboza sin explicaciones suficientes las causas de este y los tributos nuevos que gravarán a los contribuyentes"*<sup>28</sup>.

En el sector privado también había diversas opiniones. Un foro entre los economistas Álvaro Bardón, Álvaro Donoso y Sebastián Piñera, organizado por la Revista *Qué Pasa* a comienzos de abril, reflejó coincidencias pero también discrepancias.

Para Sebastián Piñera, a la hora de buscar culpables de la crisis *"pienso que la culpa es compartida"*, señalando al sector privado que incurrió en un exceso de gasto y al sector público que en cierta forma *"indujo al gasto"*. Agregó luego que

*"el mecanismo de precios no está actuando correctamente, porque un precio fundamental en la economía, como es el precio relativo entre los transables y no transables, esto es el tipo de cambio real, no logra subir con la rapidez con que lo haría si el tipo de cambio nominal estuviera flexible"*<sup>29</sup>.

Preguntado Álvaro Bardón, en ese momento presidente del Banco Concepción, sobre qué haría si fuera ministro de Hacienda, señaló estar de acuerdo con las medidas adoptadas para disminuir el déficit fiscal, aunque agregó que *"trataría de vender más activos estatales, en lo que no se avanza nada desde hace un año"*.

Similar respuesta dio el economista Álvaro Donoso: *"creo que es necesario avanzar en la línea de disminuir la participación del sector público en la economía"*. Piñera también estuvo

---

27. Cavallo, Ascanio, Manuel Salazar y Oscar Sepúlveda (1988). *Op. cit.*, p. 426.

28. Revista *Qué Pasa*, 8 al 14 de abril de 1982, p. 8.

29. *Ibid.*, p. 9.

de acuerdo: *"Lo que yo haría sería impedir que esta situación negativa en que todos cometimos errores signifique detener el proceso de la política de largo plazo de reducir el tamaño estatal".* Agregó, sin embargo, que *"aprovecharía el momento de recuperación de la economía para eliminar tratamientos preferenciales en el acceso al crédito y flexibilizar el tipo de cambio"*<sup>30</sup>.

Después de la salida de De Castro, al finalizar abril de 1982, el nuevo ministro de Hacienda y expresidente del Banco, Sergio De la Cuadra, recomendado a Pinochet por el mismo De Castro, reconoció que la economía se encontraba en una etapa de *"acomodación de un nivel de gasto excesivo hacia su actual nivel de ingreso verdadero"*.

De acuerdo al secretario de Estado, dicho exceso de gasto se había producido por un influjo creciente de crédito externo, *"a pesar de la sana política de la autoridad de establecer depósitos al ingreso de créditos externos para moderar su influjo y alargar sus plazos"*.

El diagnóstico de De la Cuadra, como ya era conocido, fue que el exceso de gasto estaba localizado principalmente en el sector privado y era este quien debía realizar un mayor esfuerzo de ajuste. Al respecto, no anunció nuevas medidas sino que se limitó a dar algunos antecedentes que reiteraron la necesidad de un presupuesto equilibrado y destacaron los éxitos alcanzados en los últimos ocho años<sup>31</sup>.

En otras palabras, a pesar del cambio ministerial, la nueva autoridad se comprometió también con el ajuste automático.

Hasta el 14 de junio de 1982, el Banco mantuvo el tipo de cambio en \$39 por dólar, tal como había sido fijado casi tres años antes, por decisión del ministro De Castro, en julio de 1979.

En particular, durante ese lapso, el Comité Ejecutivo no logró elaborar un programa con metas a cumplir —o al menos proyecciones— en variables de su incumbencia, ya sea en materias de expansión monetaria, nivel de tasas de interés, tipo de cambio o reservas internacionales.

La atención se concentró en cuánto duraría el ajuste automático, cuál sería su costo o con qué se lo podría sustituir.

La paridad cambiaria venía siendo crecientemente cuestionada por empresarios y analistas desde el año anterior, como consecuencia del proceso recesivo que se acentuaba en el país.

---

30. *Ibid.*, p. 11.

31. De la Cuadra, Sergio (1982a). "Discurso del 29 de abril de 1982", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 651, mayo, p. 930.

En su nueva calidad de jefe del equipo económico, De la Cuadra continuó defendiendo con fuerza la política cambiaria, como era esperable, y aseguró que *"nuestra economía ya ha recorrido más de la mitad del camino del ajuste"*<sup>32</sup>.

Ilustró lo anterior con la drástica caída del déficit comercial en los primeros meses del año, una leve disminución en las tasas de interés y la casi nula inflación del primer trimestre de 1982 y apenas 1,4% en los últimos seis meses.

El Banco Central, por su parte, con el nuevo presidente Miguel Kast, continuó apoyando con fuerza el ajuste automático. De hecho, cuando Kast asumió la presidencia, informó que

*"el Presidente de la República había solicitado al señor Sergio De Castro que asesore al Comité Ejecutivo de este Banco Central y que el señor De Castro había aceptado dicho ofrecimiento. Se acordó su contratación a contar del 24 de mayo de 1982"*<sup>33</sup>.

De Castro renunció al cargo el 1 de septiembre del mismo año.

Para ayudar al ajuste automático, Kast autorizó a los bancos del país para captar recursos externos a corto plazo por un margen de una vez su capital y reservas, lo cual se estimó que podría generar una entrada extra de créditos externos de hasta 2.000 millones de dólares.

En igual sentido, el Comité Ejecutivo, en mayo de 1982, intentó liberalizar aun más la cuenta de capitales y acordó permitir el ingreso de créditos externos, a cualquier plazo, vía artículo 14, aunque estableciendo un depósito más alto para los plazos que no se permitían hasta esa fecha, o sea, menos de dos años. El porcentaje sería de 20% para créditos de menos de 24 meses, 15% para los de 24 a 48 meses, y 10% para los de 48 a 66 meses<sup>34</sup>.

El nuevo ministro, por su parte, informó sobre una serie de créditos externos que se encontraban gestionando las empresas públicas, los que, de concretarse, superarían los 800 millones de dólares en el resto de 1982.

A pesar de estos buenos anuncios e intenciones, el influjo de recursos externos ya estaba agotándose.

---

32. *Ibid.*, p. 928.

33. ASCE N° 1441, 26 de mayo de 1982.

34. ASCE N° 1438, 5 de mayo de 1982.

Al analizar la coyuntura económica, en el *Boletín* del Banco se comentó que, durante el segundo semestre de 1981 la economía chilena había entrado en una etapa de ajuste, originado, fundamentalmente, por el impacto que la recesión mundial provocó tanto en los precios como en las cantidades exportadas, por el alza de las tasas de interés internacionales y por la revaluación del dólar, que significó una revaluación similar del peso al estar este último fijo en términos nominales<sup>35</sup>.

Se planteó, asimismo, que hacia fines de 1981 la economía se vio enfrentada a dos desequilibrios básicos: un exceso de gastos en relación a los ingresos y una profunda distorsión de los precios relativos de bienes transables y no transables.

En el *Boletín* se explicó nuevamente la razón de que el tipo de cambio fijo debía ir de la mano de una política crediticia pasiva, aunque en realidad “*tuvo que darse apoyo a las instituciones financieras intervenidas o en liquidación a partir de noviembre de 1981*”.

Cabe recordar que en noviembre de 1981 el Banco y la SBIF intervinieron a ocho bancos y/o sociedades financieras, rompiéndose la neutralidad de la política monetaria.

El ajuste automático estaba funcionando, aunque demasiado lentamente, a juicio de sus críticos.

La indexación de salarios colaboraba para hacer subir la tasa de desempleo a niveles inéditos y la caída de la producción en el primer semestre de 1982 superaba el 10%.

Las reservas del Banco, para complicar aún más la difícil situación, cayeron drásticamente en esos primeros cinco meses de ajuste automático —se redujeron en 10%, casi 300 millones de dólares— con la consiguiente reducción de la masa monetaria. Las ventas de divisas por ventanilla, indicador parcial de la especulación cambiaria, promediaron 90 millones de dólares mensuales en dicho período, comparadas con un promedio de 26 millones en igual período de 1980, reflejando la incertidumbre generalizada reinante<sup>36</sup>.

El dinero privado real se contrajo 4,4; 6,2; 10,6 y 24,4% en 12 meses durante los cuatro trimestres de 1982, respectivamente.

Fontaine fue duro crítico de la política monetaria. En su opinión, la política monetaria —llamada neutra o dependiente— resultó expansiva mientras la balanza de pagos se

---

35. *BMCB*, febrero 1983, p. 303.

36. Wisecarver, Daniel (1983). “Dogmatismo y Pragmatismo: Una década de política económica en Chile”, *Estudios Públicos* N° 11, invierno, CEP, p. 112.

mostró holgada y restrictiva desde el segundo trimestre de 1981, cuando las cuentas externas se tornaron progresivamente desfavorables.

Profundizando en el tema, ya en plena recesión de 1982, el experto señaló que

*"A mi juicio, tanto la fase de auge como la de recesión se ajustan con una precisión propia de libro de texto a la interpretación monetaria del ciclo. Bajo dicha interpretación, el exceso de gasto y de endeudamiento (1978-1981), no fue producto de un brote autónomo de optimismo, sino que fue motivado por una expansión extraordinaria de la oferta de dinero y de crédito permitida por el Banco Central. Asimismo, la aguda fase recesiva del ciclo no proviene de un súbito cambio de ánimo de consumidores e inversionistas, sino de una política monetaria contractiva"*<sup>37</sup>.

Un tema que fue muy debatido, en especial hacia el final del quinquenio 1977-1981, fue el comportamiento de las remuneraciones reales y las iniciativas en torno a ellas. Los partidarios más ortodoxos del modelo estimaron que el alto nivel alcanzado por las remuneraciones reales y su inflexibilidad a la baja habrían tenido la responsabilidad por la inhabilidad del ajuste automático para operar en forma fluida y rápida.

Los críticos refutaron, señalando las intensas restricciones que pesaban sobre la actividad sindical y destacando que los salarios reales medios aún permanecían a niveles inferiores a los de 1970.

Fontaine reconoció el alza de remuneraciones reales, en especial entre 1978 y 1981, pero se preguntó si ello era culpa de las regulaciones prevalecientes en el mercado laboral. En su opinión, quizás estas acentuaron el problema, pero *"debe señalarse que los más variados estudios económicos comprueban que los salarios nominales son inflexibles hacia abajo en diversos contextos institucionales"*. Esto último, según el economista, era razón suficiente para que el Banco Central administrara cuidadosamente la política monetaria, impidiendo variaciones desestabilizadoras de la liquidez y buscando una trayectoria estable para el nivel de precios<sup>38</sup>.

Wisecarver también recalcó que el "piso salarial" fue otra inconsecuencia de la política económica: fue un segundo numerario<sup>39</sup>.

---

37. Fontaine, Juan Andrés (1983b). "Auge, caída y recuperación: una interpretación monetaria", *Economía y Sociedad*, Segunda época N° 9, enero, p. 63.

38. *Ibid.*, p. 66.

39. Wisecarver, Daniel (1983). *Op. cit.*, p. 97.



## Reaccionando a las urgencias: una devaluación que sorprendió incluso al presidente del Banco Central

El 13 de junio de 1982, el ministro de Economía, Fomento y Reconstrucción, general Luis Danús, en breve pero impactante intervención por cadena de televisión y radio, anunció la devaluación del peso, pasando la cotización del dólar de \$39 a \$46.

La nueva modalidad cambiaria tendría como características principales: i) el valor del peso quedaría fijado en relación a una canasta de monedas (dólar, marco alemán, yen, libra esterlina y franco francés) en la que el dólar representaba 60% y ii) el tipo de cambio en relación a la canasta de monedas se reajustaría, diariamente, en el equivalente a 0,8% mensual (0,0265 por ciento diario) en un horizonte de 12 meses.

Naturalmente, la medida suscitó muchos comentarios y reacciones.

El hecho que hubiera sido anunciada por el general Danús y estando fuera del país el presidente del Banco, se interpretó como indicador de fuertes tensiones en el equipo económico. Se sabía, además, que el ministro de Hacienda no era partidario de devaluar pues, entre otras razones, estimaba que iba a causar pánico en los bancos internacionales.

El presidente del Banco, Miguel Kast, reconoció posteriormente en su carta-renuncia al general Pinochet que *"me jugué como nadie por hacer creíble el cambio fijo a \$39: con el FMI, con los bancos extranjeros, con los intelectuales, con los empresarios chilenos y con el público[...]"*<sup>40</sup>.

En una breve biografía de Kast, Joaquín Lavín, afirmó:

*"La decisión gubernamental de devaluar, tomada en su ausencia, y sin siquiera consultar ni notificar a quien tenía el cargo de presidente del Banco Central, y que era principal responsable de la política cambiaria, terminó por desconcertarlo completamente. Poco a poco, aún en Europa, comenzó a gestarse su decisión de dejar el gobierno"*<sup>41</sup>.

Unos días más tarde, el 18 de junio de 1982, el ministro de Hacienda, modificando completamente su discurso favorable al ajuste automático, debió explicar al país las razones que llevaron al gobierno a decretar una devaluación del peso, después de casi tres años de tipo de cambio fijo, y anunciar un "paquete" de medidas complementarias.

---

40. Lavín, Joaquín (1986). *Miguel Kast, Pasión de vivir*, Zigzag, p. 32.

41. *Ibid.*, p. 30.

El ministro De la Cuadra justificó los motivos de la devaluación, pocos días después de anunciada, explayándose sobre las dificultades derivadas de las fuertes fluctuaciones que había experimentado el dólar en los mercados internacionales. Una inédita devaluación en 1980 y una aun mayor revaluación en 1981 y 1982.

De la Cuadra sostuvo, esta vez, que entre las opciones de "*proceder directamente a reducir los niveles de remuneraciones*" o "*proceder a una devaluación*", se había elegido esta última por ser de más fácil implementación y más efectiva. En concreto, el ministro

*"había presentado a la Junta la propuesta de rebajar en 15% las remuneraciones más altas del sector público y en 10% las bajas, con un promedio de 12% a 13% de rebaja general. Pero el almirante Merino no quiso darle el pase"*<sup>42</sup>.

En este último tema también el ministro Sergio De Castro se hizo una autocrítica. Comentando el proyecto del plan laboral preparado por José Piñera, en 1979, el que incluyó la mencionada cláusula, señaló:

*"Yo hablé con el presidente, pero no hubo caso. En la Junta estaban súper contentos con la propuesta, pues pensaban que con ello estaban asegurando el ingreso de los trabajadores. A todos los gobernantes les gusta ser populares. Pero en verdad era una medida populista que rigidizaba el mercado laboral. Ahí fue una de las veces en que Pinochet me dijo 'no siempre se gana, pues ministro'. Lo sentí porque era obvio que ello desincentivaría el empleo y que al enfrentar un ciclo económico a la baja nos traería problemas"*<sup>43</sup>.

Como el tipo de cambio seguiría "fijo", aunque a otro nivel, De la Cuadra descartó una política crediticia "*activa*", calificándola de "*suicida*" y aseguró que "*como es obvio, la política crediticia del Banco Central, posterior a la devaluación, deberá seguir siendo la misma que tenía con anterioridad, es decir, la absoluta neutralidad crediticia*". En este sentido, advirtió que "*cualquier monetización que la economía requiera en el futuro deberá ser provista necesariamente a través de la compra de divisas por parte del Banco Central*"<sup>44</sup>.

En otras palabras, de acuerdo al ministro, se continuaría con el ajuste automático, aunque con otro nivel de tipo de cambio.

---

42. Arancibia, Patricia y Francisco Balart (2007). *Sergio De Castro, el arquitecto del modelo económico chileno*, Editorial Biblioteca Americana, p. 388.

43. *Ibid.*, p. 319.

44. De la Cuadra, Sergio (1982b). "Discurso del 18 de junio de 1982", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 652, junio, p. 143.

De la Cuadra se refirió también al crecimiento de los salarios reales de 20% desde julio de 1979 y *“de 100% si lo medimos en dólares anteriores a la reciente devaluación”*.

Al respecto, anunció una serie de medidas complementarias, entre las que destacó un cambio en la legislación laboral que permitía una mayor flexibilidad salarial y un conjunto de medidas presupuestarias.

En efecto, aunque no se procedió a reducir los niveles nominales de remuneraciones, en el comunicado del “paquete”, se incluyó el anuncio de una importante flexibilización en el mercado laboral, consistente en *“retrotraer la obligación de reajustabilidad a la cuantía de remuneraciones reales que el trabajador percibía en julio de 1979”*.

De esta manera, la fijación del nuevo “piso” consistió en establecer que el sector de trabajadores que negociaba colectivamente no podría percibir una renta, equivalente en términos reales, inferior a la obtenida en junio de 1979.

Adicionalmente, se volvieron a elevar algunos impuestos y se adoptaron otras medidas presupuestarias que afectaron, en su mayoría, a las remuneraciones del sector público.

Mostrando alguna descoordinación con los anuncios del ministro, el presidente Kast anunció que *“el Banco Central va a garantizar de aquí hasta fin de año, un aumento del 11% en la cantidad de dinero, independientemente de las operaciones de cambio que se realicen”*<sup>45</sup>.

En un comentario posterior, Juan Andrés Fontaine sostuvo críticamente que

*“la restricción de la liquidez real alcanzó proporciones críticas durante 1982, porque se sumaron al efecto contractivo de la pérdida de reservas internacionales, las presiones inflacionarias que —previsiblemente— desataron las devaluaciones. La decisión del Banco Central de permitir esa drástica contracción en la liquidez real transformó una recesión moderada en la crisis económica y financiera más grave desde la Gran Depresión”*<sup>46</sup>.

El Banco, entretanto, inició una tímida compra de cartera mala a las instituciones bancarias, cuidando no aumentar la emisión monetaria, y creó el mecanismo del dólar preferencial para los deudores afectados por la devaluación.

---

45. Anuncio a la prensa. 6 de julio de 1982.

46. Fontaine, Juan Andrés (1983a), “Crecimiento, recesión y mercado”, *Estudios Públicos* N° 11, invierno, CEP, p. 23.



Fondo Diario La Nación UDP.

Conferencia de prensa del presidente del Banco Central, Miguel Kast, (tercero de derecha a izquierda) junto al vicepresidente Alfonso Serrano (a su derecha).

En julio, el Comité Ejecutivo, en otro esfuerzo por aumentar el ingreso de capitales financieros, modificó nuevamente las normas para ingresar créditos externos y redujo los depósitos o encajes, estableciendo un depósito uniforme del 5% para aquellos cuyo plazo fuera inferior a cinco años.

## El breve período de tipo de cambio flotante: se intenta expandir la masa monetaria

Las medidas de junio no dieron el resultado esperado. Al comenzar agosto el dólar paralelo se acercaba a \$70 —superando en más de 50% al oficial— y las reservas continuaban disminuyendo.

La especulación cambiaria que siguió a la devaluación, entre otras consecuencias, condujo a que las autoridades intentaran contenerla mediante una abrupta e inédita adopción de una política de tipo de cambio flotante, con amplia libertad en el mercado de divisas, complementada ahora con el anuncio de una política monetaria activa de acuerdo a metas de crecimiento y de inflación.

Estas medidas, propiciadas por Kast, fueron aceptadas por De la Cuadra quien el 5 de agosto de 1982 anunció el cambio fundamental en las políticas cambiaria y monetaria.

Explicando que en los últimos meses se había producido una *"gradual reducción de nuestras reservas internacionales y la consiguiente contracción de la masa monetaria"*, se optó por decretar la libertad cambiaria, de modo que *"las monedas extranjeras serán compradas y vendidas al precio que determine el mercado"*<sup>47</sup>.

El secretario de Estado aseguró que lo anterior significaba que *"nuestro país queda protegido de las perturbaciones económicas externas y de los rumores internos"*, con lo cual se lograría enfrentar más adecuadamente el período recesivo. Afirmó, asimismo, que con esta nueva medida el Banco Central podría expandir la oferta monetaria a una *"tasa compatible con una sana reactivación"*.

Se modificó así, radicalmente, el esquema basado en el ajuste automático.

El ministro De la Cuadra anticipó que, probablemente al comienzo, se produciría un alza injustificada del tipo de cambio, pero que esta sería de naturaleza transitoria.

---

47. De la Cuadra, Sergio (1982c). "Discurso del 5 de agosto de 1982", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 654, agosto, p. 1639.

Haciéndose eco de la profunda contracción monetaria y consecuente recesión, adelantó que con esta nueva estrategia el Banco Central podría expandir la oferta monetaria *“a una tasa compatible con las metas trazadas en materia de estabilidad de precios”*.

Quedó así roto oficialmente el vínculo entre reservas internacionales y cantidad de dinero, lo que, a juicio del secretario de Estado, permitía confiar en una pronta reactivación de la producción y del empleo.

La liberalización del tipo de cambio estuvo acompañada con una eliminación casi total de las restricciones de acceso al mercado de divisas.

Se anunció, entre otras medidas, la eliminación de los plazos de cobertura, la liberación del ingreso de créditos externos y la autorización de depósitos y créditos en moneda nacional con reajuste en base al dólar. La libertad no fue absoluta solo porque en algunos casos —por ejemplo, las disposiciones legales sobre exportaciones obligaban a retornar las divisas y liquidarlas— la legislación no alcanzó a ser modificada.

El Banco se comprometió a publicar diariamente, en función de las transacciones efectuadas por las empresas bancarias, el tipo de cambio del dólar del día hábil bancario anterior, o sea, el dólar “observado”.

El líder empresarial Orlando Sáenz escribió que con ello se había confirmado que *“lo que verdaderamente ocurre es que este país sufre una crisis de conducción económica y que hemos llegado, sencilla y simplemente, a la etapa de los ‘palos de ciego’”*<sup>48</sup>.

Por su parte, Carlos Massad recordó que en Chile

*“hay un pequeño grupo de empresas que controla una elevadísima cantidad de divisas como oferente y, también, como demandante. De manera que el dólar podría moverse mucho más según sea el comportamiento de esas empresas”*<sup>49</sup>.

Rolf Lüders reconoció después de algunas semanas que

*“la liberación cambiaría en un clima de incertidumbre produce una elevación excesiva y autoalimentada del tipo de cambio, que si bien con el tiempo debiera revertirse, resulta, en la práctica, insostenible en el corto o mediano plazo”*<sup>50</sup>.

---

48. Revista Hoy N° 264, 11-17 agosto de 1982.

49. *Ibid.*

50. Lüders, Rolf (1982b). “Reactivación y empleo”, Enade, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 657, noviembre, p. 2372.

Para justificar las medidas, De la Cuadra hizo referencia a la reducción de las reservas internacionales y la consiguiente contracción de la masa monetaria, como efectos indeseables que era necesario eliminar. Señaló que las personas habían atesorado moneda extranjera y pre pagado créditos expresados en ellas. Sin duda la devaluación había precipitado la desconfianza.

El secretario de Estado destacó, además, como factores que habían conducido a la disminución del dinero y las reservas internacionales, a la inquietud derivada de las intervenciones de algunas instituciones financieras, los rumores posteriores a la devaluación y la decisión de exigir la desconcentración de los préstamos a las empresas relacionadas con las instituciones financieras.

*“Ello ha generado una campaña de rumores que sutilmente ha inducido a las personas a reducir sus tenencias de dinero nacional, aumentando las de dólares”,* agregó el ministro. Finalizó manifestando también que los problemas económicos por los que atravesaba un país vecino habían significado *“una seria fuga de dólares”*<sup>51</sup>.

Ante las fuertes fluctuaciones del tipo de cambio —a mediados de agosto el precio del dólar se había disparado hasta \$65— el director de Política Financiera señaló al Comité Ejecutivo que se había estimado conveniente que la dirección a su cargo *“operara en compras y ventas de moneda extranjera con los bancos comerciales y sociedades financieras del país[...]”*.

Añadió el funcionario que las ofertas de compra y venta de moneda extranjera se efectuarían telefónicamente, a través de la mesa de operaciones de la Gerencia de Operaciones Monetarias<sup>52</sup>. La forma de operar podría ser mediante licitaciones o precio fijo.

Vale decir, a corto andar, nació la “flotación sucia”.

En todo caso, no todas las divisas se transaban libremente en el mercado, pues también se anunció que las transacciones que realizaran Codelco, Enap y otras entidades públicas se canalizarían a través del Banco Central.

Adicionalmente, el Comité Ejecutivo creó una línea de crédito especial para los deudores en dólares afectados por la brusca y sustancial devaluación. Esta medida fue aplicable solo a los deudores de menos de 30 mil dólares.

---

51. De la Cuadra, Sergio (1982c). *Op. cit.*, p. 1639.

52. ASCE N° 1460, 12 de agosto de 1982.

Se acordó también que el Banco emitiera pagarés en dólares, para que los bancos y sociedades financieras tuvieran un manejo más flexible de sus operaciones en moneda extranjera. Asimismo, se incorporó a las Bolsas de Valores para las compras de moneda extranjera proveniente de retornos de exportaciones.

A esas alturas, un editorial de la revista gobiernista *Qué Pasa* se preguntó “¿Es rescatable el actual “modelo económico?” En su comentario afirmaba que el fracaso era el de una “muy particular conducción, durante un período, de ciertas políticas económicas y no del modelo mismo”. Agregó que ello era consecuencia de una lamentable confusión entre fines y medios:

*“A partir de junio de 1979, son los fines (el nivel de actividad y de empleo, fundamentalmente) los que deben ajustarse a los medios (la política cambiaria muy particular que se eligió en esa oportunidad), en circunstancias que el más elemental sentido común debiera haber elegido la opción inversa”<sup>53</sup>.*

El Banco comentó que después de algunas semanas desde la liberalización, las reservas internacionales no habían variado, lo que contrastaba con la caída superior a los 800 millones de dólares de los primeros ocho meses del año<sup>54</sup>.

Lo anterior, sin embargo, comenzó a revertirse rápidamente —en septiembre el Banco perdió más de 300 millones de dólares— y no fue suficiente para hacer retornar la confianza de la mayoría de los agentes económicos ni tampoco de las autoridades políticas.

La gran variabilidad del tipo de cambio, que paralizó aún más los créditos externos, y el agravamiento de los problemas de los deudores en monedas extranjeras fueron, entre otras, razones suficientes para que la ya débil posición de la dupla De la Cuadra-Kast culminara en su salida a fines de agosto. Su nuevo “paquete” de medidas no fue aceptado en el gobierno.

Así, el experimento de flotación cambiaria duró solo algunas semanas.

En opinión de Juan Andrés Fontaine,

*“Desgraciadamente la tardanza con que se corrigió la política cambiaria hizo que el desequilibrio monetario y de tasas de interés hubiera alcanzado ya proporciones peligrosas. Las modificaciones cambiarias no fueron acompañadas de un programa monetario congruente con ellas y, al contrario,*

---

53. Revista *Qué Pasa*, del 19 al 25 de agosto de 1982, p. 6.

54. *BMBC*, septiembre 1982, p. 1873.



*el Banco Central permitió una restricción de la liquidez real que abortó buena parte de los efectos reactivadores de las devaluaciones<sup>55</sup>.*

Otros analistas privados también opinaron críticamente a fines de agosto. Para Sebastián Piñera,

*“ya en el último trimestre de 1980 los responsables de la política económica cometen tres graves errores, en los cuales persisten un buen tiempo más[...]. En efecto, no calibran adecuadamente la magnitud de la recesión internacional, sobreestiman la capacidad de la economía chilena para ajustarse en forma automática a las nuevas condiciones, y se dejan llevar por un dogmatismo que les hace confundir instrumentos con objetivos del modelo, así como por un optimismo desenfrenado que ahora cuesta entender de dónde salió”<sup>56</sup>.*

## Retorno al tipo de cambio administrado y a las restricciones cambiarias

A partir del 30 de agosto de 1982, el ministro de Hacienda sucesor, Rolf Lüders, que también pasó a desempeñarse como ministro de Economía, Fomento y Reconstrucción hizo dupla con Carlos Cáceres en el Banco Central. Ambos economistas tenían experiencias prácticas en sus trabajos con grupos empresariales.

A mediados de octubre, las nuevas autoridades económicas anunciaron un nuevo conjunto de medidas que cambió buena parte de la estrategia de De la Cuadra y Kast.

El biministro señaló como objetivos fundamentales la reactivación, para disminuir el desempleo, y completar las bases de un sistema que pudiera solucionar a mediano y largo plazo los problemas más urgentes del país. Y agregó, sin duda como crítica velada a sus predecesores, que estos dos grandes objetivos debían lograrse *“sin dogmatismos de ninguna especie”*, y en el contexto de *“una economía mixta [...] tanto por razones de eficiencia, como por la consideración que merecen ciertos valores tradicionales de nuestra sociedad, o por simple pragmatismo”<sup>57</sup>.*

Resultó evidente que, a raíz del marcado deterioro de la situación económica y financiera del país, la posición filosófico-económica de las autoridades había experimentado un notorio cambio<sup>58</sup>.

---

55. Fontaine, Juan Andrés (1983b). *Op. cit.*, p. 58.

56. Revista *Qué Pasa*, del 19 al 25 de agosto de 1982, p. 15.

57. Lüders, Rolf (1982a). “Hacia la recuperación económica: discurso del 15 de octubre de 1982”, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 656, octubre, p. 2117.

58. *Informe Gemines*, enero 1984, p. 43.

Entre las principales novedades, Lüders señaló que si queríamos que el país volviera a crecer y resolver el problema del desempleo y de las remuneraciones inadecuadas, debíamos crear las condiciones que permitieran a las empresas obtener *“utilidades normales, al mismo tiempo que buscar mecanismos de renegociación —sin costo para el Estado— de sus deudas, en condiciones que las faculten para recuperar sus niveles normales de actividad”*.

El secretario de Estado advirtió enfáticamente que el gobierno no otorgaría subsidio alguno a las instituciones financieras, *“si bien les dará el plazo requerido para absorber las pérdidas que la renegociación implique”*<sup>59</sup>.

Asimismo, el biministro Lüders anunció que priorizaría la reactivación de la producción mediante una política cambiaria realista y predecible —tipo de cambio administrado—, una política monetaria destinada a lograr tasas de interés reales razonables e inflación relativamente controlada, además de recuperar la confianza internacional, a través de acuerdos con el FMI, con el fin de asegurar un mínimo de financiamiento para la balanza de pagos.

El 29 de septiembre de 1982, el Comité Ejecutivo del Banco, liderado por Cáceres, fijó un tipo de cambio de referencia (\$66 por dólar) y acordó que se reajustaría según el alza de los precios internos (UF) corregida por la inflación internacional, esta última estimada en 1% mensual. Esta modalidad de cálculo del dólar de referencia se extendería por seis meses y tendría un rango de fluctuación de +/- 2%. El Banco, además, anunció un mecanismo de licitaciones de compra y venta de dólares dentro de ese rango<sup>60</sup>.

Se explicó que *“las fuertes fluctuaciones del tipo de cambio que acompañaron a la flotación de la divisa, hicieron necesaria esta medida”*<sup>61</sup>. Sin embargo, en el bimestre septiembre-octubre se produjo otra significativa pérdida de reservas, de alrededor de 345 millones de dólares, totalizando 1.170 millones en lo corrido del año.

Lüders señaló también, el 15 de octubre, que en materia cambiaria la libertad sería limitada, para evitar la transitoria fuga de divisas inducida por períodos de incertidumbre a que pueda dar lugar *“la política cambiaria de países vecinos y para evitar fluctuaciones indeseadas de corto plazo en las cotizaciones de las monedas extranjeras”*<sup>62</sup>.

---

59. Lüders, Rolf (1982b). *Op. cit.*, p. 2374.

60. Cáceres, Carlos (1982). “Programa monetario y de balanza de pagos”, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 656, octubre, p. 2135.

61. *BMBC*, octubre 1982, p. 2389.

62. Lüders, Rolf (1982a). *Op. cit.*, p. 2118.

Lo anterior lo especificó más el presidente Cáceres, para quien era necesario e indispensable que el tipo de cambio fuera estable, en el sentido de que sus valores futuros pudiesen ser predecibles “dentro de un margen de variación razonable”.

En forma complementaria a lo anterior, se creó un mecanismo de “swaps”, por el cual el Banco Central compraría moneda extranjera con pacto de retroventa a un precio determinado. El precio asegurado correspondía al de la franja, de manera que se podía evitar el riesgo de cambio hasta por seis meses.

Junto a estas modificaciones, se volvió a establecer estrictas restricciones de acceso al mercado cambiario. Se puso fin a la cuota ilimitada de viaje establecida durante el corto período de cambio libre, fijando en 3.000 dólares para países no limítrofes y 1.000 para los limítrofes, y se limitó a 1.000 dólares mensuales el monto que podía comprar cada persona para egresos personales<sup>63</sup>. Al poco tiempo, una nueva rebaja fijó las cuotas de viaje en 1.200 y 300 dólares, respectivamente, y en 200 dólares mensuales la correspondiente a egresos personales<sup>64</sup>.

Asimismo, se bajó de 300 a 150 días el plazo máximo para los retornos de exportaciones. Se retornó así a algunos de los instrumentos tradicionales de control cambiario.

Finalmente, se suspendió la venta interna de monedas de oro chilenas y se revocó la autorización para que los corredores de Bolsa transaran dólares. A fines de año el “dólar negro” se empinó a \$85 y el oficial, para operaciones de comercio exterior, a \$72.

En un discurso de fin de año el biministro Lüders destacó que la mayor parte del problema de la distorsión de los precios relativos se había corregido con la devaluación del peso a partir del 14 de junio de 1982, “que ya ha llegado a ser del orden del 80 por ciento”.

La tasa de cambio real en diciembre era la más elevada de la historia reciente y el secretario de Estado se consideró satisfecho con la política cambiaria adoptada, la cual se asemejaba más a la aplicada durante largos pasajes de la historia reciente, en que se vinculó con éxito la “devaluación de nuestra moneda a las tasas de inflación internas e internacionales”<sup>65</sup>.

En definitiva, la diversidad de políticas de tipo de cambio aplicadas durante 1982 — algunas al margen de decisiones del Banco Central— condujo a una inédita variabilidad

---

63. Acuerdos del 21 de septiembre y 4 de octubre de 1982, respectivamente.

64. Acuerdo 1482, 3 de diciembre de 1982.

65. Lüders, Rolf (1982c). “Bases para la confianza. La estabilidad del sistema”. Discurso del 27 de diciembre de 1982, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 658, diciembre, p. 2642.

de la cotización del dólar, una fuerte devaluación del peso, el retorno a controles y restricciones en las transacciones cambiarias y una sustancial caída en las reservas internacionales.

En el sector privado, en tanto, se presionaba por modificar la política arancelaria. La Sofofa, según informó la revista *Qué Pasa*, pidió al gobierno que se revisara el régimen del 10%, para “evitar caer en un nuevo dogma”<sup>66</sup>.

Diversos economistas privados opinaban sobre la delicada situación.

Para Sebastián Piñera, en foro de *Qué Pasa*, “la tarea más urgente consiste en restituir la masa monetaria, que se ha reducido en 35% en términos reales durante 1982”.

Juan Villarzá discrepaba de que la solución fuera un *shock* monetario, pues “cuando impera la incertidumbre, cuando se carece de conducción económica[...] Cualquier política monetaria activa provoca una presión enorme sobre las reservas”.

En casos más extremos se habló de incompetencia técnica. Edwards citó a Weintraub, con quien no estuvo de acuerdo, cuando afirmó que “el problema consistió, para ponerlo en términos simples, en que los Chicago boys revelaron [...] ser malos economistas”<sup>67</sup>.

Andrés Sanfuentes culpaba al FMI, con el cual estaría a punto de firmarse un restrictivo acuerdo, y a que las “negociaciones con ese organismo las llevó adelante un equipo carente de habilidad”. Para Sanfuentes,

*“la dramática situación actual es consecuencia en porcentaje abrumador —no dos tercios, sino cuatro quintos, según sus estimaciones— de la torpeza con que se ha manejado la política económica desde 1979 en adelante, inepticia solo comparable a la observada durante el período de la Unidad Popular”<sup>68</sup>.*

Meller ironizó señalando que

*“parece que hay algunos que aprendieron su Economía en el Mundo al Revés de Alicia en el País de las Maravillas. A lo mejor Oscar Wilde tenía razón y la economía es algo muy importante como para dejársela a los economistas de[...] Chicago”<sup>69</sup>.*

---

66. Revista *Qué Pasa*, 25 de noviembre al 1 de diciembre de 1982, p. 48.

67. Edwards, Sebastián (1984). “Estabilización con liberalización: diez años del experimento chileno con políticas de mercado libre 1973-1983”, en *Estudios Públicos* N° 14, otoño, CEP, p. 34.

68. Revista *Qué Pasa*, 9 al 15 de diciembre de 1982, p. 12.

69. Meller, Patricio (1983). *Op. cit.*, p. 136.



El Ministro Sergio de la Cuadra responde a Arturo Fontaine (Director del diario *El Mercurio*) sobre la liberación del tipo de cambio.

Hubo cierto consenso en calificar la actuación del equipo económico con características de dogmatismo, inflexibilidad o sectarismo.

#### 4. AÑO 1983: CÁCERES Y EL FMI COLABORAN PARA REORDENAR LA CASA

En 1983 se produjo la masiva intervención bancaria y el inicio de medidas destinadas a recuperar al sector financiero y reprogramar a los deudores productivos. Con la indispensable colaboración del FMI se logró seguir un programa macrofinanciero coherente que fue requisito necesario para lograr la renegociación de la deuda externa y el “dinero nuevo”.

La aparentemente inevitable masiva intervención bancaria de comienzos de enero de 1983 —gatillada por la quiebra de Inforsa, una importante empresa forestal— debilitó los planes de Lüders, frustró transitoriamente el programa macrofinanciero negociado, aunque todavía no firmado, con el FMI y obligó al país a solicitar la renegociación de su deuda externa.

El presidente Pinochet decidió prescindir del biministro el 14 de febrero de 1983 y reemplazarlo por Carlos Cáceres, aunque se inclinó por mantener los lineamientos centrales de su política económica, en particular para salvaguardar la indispensable relación con la banca extranjera.

En el Banco Central, Hernán Felipe Errázuriz fue designado presidente. Lo acompañó hasta octubre el vicepresidente Daniel Tapia —quien renunció junto a varios “mandos medios” después de la llegada de Sergio Onofre Jarpa al Ministerio del Interior— siendo remplazado por el economista Fernando Ossa, académico de la Universidad Católica.

En la fiscalía se desempeñó Carlos Olivos en 1982-1983 y luego asumió el abogado José Antonio Rodríguez. La importante Dirección de Política Financiera la encabezaron sucesivamente Renato Peñafiel y Fernando Escobar, teniendo a su cargo la Gerencia de Estudios, en la que se mantuvo Félix Bacigalupo. El economista y antiguo funcionario del Banco, Francisco Garcés, continuó desempeñándose como director internacional, y en marzo de 1983 el director Enrique Tassara se hizo cargo de la Representación Financiera en la Oficina de Nueva York.

En diciembre de 1983, se creó el cargo de director Coordinador de la Deuda Externa y se nombró al abogado Hernán Somerville como principal encargado de los procesos de renegociación.

## Las difíciles negociaciones con el FMI y la intervención de la banca

Las políticas económicas de 1983, especialmente la cambiaria y monetaria, estuvieron enmarcadas en las renovadas negociaciones de los convenios *stand by* con el Fondo. No siempre se lograron acuerdos fáciles, pues el organismo internacional exigió una férrea disciplina financiera para otorgar sus créditos y servir implícitamente de respaldo al país en las renegociaciones de sus deudas externas con los bancos y gobiernos extranjeros.

Las conversaciones con el FMI habían comenzado a gestarse en el primer trimestre de 1982, pues las autoridades económicas de ese momento querían asegurar a la banca internacional, a través de un programa *stand by*, que el país conservaría sus reservas, en esa época bastante cuantiosas.

Pero, vino la devaluación y luego la flotación, además de los continuos cambios de autoridades, y todo eso frustró las conversaciones y retardó un acuerdo definitivo<sup>70</sup>.

A fines de septiembre de 1982, al asumir Lüders, se volvió a conversar con el FMI, aunque el escenario nacional había cambiado drásticamente, con una elevada pérdida de reservas en los meses previos. Además, se había producido la cesación de pagos de México, en agosto, dando lugar a una casi segura reacción de la banca internacional en cuanto a restringir o incluso paralizar sus líneas de crédito a los países latinoamericanos, tal como efectivamente ocurrió.

En ese contexto, y como un punto de quiebre con respecto a la caótica situación de los meses previos, se produjo el anuncio por parte del presidente del Banco, Carlos Cáceres, en octubre de 1982, de lo que denominó "*un programa coherente, presentado por el Banco Central al Fondo Monetario Internacional*".

Aunque el Fondo aún no aprobaba formalmente dicho programa, que incluía proyecciones de balanza de pagos desde el cuarto trimestre de 1982 a diciembre de 1984, además de un programa monetario adaptado a esas proyecciones, el anuncio de Cáceres transmitió la sensación de un estudio serio, razonable y factible, en contraposición a lo ocurrido en los meses precedentes.

Era necesario, en todo caso, esperar la aprobación oficial del directorio del FMI, programada para diciembre, pues de ello dependía el crucial financiamiento externo que iba a necesitar el país durante los dos años siguientes<sup>71</sup>.

---

70. Cáceres, Carlos (1982). *Op. cit.*, p. 2131.

71. Boughton, James M. (2001). *Silent Revolution: The International Monetary Fund 1979-1989*, FMI.

Ese programa tentativo experimentó un primer traspie, pues la excesiva expansión del crédito interno en el último trimestre de 1982 se tradujo en una pérdida de reservas bastante mayor a la meta comprometida.

Hay que destacar que, inicialmente, de acuerdo al programa monetario presentado al FMI en octubre de 1982 para los quince meses siguientes, se proyectó que 75% del aumento del crédito interno del Banco Central iba a corresponder al subsidio por el dólar preferencial<sup>72</sup>.

Esto llevó a nuevas negociaciones y la firma del acuerdo quedó postergada.

Finalmente, el acuerdo *stand by* se firmó el 10 de enero de 1983, por un monto de 500 millones de Derechos Especiales de Giro (DEG) —550 millones de dólares aproximadamente— que podrían ser girados en el transcurso de 1983 y 1984, en la medida en que el país fuera cumpliendo las metas trimestrales.

El acuerdo incluyó también un crédito adicional por 295 millones de DEG en el esquema de Crédito Compensatorio por el bajo precio de las exportaciones, en especial el cobre. Chile, además de estos dos créditos hizo uso, en enero de 1983, del “tramo de reserva” con el FMI, por 70 millones de DEG.

Un segundo tropezón, sin embargo, vino de inmediato.

En efecto, la situación se complicó cuando el gobierno decidió, el 13 de enero de 1983, la intervención masiva de cinco instituciones financieras, además de la liquidación de otras tres. Ello creó no solo una gran incertidumbre en la banca internacional sino que llevó a una expansión del crédito interno que sobrepasó con creces las metas cuantitativas acordadas con el Fondo para el primer trimestre, tanto para la variable de activos netos como de pérdida de reservas internacionales.

Al respecto, Lüders explicó que el gobierno había decidido superar la crisis manteniendo los lineamientos básicos del sistema,

*“pero alterando la política cambiaria y monetaria, pretendiendo asegurar el flujo normal de recursos externos, interviniendo para superar la crisis del sistema financiero, y actuando decididamente en el campo fiscal para reactivar la construcción de obras públicas y disminuir el desempleo”.*

---

72. Cáceres, Carlos (1982). *Op. cit.*, p. 2135.



Negó, además, que la intervención de la banca, como interpretaban algunos, pudiera ser considerada como una *"desviación socializante del sistema"*<sup>73</sup>.

Pero la decisión, entre otros efectos, afectó en lo inmediato el comportamiento y composición de todos los agregados monetarios, destacando el aumento del dinero privado, en enero, de más de 16% y de casi 9% en febrero. El Banco decidió establecer un encaje marginal de 95% para los depósitos y captaciones que excedieran los mantenidos por las instituciones el día 13.

El día 14, el Comité Ejecutivo acordó conceder *"préstamos de urgencia por no más de 15 días a aquellas instituciones que experimenten déficits en las cuentas corrientes que mantienen en este Banco Central"*<sup>74</sup>.

Adicionalmente, se eliminó la práctica de la tasa de interés sugerida y se modificaron las condiciones de retiro anticipado de los depósitos y captaciones a plazo, exigiendo que el titular lo solicitara con una anticipación de 5 días hábiles bancarios, renunciando al pago de intereses y reajustes.

Para enfrentar los retiros en los bancos declarados en liquidación —el Banco Hipotecario de Chile (BHC), el Banco Unido de Fomento y la Financiera CIGA— el director de Política Financiera, Renato Peñafiel, planteó *"la necesidad de establecer una línea de crédito al Banco del Estado para cancelar el pago del 70% de los depósitos y captaciones de las instituciones financieras en liquidación"*<sup>75</sup>. Cabe anticipar que los clientes de esos bancos incurrieron en la pérdida del 30% de sus depósitos.

Sin duda, el cambio de composición en los activos financieros reflejó la incertidumbre que impulsó a los agentes económicos privados a incrementar la tenencia de activos más líquidos y a disminuir la preferencia por cuasi dinero.

Las reservas internacionales volvieron a caer —en 625 millones de dólares en enero y otros 213 millones en febrero—, cifras atribuibles principalmente al pago de líneas de crédito de corto plazo exigido por la banca extranjera.

En esto último fue crucial la actitud de la banca extranjera que redujo a la mitad las líneas de crédito operacionales destinadas a financiar el comercio exterior del país.

---

73. Lüders, Rolf (1983). "Exposición del ministro de Hacienda y Economía", discurso del 25 de enero de 1983, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 659, enero, p. 10.

74. ASCE N° 1490, 14 de enero de 1983.

75. ASCE N° 1492, 20 de enero de 1983.

## Orden del Gobierno: Intervenidos 5 Bancos y Otros 2 en Liquidación

- El anuncio lo hizo anoche el Ministro de Hacienda y Economía por red nacional de radio y televisión.
- Bajo control oficial los Bancos de Chile, Santiago, Concepción, Internacional y Colocadora.
- Disueltos los Bancos BHC y BUF, además de la Financiera CIGA.
- Inspectores Delegados de la Superintendencia en el BHIF y en el Nacional.
- Seguro total para depositantes en instituciones financieras, incluyendo las intervenidas, hasta el 31 de diciembre de 1983.
- Ahorros y depósitos en las liquidadas están garantizados, según la ley, hasta 100 Unidades Tributarias (\$251.200), y hasta 200 Unidades Tributarias, en caso de existir seguro voluntario. El saldo es vendible al Banco del Estado a un 70% de su valor.
- En caso de quiebra de empresas relacionadas con estos bancos y financieras, siempre que sean viables, se decretará su continuidad de giro.
- La autoridad tiene la certeza de que las disposiciones anunciadas completan un proceso de saneamiento y normalización financieros.



El Ministro de Hacienda y Economía, Raúl Ladrón, anunció anoche por red de radio y televisión la intervención de cinco bancos y la liquidación de otros dos y una financiera.

### reacciones

Principales economistas y dirigentes empresariales se pronunciaron sobre las intervenciones bancarias. (A 12)

### deudores

Lista de los principales deudores de los bancos intervenidos y en liquidación. (B 1)

### banquero

Presidente del banco Nacional Francisco Javier Errázuriz da a conocer su opinión sobre la designación de un Inspector Delegado en su entidad. (B 1)

### relacionados

Monte de los préstamos otorgados por los bancos intervenidos y en liquidación a las empresas participantes a sus mismos condicionaros empresariales. (B 1)

### cobro

Procedimiento saliente de la Confederación del Cobre, Emilio Torres, afirmó que ese cargo seguirá en poder de la Zonal "El Trémino". El Consejo Ejecutivo, dijo, deberá elegir al titular de entre sus cuatro representantes que tiene en el Consejo Directivo. (C 1)

### invitación

El gobierno boliviano de Siles Zuazo invita a Chile para iniciar negociaciones dentro de la OEA, sobre una salida de su país al Pacífico. (A 10)

### fanatismo

Fuerzas policíacas mataron a 7 fanáticos religiosos que mantenían un agnóstico reñón en Memphis, Estados Unidos. (A 8)

### optimismo

El Ministro Secretario General de Gobierno, Hernán Felipe Errázuriz, afirmó que existen motivos para esperar con "optimismo moderado" el presente año. (C 5)

## Administradores Delegados

■ Ayer asumieron sus funciones horas antes del anuncio hecho por el Biministra Lúders.

El presidente del Banco del Estado, Francisco Dávalos, anunció como administrador delegado de la Superintendencia en el Banco de Chile.

Los peritos designados por el organismo de Gobierno se hicieron cargo de sus nuevas funciones horas antes del anuncio del Ministro de Economía y Hacienda, Raúl Ladrón, por vía nacional de radio y televisión.

Los otros administradores delegados son Julio Barrera, actual gerente general del Banco del Estado, en el Banco de Trabajo; León Poboy, presidente del Banco del Trabajo, en el Banco Internacional; Ernesto Berroa, gerente general del Banco Edwards, en el Banco de Concepción; Gonzalo Ruiz Undurraga, quien actúa como administrador delegado durante la intervención del Banco de Talca, en el Banco Colocadora Nacional de Valparaíso.

En la función de liquidadores fueron designados Néstor Dávila, en el Banco BHIC; Gonzalo Prieto, en el BUF; y Jorge Díaz, en la Financiera CIGA.



**BANCO DE CHILE** — El Presidente del Banco del Estado, Francisco Dávalos, anunció ayer sus funciones como administrador delegado del Banco de Chile.



**ADMINISTRADOR** — El gerente general del Banco del Estado, Julio Barrera, anunció anoche como administrador delegado en el Banco de Santiago.

(Continúa en la página A 12)

El Gobierno intervino ayer los bancos de Chile, Santiago, Concepción, Internacional y Colocadora Nacional de Valparaíso, como la liquidación de los bancos BHIC, BUF y Financiera CIGA y asignó inspectores delegados en los bancos Nacional y BHIF.

La medida fue dada a conocer anoche por red de televisión y radio por el Ministro de Economía y Hacienda, Raúl Ladrón, quien señaló que, con esta, se completa un proceso de saneamiento y normalización financieros de carácter permanente.

El texto del discurso es el siguiente: Hoy buenas noches. Esta vez retomará la economía nacional de la experiencia del período de Gobierno de Aguirre Uguet y de la fuerte reactivación de 1975, esta vez en un período de aguda recuperación que durará hasta 1983 inclusive. Dicho crecimiento se ha dado principalmente en la liberalización de la economía, diversión a del comercio exterior y de los flujos financieros internacionales.

Dada la escasa capitalización de las empresas y compañías de dicho proceso, el análisis crecimiento fue acompañado de un riguroso endeudamiento externo, que abrió ordenes los recursos requeridos. A la vez, tal endeudamiento, el adecuado crecimiento del interacto de capital local, un sistema más diversificado de inversiones y la alta explotación de los agentes económicos para desarrollar en un saneamiento escueto de las empresas, y tener en especial el conglomerado empresarial vinculado a la propiedad de algunas instituciones financieras.

En esas condiciones la fuerte recuperación causada por el exceso de gastos...

(Continúa en la página A 12)

## Feriado Bancario En Todo El País

■ Reabren normalmente sus puertas el próximo lunes.

Los bancos e instituciones financieras se abrieron público en el día de hoy. La medida fue anunciada ayer por el Ministro de Hacienda y Economía, Raúl Ladrón, luego de dar a conocer la intervención de cinco bancos, la puesta en liquidación de dos bancos y una financiera y la designación de inspectores delegados en otros de entidades bancarias.

El feriado bancario que sólo hoy...

El feriado bancario que sólo hoy...

(Continúa en la página A 12)

Diario El Mercurio, Enero de 1983.



Fondo Diario La Nación UDP.

Cientes del Banco Hipotecario de Chile buscan información sobre qué ocurrirá con sus depósitos.

Se precipitó, entonces, la necesidad de renegociar las deudas con la banca internacional. Para ello los bancos extranjeros exigieron un certificado de “cumplimiento” del FMI, lo que obligó a Chile a conversar nuevamente y acordar un “programa operativo”. Según Cáceres,

*“Por una razón de orden estratégico se decidió junto con el FMI que Chile debía reingresar al primitivo acuerdo (preparar uno nuevo tomaría 3 a 4 meses). El Fondo se allanó a dar el tiempo necesario para conseguir los recursos externos que permitirían cumplir con el programa”<sup>76</sup>.*

## El “programa operativo” acordado con el FMI en marzo de 1983

La política económica bajo la dirección de Cáceres en su nuevo rol de ministro de Hacienda se ajustó al convenio *stand by* acordado con el FMI, siguiendo el “modelo” característico de dicho organismo.

Como es sabido, dicho esquema requería el cumplimiento de metas trimestrales en ciertos agregados económicos claves, principalmente: activos internos netos —crédito interno—, reservas internacionales, déficit del sector público y endeudamiento externo.

El 22 de marzo, Carlos Cáceres anunció que el gobierno había alcanzado total acuerdo en la revisión del programa que había presentado al FMI, “*que habrá de constituir un ambiente propicio para la obtención del refinanciamiento de la banca internacional y el aporte de nuevos recursos[...]*”<sup>77</sup>.

El acuerdo estableció, en lo más básico, la posibilidad de perder reservas hasta por 606 millones de dólares en 1983, una expansión del crédito interno hasta por 50.000 millones de pesos, y un déficit fiscal no superior al 2,3% del PGB.

Una medida adicional importante fue el alza “transitoria” de la tasa arancelaria pareja de 10% a 20%, por motivo de recaudación fiscal. En la misma oportunidad se anunció que el arancel retornaría a 10% en una reducción gradual a partir de octubre de 1984, para culminar en diciembre de 1985.

La nueva política de tipo de cambio, clave para el cumplimiento del programa, consistió en establecer una franja referencial para el precio del dólar norteamericano, por un plazo

---

76. Cáceres, Carlos (1983c). “Perspectivas de la economía chilena”. Discurso del 7 de junio de 1983, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 664, junio, p. 1272.

77. Cáceres, Carlos (1983a). “Exposición del ministro de Hacienda”, 22 de marzo de 1983. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 661, marzo, p. 534.

inicial de seis meses. Se anunció que el tipo de cambio de referencia sería reajustado solo por la tasa de inflación interna —sin descontar la inflación internacional— dando como una de las razones la necesidad de compensar a los exportadores por el alza de aranceles de 10 a 20% parejo. El valor de mercado del dólar podría fluctuar en una banda de 2% en torno a este tipo de referencia.

En materia de restricciones cambiarias, hubo una intensificación de controles en el mercado cambiario.

Se acordó una nueva disminución del plazo de retorno de las exportaciones, de 150 a 90 días, y se estableció un plazo mínimo de 120 días para poder remesar los dólares como pagos destinados a las coberturas de las importaciones.

Las cuotas de viaje fueron reducidas nuevamente, esta vez a 200 dólares para países latinoamericanos y 800 dólares para los otros y se bajó de 3.000 a 500 dólares el monto por el cual las empresas bancarias podían emitir directamente informes de importación.

También quedaron prohibidas las transacciones habituales de moneda extranjera y oro entre particulares. Además, se volvió a fijar límites para las posiciones de cambios que podían mantener las instituciones financieras<sup>78</sup>.

Con la aprobación del acuerdo *stand by*, el ministro Cáceres, en télex del 29 de abril de 1983 al Comité Asesor Bancario, pudo informar a los bancos acreedores la evaluación positiva del FMI con respecto al programa económico global de Chile "*confirmando nuestro logro de las metas provisorias fijadas por el FMI al 31 de marzo de 1983 y nuestra capacidad para cumplir las metas al 30 de septiembre[...]*", sujeto a que los bancos otorguen el financiamiento solicitado.

Les aseguró que la intención de establecer y mantener una estabilidad global en nuestra economía estaba documentada por "*nuestro programa con el FMI*" y les comunicó además que

*"el hecho de que el gobierno haya propuesto garantizar el endeudamiento externo del sector público y del sector financiero privado, hasta el momento en que se logre su reestructuración, garantizará el nuevo préstamo y facilitará la reestructuración de la deuda externa privada".*

Cáceres, al igual que su antecesor, hablando a los bancos internacionales, les aseguró que el sistema económico en Chile no cambiaba:

---

78. Acuerdo 1504, 22 de marzo de 1983.

*“Hoy quiero reafirmar —una vez más— que existe un fuerte consenso nacional en Chile, en el sentido de que debemos mantener nuestro compromiso con una economía de mercado abierto y con un sector privado independiente, como principales estrategias tanto para recuperar el equilibrio como para restablecer nuestra tasa de crecimiento”<sup>79</sup>.*

## Primeros resultados positivos: bases para la reactivación

En junio de 1983, el ministro se preguntó, en relación a la ambicionada reactivación: *“¿queda aún algo que podamos hacer y no hayamos hecho? La respuesta es negativa, se ha hecho cuanto está de nuestra parte —tanto en el ámbito interno como en el externo— para crear las bases de una sana reactivación”<sup>80</sup>.*

Y agregó que podía decirse con toda seguridad que ya estaban dadas las condiciones para una verdadera reactivación de la economía. Explicó que en 1982 se corrigieron los grandes desequilibrios macroeconómicos y se comenzó el proceso de desconcentración y saneamiento del sistema financiero; y que este año (1983) *“se ha establecido un programa adecuado para aliviar el problema de la deuda interna, y se ha renegociado en condiciones favorables una parte importante de la deuda con el exterior”.*

Efectivamente, en el contexto del estricto escenario de cumplimiento de esas metas trimestrales del programa *stand by*, el equipo de Cáceres debió acomodar una masiva reprogramación de deudas internas, además de la reestructuración de la deuda externa.

El ministro anunció también importantes cambios en la legislación tributaria, la mayoría de los cuales comenzarían a regir gradualmente entre 1984 y 1986.

La reforma estableció incentivos al ahorro, al no gravar a las utilidades retenidas en las empresas y eximir de tributos a la adquisición de algunos títulos financieros de mediano y largo plazo. Asimismo, destacó la rebaja de 50% en las tasas de impuesto de primera y segunda categoría y tasa adicional, y la rebaja de dos puntos en todos los tramos de la escala del Global Complementario<sup>81</sup>.

El presidente del Banco, Hernán Felipe Errázuriz, destacó algunos meses más tarde que el diseño de un “programa operativo” pactado con el FMI y la disciplina en su aplicación

---

79. Cáceres, Carlos (1983b). *Op. cit.*, p. 1048.

80. Cáceres, Carlos (1983c). *Op. cit.*, p. 1269.

81. Ley 18.293, enero de 1984.



desde marzo pasado habían sido, sin duda, los elementos básicos para alcanzar la estabilidad monetaria<sup>82</sup>.

En diciembre de 1983 se retornó al descuento de la inflación externa en el reajuste diario del dólar, tomando en consideración el alza ya producida en el tipo de cambio real. Un estudio del Banco estimó que el tipo de cambio real había aumentado 43% entre mayo de 1982 y diciembre de 1983.

El ministro Cáceres se manifestó satisfecho con las “metas oficiales” cumplidas a fines de 1983 y, en especial, por la neutralización de la incertidumbre generalizada entre los agentes económicos.

Recordó que algunos pronosticaron “a fines del año pasado una inflación de 40 a 50%” y la realidad ha sido de 23%. La meta de pérdida de reservas se había cumplido casi exactamente.

El secretario de Estado destacó especialmente como logros de 1983, en el contexto del financiamiento externo, el préstamo del FMI por 875 millones de dólares —entre el *stand by* y el Crédito Compensatorio—, la reprogramación de los vencimientos de la deuda externa de 1983 y 1984, el crédito nuevo de la banca por 1.300 millones de dólares, la reestructuración del pago de líneas comerciales por otros 1.300 millones de dólares, y un crédito de enlace de 460 millones de dólares.

Hay que señalar, además, que en noviembre de 1983 la cuota de Chile en el FMI aumentó de 325,5 millones a 440,5 millones de DEG, como consecuencia de la octava revisión general de cuotas que efectuó ese organismo internacional, lo cual le permitió al país ampliar su capacidad de endeudamiento.

A fines de año Cáceres anunció también la pronta publicación de la ley que “*prorroga la garantía del Estado sobre los depósitos y captaciones en bancos y sociedades financieras, en 1984*”, y comunicó nuevas medidas de reprogramación de las deudas del sistema bancario<sup>83</sup>.

Ante otras críticas, reiteró que el acuerdo logrado con el FMI no era restrictivo y que no se trataba de una imposición del organismo sino de una negociación.

---

82. Errázuriz, Hernán Felipe (1983). “58° aniversario del Banco Central de Chile”, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 667, agosto, p. 1714.

83. Cáceres, Carlos (1983d). “Discurso del ministro de Hacienda”, 16 de diciembre de 1983. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 670, diciembre, p. 2784.



Archivo del Banco Central de Chile.

Despedida al presidente del Banco Central, Carlos Cáceres, quien asumiría como ministro de Hacienda, junto a su esposa y gerente general Carlos Molina.



No todos estuvieron de acuerdo. Meller aseguró que,

*“Haciendo total abstracción de la situación económica interna, el primer programa del FMI señala de manera muy explícita que el problema más urgente de Chile es la reducción sustancial de la deuda externa[...]. Para este efecto se define un programa económico cuyo componente central lo constituye el pago completo y puntual del servicio de la deuda externa”<sup>84</sup>.*

El ministro también anunció que el 20% “transitorio” de arancel parejo se mantendría como definitivo, ante lo cual el *Informe Gemines* comentó: “Política arancelaria: la última víctima de la recesión”<sup>85</sup>.

Asimismo, teniendo en consideración la baja en el precio del cobre de los últimos meses, informó de varios ajustes tributarios para 1984 y el retorno a una política cambiaria que considerara un descuento por la inflación internacional en la tasa de reajustabilidad del dólar.

Finalmente, el ministro proyectó para 1984 un crecimiento del PGB de 4 a 5%.

## 5. CAMBIO DE EQUIPO EN 1984 PONE EN RIESGO LA CONTINUIDAD DEL MODELO

Las presiones políticas sobre el ministro Cáceres y su estrecha relación con la disciplina financiera del FMI finalmente le pasaron la cuenta. En efecto, a fines de abril de 1984 Pinochet dio un nuevo golpe de timón, al designar a Luis Escobar en el Ministerio de Hacienda. Paradójicamente, la salida de Cáceres coincidió con el inicio de la recuperación de la actividad económica.

La asunción de la dupla Collados (Economía, Fomento y Reconstrucción) y Escobar (Hacienda), creó un “sensación” de que habría una mayor preocupación por la actividad productiva y no tanto por lo financiero.

En opinión de Meller, fue posible distinguir tres etapas en el proceso de ajuste,

---

84. Meller, Patricio (1998). *Un siglo de economía política chilena: 1890-1990*, Cieplan, Santiago de Chile, p. 237.

85. *Informe Gemines*, diciembre de 1983, p. 34.

*"Al principio se aplicaron políticas recesivas para cerrar la brecha gasto-ingreso (1982-83). Posteriormente (1984) se optó por una política expansiva para reducir la brecha interna expresada en un desempleo superior al 30%. A partir de 1985, una tercera etapa trae consigo políticas de ajuste de precios relativos, ante la percepción de que el desequilibrio externo era un problema de largo plazo"*<sup>86</sup>.

Al nuevo líder del equipo económico le pareció importante iniciar su primer discurso al país recordando que *"el Supremo Gobierno aplica, en el terreno económico, una doctrina que se denomina Economía Social de Mercado"*. En seguida el ministro enumeró lo que denominó los "fundamentos" de esta doctrina<sup>87</sup>.

El ministro Collados, sin embargo, pragmáticamente señaló al asumir, que

*"La renegociación de nuestra deuda externa y la consecución de nuevos recursos se hace dentro de los términos de referencia que define un convenio con el FMI, cuya aprobación está en sus etapas finales y que no dudamos será favorable para el desarrollo de nuestra política económica"*<sup>88</sup>.

El nombramiento de la dupla Collados-Escobar derivó en un cambio importante de colaboradores.

En el Banco, junto con la designación del nuevo presidente, Francisco Ibáñez, y vicepresidente, Félix Ruiz, en abril de 1984 se les pidió la renuncia a tres directores y al gerente de Estudios<sup>89</sup>. Los directores Francisco Silva (Operaciones) y Renato Peñafiel (Política Financiera) fueron remplazados por los ingenieros comerciales César Barros y Fernando Escobar, respectivamente, y el gerente de Estudios Félix Bacigalupo fue sustituido por Juan Andrés Fontaine, economista de la Universidad Católica de Chile, con posgrado de la Universidad de Chicago.

También en mayo de ese año se contrató al economista Uri Wainer para desempeñarse como relacionador entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda. Además, se creó el cargo de director Asesor del Comité Ejecutivo, para el cual se trajo al profesional Claudio Pardo.

A pesar del aparente cambio de enfoque económico, en las políticas de corto plazo, cambiaria y monetaria, el nuevo equipo no tuvo muchos grados de libertad, debido

---

86. Meller, Patricio (1998). *Op. cit.*, p. 234.

87. Collados, Modesto (1984a). "Discurso del Sr. Ministro de Economía, Fomento y Reconstrucción" 5 de abril de 1984". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 674, abril, p. 881.

88. *Ibid.*, p. 882.

89. Información de prensa, 25 de abril de 1984.

a los convenios con el FMI que era necesario cumplir para asegurar el financiamiento externo que ya no fluía voluntariamente.

Los nuevos ministros y autoridades del Banco debieron continuar la senda de Cáceres y Errázuriz en cuanto a los acuerdos con el Fondo. La prensa especuló sobre nuevas negociaciones. Ascanio Cavallo escribió: "*decidido a impulsar un plan fuerte de reactivación, Escobar partió a los pocos días a renegociar las condiciones con el FMI, para obtener el uno por ciento adicional de déficit fiscal*"<sup>90</sup>.

Pero en concreto no hubo anuncios de renegociaciones significativas. El ministro Escobar era partidario de fijar la tasa de interés de colocaciones para disminuir el alto costo del crédito, pero ello no prosperó<sup>91</sup>.

## Los programas trienales de Collados

Modesto Collados, en su calidad de coordinador del equipo económico, también anunció al país que a la brevedad se pondría en marcha un programa trienal, el cual se reformularía todos los años. Aunque Collados no indicó medidas que modificaran directamente las políticas macroeconómicas en marcha, llamó la atención por su autodefinición de una persona con espíritu pragmático y "*sin teorizaciones*"<sup>92</sup>.

A fines de julio, el secretario de Estado presentó al Presidente de la República el Programa Trienal 1984-1986, como un "*instrumento indicativo que busca coordinar la iniciativa privada y estatal*"<sup>93</sup>.

La iniciativa contempló diez programas sectoriales, con sus correspondientes proyecciones de crecimiento, además de detalles de inversiones, y un Programa Macroeconómico. En este último contexto, no hubo novedades significativas en relación a las políticas en aplicación salvo algunas excepciones. En el caso de los aranceles, por ejemplo, se planteó, de manera algo confusa, que la "*estructura arancelaria actual [...] no tendrá modificaciones en el mediano plazo*".

---

90. Cavallo, Ascanio, Manuel Salazar y Oscar Sepúlveda (1988). *Op. cit.*, p. 332.

91. Escobar, Luis (1985b). "El problema de la tasa de interés", *Estudios Públicos*, N° 29, Centro de Estudios Públicos, p. 161.

92. Collados, Modesto (1984a). *Op. cit.*, p. 883.

93. Collados, Modesto (1984b). "Discurso pronunciado en la ceremonia de entrega a S.E. el Presidente de la República del Programa Trienal 1984-1986", 26 de julio de 1984". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 678, agosto, p. 1991.

En todo caso, el estilo de las nuevas autoridades, al presentar el Programa Trienal, contrastó sustancialmente con el de sus predecesores, privilegiando la enumeración de un detalle de metas macro y microeconómicas, en lugar del estilo anterior que enfatizaba el anuncio de las medidas o los instrumentos necesarios para lograrlas.

Aunque diversos analistas pronosticaron que la designación de la dupla Collados-Escobar era el término de la influencia de los *Chicago boys* en la política económica, los dos personeros tampoco lograron coordinarse del todo. De acuerdo a comentarios de prensa, "en junio de 1984 ya era visible que Collados y Escobar habían entrado en una sorda guerrilla de dichos y contradichos[...]"<sup>94</sup>.

Transcurridos algunos meses con el nuevo equipo económico, el déficit en cuenta corriente aumentó significativamente, en tanto que el precio del cobre bajó 13% en comparación a 1983. Ello condujo a que, en coordinación con el FMI, el peso se devaluara 19% el 17 de septiembre y se alzara el arancel de 20 a 35%, como medida extraordinaria para enfrentar el deterioro que en ese momento se estaba proyectando en el déficit de cuenta corriente. No obstante, al mismo tiempo se anunció un programa de rebajas que llevaría la tarifa a un nivel parejo de 25% en el primer semestre de 1986,

El IPC de octubre acusó el impacto de estas medidas y subió más de 8%.

Pero esa no fue la única desviación de la política arancelaria. A fines de 1982 se había comenzado a aplicar un sistema de sobretasas arancelarias para aquellos productos que "el Banco Central determine como subvencionados en los países de origen". Así, un año más tarde, un grupo de treinta productos a cuya importación se aplicaba sobretasa gozaba de una protección arancelaria de al menos 35%, la cual duraría hasta que desapareciera el problema del "dumping". El trigo, textiles y calzado, entre otros productos, contaban con estas sobretasas, las que se fueron ampliando en el curso de 1984.

También se anunció, en septiembre, una más estricta política monetaria a través de mayores ventas de pagarés en operaciones de mercado abierto y tasas de interés reales internas mayores que las externas. Asimismo, se implementaron políticas salariales con reajustes a rentas medianas y altas inferiores al alza del IPC.

En noviembre de 1984, en un discurso en el Encuentro Nacional de la Empresa (Enade), el ministro Collados se manifestó satisfecho por haber cumplido la meta más importante del Programa Trienal, cual era el crecimiento del PGB del orden de 6%.

Hizo también un recuento de los resultados a nivel sectorial y destacó, aunque ello no era enteramente efectivo, que el país había cumplido "con todas las metas cuantitativas

---

94. Cavallo, Ascanio, Manuel Salazar y Oscar Sepúlveda (1988). *Op. cit.*, p. 336.

del programa con el FMI, al 30 de septiembre último". Agregó, además, que esto permitía prever que el directorio del Fondo aprobaría el informe de sus expertos y, a la vez, se llegaría a "un nuevo y adecuado acuerdo[...]lo que facilitaría las negociaciones para conseguir los recursos externos para el próximo año"<sup>95</sup>. Por último, el ministro proyectó para 1985 un crecimiento de 3 a 4% y una inflación del orden de 26%.

Con todo, probablemente lo más importante fue el anuncio por primera vez del proyecto de ley que daría lugar al mecanismo de capitalismo popular en el proceso de reprivatización de la banca intervenida.

## Dificultades en cumplimiento de los límites con el FMI

En diciembre, el representante de Chile ante el Fondo, Fernando Nebbia, expuso a los directores el desempeño de Chile bajo el programa *stand by*, al 30 de septiembre de 1984. Al respecto, en la reunión solicitó aprobar como también completar la revisión de dicho programa, que "Chile durante este año ha cumplido ampliamente el programa *stand by*, a pesar de los acontecimientos externos, extremadamente adversos"<sup>96</sup>.

Se refirió específicamente al precio del cobre a 60 centavos en el tercer trimestre, comparado con los 80 centavos estimados en el programa; a los precios de otros productos de exportación que también habían sido menores y a las tasas de interés externas que estaban sobrepasado ampliamente las estimaciones originales.

Destacó también que ya había habido respuesta, como se demostraba, entre otros avances, por "el margen entre el tipo de cambio oficial y el paralelo(que) ha declinado a 4% a fines de noviembre, comparado con el 23% con anterioridad a la devaluación". La inflación bajó a 1,2% en noviembre, después de un 8,2% en octubre.

Después del muy alto IPC de octubre, el Banco decidió "suavizar" el reajuste del dólar en noviembre y se le aplicó un aumento de solo 4% durante ese mes, para luego aplicar una devaluación discreta de 3,6% al comenzar diciembre.

Nebbia finalizó señalando al directorio del Fondo que

---

95. Collados, Modesto (1984c). "Discurso en inauguración de Enade 84", 28 de noviembre de 1984, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 681, noviembre, p. 2890.

96. Reunión de directorio del FMI, exposición de Fernando Nebbia, representante de Chile, 7 de diciembre de 1984.

*“Chile ha soportado ya un tremendo esfuerzo de ajuste. Se estima que el consumo per cápita ha bajado durante 1984 a un nivel que es 21% inferior al de hace 3 años. Ningún otro ajuste descendente en cuanto al consumo per cápita parece posible sin causar una aflicción general en los sectores más pobres y, por ende, debilitando la estabilidad social y política”<sup>97</sup>.*

Por su parte el Banco, al evaluar el programa *stand by* para los años 1983-1984, que había expirado el 10 de enero de 1985, sostuvo que dicho programa fue cumplido por el gobierno, pese a que en estos años se había agravado el deterioro de los términos de intercambio comercial y financiero, obligando al país *“a transgredir algunas de sus metas”*. Reconoció, en este contexto, que

*“[...]los límites de reservas y activos domésticos fueron sobrepasados levemente en el 4° trimestre, lo cual se debió a la desfavorable coyuntura externa y a la necesidad de acomodar una significativa devaluación del peso y alza de aranceles aduaneros. El límite sobre el déficit del sector público fue cumplido y el de contratación de deuda externa pública fue satisfecho con holgura”<sup>98</sup>.*

## 6. REPROGRAMACIÓN DE DEUDAS INTERNAS, COMPRA DE CARTERAS Y RESCATE DEL SISTEMA FINANCIERO

Un tema crítico del trienio, simultáneo con la profunda recesión, fue la crisis del sistema financiero y el sobre endeudamiento de vastos sectores productivos. Aunque el inicio y final de estos procesos sobrepasaron los límites del trienio, parte fundamental de las numerosas y complejas medidas adoptadas correspondieron a este período.

El sistema financiero debió ser rescatado ante su inminente colapso, llegando a tener casi el 60% de la banca privada ya sea en liquidación o bajo administración provisional. El Banco debió otorgar préstamos de urgencia y abrir numerosas líneas de refinanciamiento para reprogramar a los deudores. Se establecieron también mecanismos de compra de cartera mala de las instituciones financieras, en general sin comprometer una gran expansión monetaria, con lo cual se dio tiempo para diferir pérdidas a lo largo de varios años.

Sin embargo, no fue posible evitar ingentes pérdidas para el Banco Central y/o el fisco.

Para fines de la exposición, las medidas relacionadas con esta área se pueden clasificar en aquéllas destinadas directa y fundamentalmente a aliviar y reestructurar el excesivo

---

97. *BMBC*, diciembre 1984, p. 3164.

98. *BMBC*, marzo 1985, p. 562.

endeudamiento de las empresas productivas y los consumidores con deudas imposibles de pagar en las condiciones originales, aquéllas cuyo objetivo principal fue permitir que los bancos pudieran continuar su operación en los casos que todavía era factible salvarlos de la quiebra y finalmente aquellas que simplemente derivaron en la liquidación de las instituciones financieras inviables.

## Resumen cronológico de los principales acontecimientos y medidas

Conviene iniciar el análisis de esta materia y la participación del Banco con un cuadro sinóptico de los principales acontecimientos relacionados con el tema y las medidas más importantes, considerando fundamentalmente la participación directa del Banco Central en dichos procesos.

Cabe recordar que, tal como se analizó en el capítulo V, ya en 1981 hubo problemas en el sector financiero, los cuales dieron lugar, entre otras consecuencias, a la modificación de varias leyes.

### RESUMEN DE LOS PRINCIPALES ACONTECIMIENTOS FINANCIEROS

Año	Día/mes	Medidas o acontecimientos principales
1981	mayo	Quiebra de una empresa azucarera importante (Crav) y del grupo Ross.
	27/06	Ley 18.010: modificó la Ley General de Bancos (LGB) y reemplazó el DL 455 de 1974.
	19/08	Ley 18.022: introdujo nuevas modificaciones a la LGB.
	noviembre	Intervención de 4 bancos y 4 financieras: Banco Español-Chile, Banco de Talca, de Linares y Fomento de Valparaíso; y Compañía General, Cash, de Capitales y del Sur. Se rompe neutralidad de la política monetaria.
1982	abril	Se vendió el Banco de Talca al Banco Central de España y los demás fueron declarados en liquidación.
	12/07	El Banco Central (BCCh) estableció el primer mecanismo de compra de cartera "vencida" y "relacionada" (Acuerdo 1450). La compra se efectuaría con un pagaré en UF a 10 años. Se inicia "pugna" entre el ministro De la Cuadra y Javier Vial, presidente del Banco de Chile y de uno de los principales grupos económicos.
	29/07	Banco de Chile y otros seis bancos firman convenio de venta de cartera con el Central. Javier Vial sale del directorio del Banco de Chile.
	10/08	El BCCh acordó línea de crédito para deudores afectados por alza en tipo de cambio.
	20/08	El BCCh estableció el "dólar preferencial", pues línea de crédito resultó insuficiente.
	25/10	La Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) removió restricciones reglamentarias para que bancos renegocien cartera vencida y aumentó de 30 a 90 días plazo para ingresar créditos morosos a cartera vencida. El BCCh flexibilizó norma sobre relación activos-pasivos.

## RESUMEN DE LOS PRINCIPALES ACONTECIMIENTOS FINANCIEROS (continuación)

1982	18/12	El BCCh modificó modalidad de pago del subsidio por dólar preferencial desde contado a un plazo de cinco años.
	31/12	A fines de 1982 había 11 bancos y/o sociedades financieras en proceso de liquidación. Ese año se agregaron tres pequeñas instituciones: Banco de Fomento del Bio Bio en liquidación, Banco Austral en liquidación, y la Financiera Adelantos y Créditos S.A.F. en liquidación.
1983	13/01	Días antes cae Inforsa. Intervención masiva del sistema bancario. Se declararon en liquidación 2 bancos y una sociedad financiera, se nombró administradores provisionales en 5 bancos (incluyendo los dos bancos privados más grandes) y observadores en otros dos.
	14/01	Se aplicó una tasa marginal de encaje de 95% para los nuevos depósitos y se otorgó la garantía del Estado a depósitos y captaciones de las instituciones financieras
	enero-febrero	Erosión de depósitos. Colapso de grupos económicos.
	marzo	Nueva reprogramación a deudores: el BC ofreció línea de refinanciamiento del 30% de la deuda, a 10 años en UF a deudores productivos con deudas menores a \$25,5 millones. Adicionalmente, se abrió línea de crédito para financiar compras del <i>stock</i> de viviendas nuevas: UF +8%, a 20 años.
		Subsidio a bancos — mediante diferencial de <i>spread</i> de 7%— para reprogramar deudas.
	mayo	Se inició la eliminación gradual de la tasa marginal de encaje de 95%.
	diciembre	Se estableció nuevo esquema de compra de cartera, ampliando el monto de la compra hasta 1,5 veces el capital y reservas de la entidad. Se prorrogó la garantía del Estado sobre depósitos y captaciones por todo 1984.
1984	09/02	El BCCh modificó el mecanismo de compra de cartera a las instituciones financieras: amplió el monto (hasta 2,5 veces el capital y reservas) y pagó al contado una parte (hasta 1,5 veces el capital y reservas). Los bancos debían recomprar en 10 años como máximo (Acuerdo 1555).
	22/02	El BCCh modificó modalidad de pago del subsidio del dólar preferencial: hasta 10 años plazo.
	22/06	El BCCh estableció un sistema adicional de reprogramación de deudas: líneas de refinanciamiento en m/n y m/e hasta 15 años plazo; monto máximo reprogramable por deudor "productivo": UF162.000 (Acuerdo 1578), con escala decreciente de refinanciamiento.
	29/06	El BCCh estableció mecanismo de reprogramación de créditos de consumo: prórroga de 40% de cada cuota mensual (Acuerdo 1581).
		El BCCh ofreció comprar "bonos bancarios" a 7 años a instituciones financieras que se comprometieran a reprogramar deudas a deudores medianos y pequeños (menos de \$35 millones).



## Primeras compras de cartera mala y subsidios a los deudores en dólares

En el segundo semestre de 1982 se crearon los primeros mecanismos masivos de ayuda a los deudores que habían sido impactados por la crisis, debido principalmente a las altas tasas de interés, la profunda caída de la actividad y las fuertes fluctuaciones del tipo de cambio.

a) Compras de cartera para que los bancos pudiesen reprogramar a sus deudores

En numerosas oportunidades las autoridades insistieron en que las ayudas debían

*"[...] cumplir con el requisito de que no habría subsidio alguno para las instituciones financieras, si bien se les dará el plazo requerido para absorber las pérdidas que la renegociación implique" o que debían ser "sin costo para el Estado" <sup>99</sup>.*

Ello, pese a las buenas intenciones, no pudo cumplirse.

Con el objetivo de que los bancos pudiesen extender el plazo de sus créditos en las renegociaciones con sus deudores, el Comité Ejecutivo estableció lo que constituyó un primer mecanismo de compra de cartera vencida y cartera "relacionada", en julio de 1982.

El Banco explicó que dado el alto endeudamiento, el ajuste económico llevó a numerosos agentes productivos a tener serios problemas para cumplir con los compromisos adquiridos. Esto repercutió fuertemente en los intermediarios financieros, de manera que con el fin de superar esta situación de carácter transitorio, el Banco Central implementaría un sistema de compra de cartera a las instituciones financieras, "lo que permitirá a estas diferir las pérdidas en un período de diez años, a la vez que se les exige un programa de desconcentración de su cartera relacionada en un plazo máximo de cinco años" <sup>100</sup>.

Para implementar la medida, el Banco contrató en mayo de 1982 al exdirector de Presupuesto, Juan Carlos Méndez, en el cargo de Coordinador de las compras de cartera a las instituciones financieras <sup>101</sup>. Su labor se prolongó hasta diciembre del mismo año.

En lo fundamental, el Acuerdo 1450 de julio de 1982 dispuso:

---

99. Lüders, Rolf (1982b). *Op. cit.*, p. 2374.

100. MABC 1982, p. 19.

101. ASCE N° 1456, 4 de junio de 1982.

- i) proceder a la compra de cartera vencida, cartera “D” y “cartera relacionada”, de las instituciones financieras, hasta un máximo de 100% del capital y reservas de cada entidad;
- ii) para efectos de la recompra, la cartera adquirida quedaría expresada en UF o en moneda extranjera, según fuera el caso;
- iii) el pago se efectuaría con un pagaré a 10 años plazo, sin intereses, expresado en UF o moneda extranjera, según correspondiera;
- iv) la cartera adquirida debía incluir todas sus garantías;
- v) la cartera adquirida que no fuera amortizada por sus respectivos deudores debería ser recomprada por la institución financiera a un plazo máximo de 10 años, con abonos promedio de 5% semestral, y
- vi) conjuntamente con la recompra, el Banco Central amortizaría el pagaré en un monto equivalente.

El acuerdo estipuló también otras obligaciones que debían cumplir las instituciones financieras, tales como, destinar la totalidad de sus excedentes operativos a la recompra y convenir con el Banco Central un plan de racionalización administrativa<sup>102</sup>.

Con este esquema se “capitalizó” a los bancos, mejorándoles el balance al hacer desaparecer temporalmente la cartera mala y permitiéndoles castigarla en un plazo de diez años.

No todos aplaudieron la medida. El presidente de la Confederación de Productores Agrícolas, Domingo Durán, comentó que *“beneficia una vez más, a la casta privilegiada de los banqueros, a estos ‘superbatman’ del esquema que ya hicieron pagar a todos los chilenos más de mil millones de dólares por las intervenciones de bancos y financieras”*. Por otra parte, la Revista *Hoy* consultó a un banquero que consideraba un alto riesgo firmar el convenio con el Banco Central: *“Hoy las cabezas del Banco Central me dan garantías, pero ¿quién me asegura que mañana no habrá otras, quién me asegura qué gobierno habrá en Chile en el futuro próximo?”*<sup>103</sup>.

Aunque no resultó fácil convencer a algunos directorios de las empresas bancarias a entrar en este esquema de venta de cartera, finalmente adhirieron las instituciones más comprometidas.

---

102. *BMBC*, octubre de 1982, p. 2179. Acuerdo 1450, del 12 de julio de 1982.

103. Revista *Hoy*, 21 al 27 de julio de 1982, p. 7.

Un caso especialmente complicado se presentó con el directorio del Banco de Chile y su presidente, Javier Vial, quien controlaba el emblemático grupo BHC. En efecto, Vial se resistió a vender la cartera mala en las condiciones impuestas por el Central, lo cual solo se superó después de fuertes presiones gubernamentales. Vial fue amenazado de ser expulsado del país si no renunciaba a la presidencia del Banco de Chile. El 13 de agosto se firmaron los convenios que desvincularon al grupo BHC del Banco de Chile.

En octubre de 1982, el vicepresidente Daniel Tapia explicó una serie de modificaciones reglamentarias y administrativas adicionales destinadas a favorecer las renegociaciones entre deudores y acreedores, *"sin que ello requiera que la autoridad proporcione recursos"*<sup>104</sup>.

Tapia destacó también la remoción de restricciones, por parte de la SBIF, que tenía el mismo objetivo, tales como las normas tendientes a permitir y facilitar la renegociación de la cartera vencida, y el aumento del plazo de 30 a 90 días para ingresar créditos morosos a la cartera vencida.

Por su parte, el Comité Ejecutivo, además, modificó la norma que regulaba la relación entre activos y pasivos de las instituciones financieras, de manera que transitoriamente se pudiera exceder el límite establecido en los casos de créditos renegociados cuyo nuevo plazo no fuera inferior a dos años.

El presidente Hernán F. Errázuriz, en un discurso de evaluación de las medidas, señaló *"así, mediante una operación contable que no dio lugar a desembolsos, se pudo facilitar el desenvolvimiento de la banca y de las sociedades financieras, en un momento particularmente crítico para ellas"*<sup>105</sup>.

b) El descalce en moneda extranjera obliga a crear un dólar preferencial con un alto costo fiscal

Todos los analistas coinciden en que la devaluación del peso puso en evidencia la crisis global del sistema financiero, con la sola excepción de algunas instituciones extranjeras radicadas en el país. Por una parte, la devaluación implicó una fuerte carga adicional para los deudores en moneda extranjera, que solo se atenuó con la concesión de un tipo de cambio preferencial a fines de agosto. Por otra parte, *"la devaluación incentivó el prepago de deudas en moneda extranjera y la acumulación de moneda extranjera en lugar de depósitos del sistema financiero"*<sup>106</sup>.

---

104. Tapia, Daniel (1982). "Mecanismos que favorecen la renegociación de deudas", Conferencia de prensa del 25 de octubre de 1982. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 656, octubre, p. 2140.

105. Errázuriz, Hernán Felipe (1983). *Op. cit.*, p. 1716.

106. Barandiarán, Edgardo (1983). "Nuestra crisis financiera", CEP, mayo, p. 100.

Para Enrique Marshall *"hasta 1981, las cifras financieras de los bancos parecían perfectamente razonables y no reflejaban la proximidad de una crisis"*<sup>107</sup>. Destaca que el tipo de cambio fijo favoreció el endeudamiento en moneda extranjera y descalces cambiarios y, una vez desencadenada la crisis tornó más complejo y difícil el ajuste de la economía. Por parte de los bancos, criticó la falta de atención a descalces de los clientes, que adquirirían obligaciones en dólares en circunstancias que sus flujos permanecían en pesos.

El FMI también constató el grave problema que surgió con las empresas endeudadas en moneda extranjera como consecuencia de la devaluación. Muchas empresas que habían tomado préstamos denominados en dólares a 39 pesos fueron incapaces de servir sus deudas con los bancos nacionales cuando en dos meses el dólar estaba a 60 pesos. Los bancos solo podían servir sus deudas con los bancos extranjeros pidiendo nuevos préstamos. El gobierno pretendió ayudar con el establecimiento del dólar preferencial, pero *"tanto las autoridades como el FMI se mostraron preocupados pues más subsidios podían debilitar seriamente la estabilidad fiscal y podían crear expectativas de un rescate masivo"*<sup>108</sup>.

Ramos, por su parte, llamó la atención sobre el hecho de que el grueso del crédito a largo plazo estaba en moneda extranjera, mientras que la mayor parte del crédito interno era de corto plazo, lo que explicaría en gran medida por qué fue *"virtualmente imposible transferir más que una pequeñísima parte de la deuda denominada en dólares a deuda denominada en pesos hacia el final del período, cuando el riesgo de una devaluación mayor fue cobrando importancia"*<sup>109</sup>.

En una primera reacción después de la flotación del tipo de cambio y su fuerte alza en el mercado, el Comité Ejecutivo acordó, en agosto de 1982

*"establecer una línea de refinanciamiento a los bancos comerciales "con el solo objeto de que otorguen préstamos a los usuarios que mantengan deudas vigentes en moneda extranjera con el sistema financiero a la fecha del presente acuerdo"*<sup>110</sup>.

Lo anterior resultó insuficiente y a los pocos días el Banco adoptó otros acuerdos que establecieron un "dólar preferencial", con el objeto de evitar que los numerosos deudores en moneda extranjera cayeran en insolvencia o experimentaran un excesivo impacto

---

107. Marshall, Enrique (2009). "La crisis financiera chilena de los años 80", Banco Central de Chile, septiembre.

108. Boughton, James M. (2001). *Op. cit.*, p. 352.

109. Ramos, Joseph (1988). "Auge y Caída de los Mercados de Capitales en Chile:1975-1983", *Del auge a la crisis de 1982*, Felipe Morandé y Klaus Schmidt-Hebbel, Editores, Ilades, 1988, p. 97.

110. ASCE N° 1459, 10 de agosto de 1982.

sobre el nivel de su endeudamiento, como consecuencia del alza del tipo de cambio al decretarse su liberalización<sup>111</sup>.

Con algunas modificaciones posteriores, el mecanismo del dólar preferencial permitió que los deudores en moneda extranjera al 6 de agosto de 1982, fecha de la flotación cambiaria, pudieran cubrir sus compromisos con un tipo de cambio que fue calculado en 0,0380172 UF más 5%. El valor correspondió al tipo de cambio calculado con la modalidad cambiaria que existía antes de la liberación, convertido en UF al 6 de agosto de 1982<sup>112</sup>.

El pago del diferencial del dólar preferencial, que inicialmente fue al contado, luego debió cambiarse por un pago diferido mediante la entrega de pagarés en UF hasta 5 años plazo, con un interés de 7% anual. Solamente las operaciones que no excedieran de 20.000 dólares por deudor recibían el diferencial con pago al contado<sup>113</sup>.

El FMI no estuvo de acuerdo con esta disposición pues consideró que se había retornado a la práctica de tipos de cambios múltiples.

En mayo de 1983, ante las fuertes pérdidas que se registraron en los estados de situación del Banco, el presidente Errázuriz recordó que se encontraba en estudio un proyecto de ley tendiente a

*“restituir al Banco Central, con cargo al presupuesto fiscal, las cantidades de dinero que este haya desembolsado por concepto de devolución del diferencial cambiario”. Asimismo, estimó conveniente hacerle presente al ministro de Hacienda que “este Instituto emisor se encuentra imposibilitado de continuar otorgando recursos a menos que cuente con un compromiso del Fisco para la restitución de los fondos entregados”<sup>114</sup>.*

Posteriormente, en febrero de 1984, como continuaba el alto costo del subsidio, el Comité Ejecutivo amplió el plazo de los pagarés a 6, 8 y 10 años, mientras la tasa de interés se bajó a 3%. Asimismo, se excluyó del beneficio a las empresas del sector público y a las instituciones financieras. En el caso de las empresas públicas se decidió poner término a *“simples traspasos de recursos entre entidades de la administración financiera del Estado”<sup>115</sup>.*

---

111. Acuerdos 1462 y 1463 de 20 y 24 de agosto de 1982, respectivamente.

112. Acuerdo 1466 del 3 de septiembre de 1982.

113. *Diario Oficial*, 18 de diciembre de 1982.

114. ASCE N° 1512, 16 de mayo de 1983.

115. Acuerdo 1556, 22 de febrero de 1984.

### c) Intervenciones y liquidaciones previas a enero de 1983

En una acción paralela, el Banco se había encargado ya de la venta y/o liquidación de los bancos intervenidos a fines de 1981, labor iniciada con el Banco de Talca, en abril de 1982.

En 1982 no hubo otras intervenciones importantes y solo pasaron a administración provisional dos bancos y una financiera, pequeños, que en conjunto mantenían solo el 1,5% de las colocaciones totales.

Se formó un Comité compuesto por el presidente del Banco Central, el Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras y el presidente del Banco del Estado para *"manejaren la mejor forma el proceso de liquidación de las otras instituciones intervenidas"* y se contrató especialmente al profesional Manuel Labra para hacerse cargo del proceso de liquidación<sup>116</sup>.

A fines de 1982 había once bancos y/o sociedades financieras en liquidación, los que representaban alrededor de 20% de las colocaciones del sistema privado bancario.

A esas alturas, algunos hablaban directamente de la necesidad de una estatización de la banca. Domingo Durán, presidente de la Confederación de Productores Agrícolas, declaró que

*"si la banca privada, responsable de dos tercios de la deuda agrícola, insiste en su posición fría y calculadora (de ejecutar a los deudores), será difícil hallar una solución. Habrá llegado entonces el instante en que el gobierno proceda a su estatización"*<sup>117</sup>.

La revista *Qué Pasa* hacía directamente un *"Análisis de las posibilidades y de los pro y los contra de una estatización, intervención y fiscalización de la banca"*. Los banqueros también manifestaron su opinión. José Luis Zabala, presidente del Banco Concepción consideraba que la estatización *"aparece como una medida destemplada y esencialmente inútil en la solución de los males de los deudores"*. Francisco Javier Errázuriz, presidente del Banco Nacional creía *"verdaderamente irracional que los problemas de los deudores puedan desaparecer estatizando la banca"*. Ernesto Illanes, gerente general del Banco Osorno, consideraba que se está haciendo de los bancos un *"chivo expiatorio que implicaría otorgar un certificado de inocencia a los deudores[...]"*<sup>118</sup>.

---

116. ASCE N° 1436, 22 de abril de 1982.

117. Revista *Hoy*, 15 al 21 de diciembre de 1982, p. 22.

118. Revista *Qué Pasa*, 16 al 22 de diciembre de 1982, p. 8.

Otros propusieron congelar los depósitos. Zabala consideraba que la racionalidad de esta medida, de acuerdo a sus partidarios, descansaba en la

*“constatación de que han sido los depositantes los grandes ganadores a partir de 1975. Prácticamente, sin riesgo alguno, los depositantes se han estado beneficiando de las elevadísimas tasas de interés[...] El mérito de la medida reside en que pondría recursos a disposición de los bancos por plazos mayores a los 30 días con que opera la mayoría[...]”*<sup>119</sup>

En diciembre del mismo año, el ministro Lüders señaló categóricamente que el problema del endeudamiento de las empresas *“se ha convertido en el más crítico del país”*.

Además de describir las soluciones que se implementaban para ese y otros problemas, Lüders dejó claro que en ellas se encontraban implícitas importantes decisiones de política, tales como: la reafirmación del modelo de economía mixta; el rechazo a la renegociación de la deuda externa; el rol subsidiario del Estado en la solución del problema del endeudamiento; y, no otorgar salvavidas a ninguna empresa por la vía inflacionaria o tasas de interés negativas<sup>120</sup>.

## La masiva intervención bancaria de enero de 1983: explicaciones de las autoridades

Pocos días antes del 13 de enero de 1983, cayó en cesación de pagos una empresa importante perteneciente al grupo Vial —Inforsa— con lo cual se incrementó el riesgo de falencia de empresas bancarias que ya estaban en una delicada situación.

De acuerdo a versiones de prensa, existía un plan de la intervención masiva que había quedado en manos del subsecretario de Hacienda, el general Enrique Seguel, en estricto secreto.

Se había acordado que la hora cero sería cuando entrara en cesación de pagos alguna empresa grande. Estaban aprobadas tres leyes, sin fechas: declaración de feriado bancario, seguros de depósitos para evitar corridas y garantía del Estado a la deuda externa<sup>121</sup>.

Lo de Inforsa, entonces, constituyó el detonante inmediato para activar una intervención que la autoridad había previsto como probable.

---

119. Revista *Qué Pasa*, 16 al 22 de diciembre de 1982, p. 11.

120. Lüders, Rolf (1982c). *Op. cit.*, p. 2646.

121. Cavallo, Ascanio, Manuel Salazar y Óscar Sepúlveda (1988). *Op. cit.*, p. 301.

El día señalado se declaró en liquidación tres instituciones financieras: el Banco Hipotecario de Chile (BHC), el Banco Unido de Fomento (BUF) y la Financiera CIGA, donde se garantizó por parte del Estado solo 70% de los depósitos; se designó interventores o administradores provisionales en cinco bancos: Banco de Chile, Banco de Santiago, Banco Concepción, Banco Internacional y Banco Colocadora, y se nombró observadores o inspectores delegados en el Banco BHIF y el Banco Nacional. Una ley urgente otorgó la garantía estatal a todos los depósitos, con la excepción ya mencionada.

El impacto de la medida fue fuerte y múltiple, ya que la intervención abarcó a instituciones que tenían 45% de las colocaciones del sistema y 41% de los depósitos. Cabe recordar que considerando al Banco del Estado, en ese momento el Estado llegó a controlar prácticamente 85% del sector financiero.

El ministro Rolf Lüders, en un discurso posterior —el 25 de enero— destinado a explicar la drástica medida, comenzó haciendo la distinción entre el “*sistema económico*”, el cual a su juicio se mantenía incólume, y el “*esquema económico*”, el cual podía cambiar y perfeccionarse para ajustarse mejor al sistema seleccionado, esto es, una economía mixta o economía social de mercado.

El biministro reconoció explícitamente las debilidades del sistema financiero que, lamentablemente, no se habían corregido oportunamente. Diagnosticó y reconoció que “*la privatización y liberalización del sistema financiero permitió que algunos empresarios adquirieran el control de las instituciones financieras reteniendo al mismo tiempo la propiedad del capital de algunas empresas en los demás sectores*”, y agregó que “*hay que hacer notar que no hubo en ese contexto un control sobre la banca que evitara un exceso de créditos en empresas relacionadas con los bancos*”<sup>122</sup>.

El ministro admitió también que no se había producido discriminación en el riesgo de las diversas instituciones, en parte por “*un defecto institucional nuestro[...] que hacía aparecer los depósitos y préstamos a las instituciones financieras como garantizados por el Estado*”.

Prosiguió reconociendo que la concentración del crédito, un gran monto de deudas irre recuperables, y la desconfianza en el propio manejo de las instituciones financieras del país “*ha sido, pues, el resultado del proceso*”. Además, recordó que a su juicio, las fallas mencionadas mantuvieron un exceso de demanda por crédito que, a la vez, mantuvo las tasas de interés excesivamente elevadas.

El secretario de Estado finalizó señalando que “*se hizo evidente entonces que era indispensable un ordenamiento financiero y que este —al igual que el ajuste macroeconómico— no se produciría oportunamente sin una intervención estatal*”.

---

122. Lüders, Rolf (1983). *Op. cit.*, p. 5.



Explicó que se había optado por calificar a los deudores de las instituciones financieras en viables y no viables, lo cual había tornado en no viables a un número significativo de instituciones financieras y que *“para evitar el caos que la simple quiebra de instituciones financieras pudiera producir, se decidió la intervención [...]”*.

Concluyó asegurando que *“El resultado final de esta intervención será una banca con una cartera limpia, y no relacionada con los dueños”*<sup>123</sup>.

En este mismo contexto, a juicio de Andrés Velasco, *“sin la enorme cartera relacionada una crisis financiera de la magnitud de la chilena nunca pudo haber ocurrido”*<sup>124</sup>.

## Algunos de los impactos inmediatos

La reacción inmediata frente al anuncio del 13 de enero fue, como cabía esperar, de gran nerviosismo. Después del necesario feriado bancario, indispensable para permitir que las nuevas autoridades se hicieran cargo de las instituciones intervenidas, numerosos ahorrantes y cuentacorrentistas hicieron largas filas para tratar de retirar dinero o averiguar si sus ahorros estaban siendo afectados.

Cabe recordar que en el caso de las tres instituciones declaradas en liquidación (BHC, BUF y CIGA) los ahorrantes fueron advertidos de que recuperarían solo el 70% de sus inversiones.

La intervención de los principales bancos ligados a los grandes conglomerados económicos —especialmente los grupos Vial y Cruzat-Larraín— hacía prever su colapso, tal como ocurrió, lo cual entre otros efectos inmediatos llevó al desplome de precios de acciones, bonos y fondos mutuos.

Lo anterior exacerbó la desconfianza del público en general y derivó en algunas semanas de descontrol de las expectativas y serias dificultades para las autoridades.

De acuerdo a Luis Morand, exdirector Jurídico de la SBIF,

*“La intervención del Banco de Chile dejó al descubierto el mal uso que el Grupo Vial había dado a un banco que funcionaba en Panamá y que pertenecía, entre*

---

123. *Ibid.*, p. 8.

124. Velasco, Andrés (1988). *Liberalization, Crisis, Intervention: The Chilean Financial system, 1975-1985*, IMF, julio, p. 62.

*otros, a ese grupo: el Banco Andino. El Grupo Vial había obtenido ingentes créditos a través de ese banco, eludiendo los depósitos que el Banco Central exigía a los que se constituían a corto plazo”<sup>125</sup>.*

El ministro sucesor de Lüders, Carlos Cáceres, en marzo de 1983, manifestó que tras explicables trastornos iniciales y pérdidas momentáneas de confianza, propias de medidas severas, ya se había podido advertir un sostenido descenso en las tasas de interés[...] *“prueba fehaciente de que la intervención de la autoridad en el mercado financiero era un paso necesario[...]”<sup>126</sup>.*

En abril el Banco volvió a utilizar el mecanismo de tasa de interés “sugerida”, después de haberlo dejado de usar a fines de enero.

En mayo anunció la eliminación gradual de la tasa marginal de encaje (95%) para los nuevos depósitos, que se aplicaba desde el 14 de enero.

En una primera evaluación, el Superintendente de Bancos, Boris Blanco, declaró a la prensa el 10 de mayo que el Banco Central había otorgado 110 mil millones de pesos en préstamos a las instituciones intervenidas y no intervenidas del sistema financiero, cifra que equivalía al retiro de los depósitos que había efectuado el público.

No obstante, poco después el ministro Cáceres, dirigiéndose a los banqueros extranjeros, les aseguró que existía evidencia de un mejoramiento en la confianza en nuestro sistema financiero: *“Durante abril[...]la seria erosión de los depósitos en el sistema bancario terminó”<sup>127</sup>.*

El Banco también reforzó los argumentos para la intervención, al explicar que si bien el proceso de compra de cartera vencida y cartera riesgosa a las instituciones financieras había disminuido el problema del alto endeudamiento, no había logrado eliminarlo en ciertas instituciones que tenían comprometido un alto porcentaje de su capital y reservas en créditos de dudosa renegociación o en empresas relacionadas.

Y añadió cifras:

*“Las pérdidas que sufrirán los accionistas de los bancos intervenidos y en liquidación se estiman en US\$600 millones. A esto debe agregarse la pérdida que sufrirán los accionistas de bonos y papeles comerciales de las empresas*

---

125. Morand, Luis (2000). “Apuntes sobre la fiscalización bancaria en Chile”, en revista *Información Financiera*, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, septiembre, p. 15.

126. Cáceres, Carlos (1983a). *Op. cit.*, p. 534.

127. Cáceres, Carlos (1983b). *Op. cit.*, p. 1047.

*que entrarán en quiebra, la que alcanza a unos 400 millones. Por lo tanto, estos agentes financieros absorberán 1000 millones de los 1000 a 2400 millones de pérdida potencial. El saldo restante, si lo hubiera, será absorbido a través del tiempo*<sup>128</sup>.

Algo más tarde, el presidente Errázuriz también justificó la intervención, recordando a los críticos que la consideraron innecesaria, que una importante empresa de uno de los dos principales conglomerados del país había entrado en cesación de pagos, días antes de decretarse la medida.

Errázuriz aseguró que si la intervención no se hubiera realizado con prontitud, “*las secuelas de aquella insolvencia habrían desencadenado un sismo de impredecible desenlace en el mercado financiero*”. Concluyó agregando que, además, “*era indispensable eliminar la insaciable presión por crédito, a cualquier costo, de ciertas empresas vinculadas con las instituciones financieras[...]*”<sup>129</sup>.

## La caída de los principales grupos económicos

Aunque no corresponde en este libro entrar en detalles sobre la caída de los grupos económicos como una consecuencia lógica de la intervención bancaria, se trató de un acontecimiento trascendental que cabe recordar en sus principales aristas.

Varios de los conglomerados económicos más importantes de esa época se habían conformado alrededor de uno o más bancos comerciales, ya sea adquiriendo alguno existente o bien creando uno nuevo. De acuerdo con Fernando Dahse, a fines de 1980 se podía distinguir entre los seis más grandes conglomerados económicos, los siguientes<sup>130</sup>: Grupo Cruzat-Larraín, que controlaba el Banco de Santiago, el Banco de Fomento “Colocadora Nacional” y el Banco Hipotecario y de Fomento Nacional; Grupo Vial, controlador del Banco de Chile, Banco Hipotecario y Fomento de Chile, Banco Morgan Finansa y Financiera Atlas; Grupo Matte, controlador del Banco Industrial y Comercio Exterior, y la Financiera Papeles y Cartones; Grupo Luksic, con el Banco Sudamericano y el Banco O’Higgins; Grupo Angelini; y, Grupo Edwards, que controlaba el Banco de A. Edwards y la Financiera Andes.

Otros casos de grupos, aunque de menor tamaño, fueron los relacionados con el Banco Concepción y el Banco Internacional.

---

128. *BMC*, febrero 1983, p. 303. La economía chilena durante 1982 y proyecciones para el período 1983-1984.

129. Errázuriz, Hernán Felipe (1983). *Op. cit.*, p. 1714.

130. Dahse, Fernando (1983). “El poder de los grupos económicos nacionales”, *Contribuciones, Programa FLACSO- Santiago de Chile*, N° 18, junio.

Por lejos, de acuerdo al patrimonio y número de empresas controladas, sobresalían los grupos Cruzat-Larraín y Vial (o BHC). No fue de extrañar, entonces, que la intervención de esos bancos y el correspondiente conocimiento completo de la magnitud y calidad de la cartera relacionada haya llevado a la disolución de varios de esos conglomerados.

Como lo planteó el exdirector Jurídico de la SBIF, la actitud de los dos grupos principales ante las medidas de la autoridad fue completamente diferente. En efecto,

*“mientras el Grupo Vial entabló recursos de protección ante la intervención del Banco de Chile y la liquidación del BHC, recursos que perdió sin obtener un voto a su favor tanto en la Corte de Apelaciones de Santiago como en la Corte Suprema, el Grupo Cruzat entabló conversaciones destinadas a salvar lo que se pudiera. De ello nació una Comisión denominada Progres, que se dedicaría a administrar las empresas del grupo y a una liquidación ordenada de activos”<sup>131</sup>.*

Esta diferencia de actitud llevó a que el Consejo de Defensa del Estado no emprendiera acciones ante la justicia del crimen contra el Grupo Cruzat y sí lo hiciera contra el Grupo Vial, además de otros conglomerados menores.

A fines de 1983 fue encarcelado, junto a otros ejecutivos de sus empresas, Javier Vial, cabeza del principal grupo económico (BHC) que había sido intervenido junto al Banco de Chile. Al respecto, la revista *Análisis* tituló “¿Por qué solo Javier Vial?”<sup>132</sup>.

Poco tiempo después fue encarcelado reo el exministro Lüders, acusado de presunto delito de estafa mientras había sido alto ejecutivo del grupo BHC. La misma suerte corrió el exsuperintendente de Bancos, Boris Blanco.

Los empresarios y ejecutivos que fueron privados de libertad en estos procesos ingresaron al Anexo Cárcel Capuchinos, destinado a los detenidos por “delitos financieros”. En general recobraron su libertad “condicional” después de algunos meses. Los procesos, sin embargo, se prolongaron por muchos años, y en definitiva Vial, Lüders y Blanco fueron absueltos.

## **Nuevas reprogramaciones y subsidios a deudores, líneas “especiales” de créditos y compra de cartera, esta vez con pago al contado**

Después de la intervención del 13 de enero, en marzo de 1983, junto al llamado programa económico de emergencia del ministro Cáceres, se entregó un nuevo alivio a los deudores.

---

131. Morand, Luis (2000). *Op. cit.*, p. 15.

132. Revista *Análisis* N° 70.

Esta vez se favoreció a los deudores cuyas deudas no sobrepasaran los 25,5 millones de pesos, ofreciéndoles un refinanciamiento de 30% de la deuda a 10 años plazo, con cinco de gracia y tasa anual de 7% sobre UF. Este alivio se otorgó básicamente a dos tipos de deudores: empresas y personas que desarrollaban actividades productivas, los cuales eran alrededor de 130.000, con un total de deudas que representaban aproximadamente 50% de las colocaciones del sistema. En un informe a fines de 1983, el Banco Central indicó que en definitiva algo menos de 50.000 deudores se habían acogido a este sistema<sup>133</sup>.

Adicionalmente, en la misma oportunidad se anunció que el Banco proporcionaría recursos complementarios para la venta del *stock* de viviendas nuevas, de manera que el público pudiese comprarlas con financiamiento de hasta 20 años y 8% sobre UF<sup>134</sup>.

Para facilitar las mencionadas reprogramaciones, el Banco entregó subsidios a las instituciones financieras mediante el mecanismo de extender líneas de crédito a diez años plazo con interés real de 5% y un período de gracia de cinco años para el capital y un año para los intereses. Por su parte, las instituciones financieras debieron usar los fondos para comprar pagarés del Banco Central a seis años y 12% de interés real. Recibieron así un subsidio equivalente al *spread* de 7%.

A fines de 1983, el ministro Cáceres hizo dos anuncios importantes en relación con la banca. Informó, en primer lugar, que para consolidar la estabilidad financiera se encontraba en trámite una ley "*que prorroga la garantía del Estado sobre los depósitos y captaciones en bancos y sociedades financieras por todo 1984*". Cabe recordar que esta garantía tuvo que ser otorgada con ocasión de la intervención bancaria de enero de 1983.

El segundo anuncio consistió en que se modificaría el esquema de compra de cartera en los siguientes términos:

- a) el Banco Central compraría cartera a todas las instituciones que habían participado del programa anterior, hasta por un monto equivalente a 1,5 veces el capital y reservas de cada entidad. Por ahora no se ofrecería esto a los bancos intervenidos;
- b) para reducir el impacto monetario de esta compra, las instituciones deberían destinar los recursos provenientes de la venta de cartera a cancelar los préstamos de emergencia con el Banco Central, si los tuvieren, o a comprar pagarés del Banco Central, a 4 años y 7% de interés real;

---

133. BMBC, enero 1984, p. 49. Informe final sobre el sistema de programación de deudores productivos.

134. Cáceres, Carlos (1983a). *Op. cit.*, p. 536.

- c) las instituciones financieras seguirían administrando la cartera vendida;
- d) las instituciones destinarían el 100% de sus excedentes a recomprar la cartera.

A juicio del ministro, esto permitiría vender activos improductivos y normalizar sus actividades y financiar en condiciones más favorables a sus deudores<sup>135</sup>.

## Alivios adicionales en 1984

En un paso más avanzado, en febrero de 1984, se estableció un mecanismo alternativo de compra de cartera, incluyendo, entre otras características, un pago efectivo por la cartera adquirida. Dicho acuerdo consideró lo aprobado por el Consejo Monetario en sesión N° 31, del 18 de enero de 1984<sup>136</sup>.

El Banco Central ofreció comprar, durante un período limitado, cartera riesgosa o vencida, en los mismos términos del programa creado originalmente en julio de 1982. La compra sería, en esta oportunidad, hasta un monto en que el total de la cartera vendida no excediera el equivalente a 2,5 veces el capital pagado y reservas de la institución cedente.

Asimismo, esta vez el Banco pagaría al contado y en dinero efectivo el precio de la cartera hasta por una suma que no excediera de 1,5 veces el capital pagado y reservas de la respectiva institución. Por la parte del precio que no fuere pagado al contado, el Banco "librará y aceptará letras de cambio que se expresarán en UF, sin intereses, a un plazo de 10 años".

Se establecieron las obligaciones que tenían los bancos en relación con la aplicación de los recursos recibidos al contado, entre otras, pagar préstamos de urgencia y/o invertirlos en pagarés nominativos del instituto emisor. El plazo de recompra máximo era de 10 años a contar del 31 de diciembre de 1983 y el precio de la recompra de la parte de la cartera adquirida al contado tendría un recargo anual de 5% sobre UF.

En junio de 1984, el nuevo Comité Ejecutivo presidido por Francisco Ibáñez, mediante el Acuerdo 1578, implantó un sistema adicional de reprogramación de las *"deudas vigentes o vencidas que mantengan con las instituciones financieras los deudores que desarrollen actividades productivas"*.

Se explicó que, según estudios efectuados por el Banco, en junio de 1984,

---

135. Cáceres, Carlos (1983d). *Op. cit.*, p. 2784.

136. *BMBC*, febrero de 1984, p. 368. Acuerdo 1555, 9 de febrero de 1984.

*“La renegociación de las deudas de los deudores productivos, hipotecarios y de consumo por parte de las instituciones financieras importa para estas una pérdida de rentabilidad (menor tasa de las colocaciones) y una pérdida de liquidez (mayor plazo de las colocaciones), que deben ser compensadas, esto es, absorbidas por el Banco Central”<sup>137</sup>.*

Para tal efecto, el Banco abrió líneas de refinanciamiento en moneda nacional y moneda extranjera a tasas de interés preferenciales y a plazos que podían llegar hasta 15 años, con períodos de gracia.

Con estos recursos, las instituciones financieras estuvieron obligadas a reprogramar a los clientes que lo solicitaran, de acuerdo a ciertas condiciones fijadas por el Central. Quedaron excluidos de estas reprogramaciones, entre otras, las sociedades de inversión, instituciones financieras y empresas públicas. Igualmente, se excluyó los créditos de consumo, los hipotecarios, los de corto plazo y los de deudores calificados como no viables.

El nuevo monto máximo reprogramable por deudor se fijó, con el Acuerdo 1578 de junio de 1984, en el equivalente a UF162.000 y se estableció una escala dentro de ese rango, que iba de un total reprogramable de 100% para el primer escalón, hasta un 75% para la parte que excediera las UF27.000. Para los deudores cuyas deudas fueran iguales o inferiores a esta última cifra, la reprogramación no podía ser a un plazo inferior a cinco años ni superior a quince. Los intereses sobre UF no podían exceder de 5% en los primeros dos años ni de 7% a partir del sexto año.

Condiciones menos favorables se establecieron para los deudores de montos mayores. Las tasas de interés que cobraba el Banco Central por el refinanciamiento eran, en términos generales, dos puntos porcentuales inferiores a las cobradas a los deudores.

Adicionalmente, en el mismo mes de junio de 1984, con el Acuerdo 1581, el Comité Ejecutivo aprobó una reprogramación de créditos de consumo, mediante la cual básicamente se postergó el pago del 40% de cada cuota mensual y se aplicó una tasa de interés máxima de 8% anual a la respectiva prórroga<sup>138</sup>.

Otro mecanismo de reprogramación creado por el Banco consistió en un programa de compra de bonos bancarios a las instituciones financieras. Los bonos eran al portador, a siete años plazo con dos de gracia, expresados en UF y una tasa de interés nominal de 8% anual. La institución emisora de estos bonos debía demostrar, en un plazo de 90 días,

---

137. *BMBC*, agosto de 1984, p. 2015.

138. *Ibid.*, p. 2031.

haber renegociado por lo menos por igual monto, préstamos a deudores de créditos — pequeños o medianos— en moneda nacional. En este caso, los deudores debían tener deudas de menos de \$35 millones en todo el sistema financiero.

Además de las líneas de refinanciamiento y reprogramaciones ya mencionadas, el Banco había vuelto a tener, en 1984, un importante número de líneas de crédito “especiales”, destinadas a *“introducir una mayor facilidad de préstamo en ciertos sectores productivos, estimular la contratación adicional de mano de obra productiva y otorgar una mayor liquidez a la economía”*<sup>139</sup>.

En general estas líneas proveyeron financiamientos a las empresas a tasas reales bajo las de mercado. Entre estas líneas cabe mencionar:

- i) sistema de financiamiento complementario para la adquisición de viviendas terminadas;
- ii) línea de crédito para capital de trabajo;
- iii) reprogramación de dividendos hipotecarios;
- iv) compra de letras de crédito a 12 años;
- v) línea de crédito para construcción de viviendas nuevas y ejecución de nuevas obras de ingeniería;
- vi) línea de crédito para contratación adicional de trabajadores;
- vii) reprogramación de deudas a los transportistas;
- viii) reprogramación de créditos de consumo;

Según Andrés Velasco, a fines de 1984 los préstamos reprogramados alcanzaron a algo más de 21% del crédito interno<sup>140</sup>.

## 7. FORZADA RENEGOCIACIÓN DE LA DEUDA EXTERNA Y CONTRATACIÓN DEL *NEW MONEY*

El Banco también debió involucrarse muy activamente en la renegociación de la elevada deuda externa del país.

---

139. *Informe Económico de Chile* 1984, Banco Central de Chile, p. 113.

140. Velasco, Andrés (1988). *Op. cit.*, p. 48.



Aunque con dificultades al inicio, durante la segunda mitad del trienio se logró exitosos acuerdos que permitieron refinanciar la mayor parte de las amortizaciones comprometidas para 1983-1984 y obtener “dinero nuevo” para financiar el saldo de una estricta proyección de balanza de pagos, negociada con el Fondo.

Como ya se anticipó, a fines de 1982 el biministro Lüders todavía pensaba que no era necesario ni conveniente reestructurar los vencimientos de la deuda externa<sup>141</sup>. El país estaba llegando a un buen acuerdo con el FMI que no contemplaba una renegociación de la deuda.

No es difícil entender que las autoridades de la época adivinaran las complejidades de iniciar un eventual proceso de renegociación de la deuda externa, en consideración, especialmente, a los cambios sustantivos que se habían producido tanto en el nivel como en la estructura del endeudamiento del país.

Ya en octubre de ese año se comentaba que pedir la renegociación constituiría un “duro golpe para la imagen externa del país”. Se agregaba que significaría reconocer que el endeudamiento privado no fue capaz de autorregularse, como habían sostenido con énfasis las autoridades<sup>142</sup>.

En efecto, diversas características de la deuda externa, aparte del extremadamente alto nivel, hicieron que el proceso de renegociación se pronosticara bastante más complejo que en ocasiones anteriores. Esta vez, la deuda estaba concentrada en deudores privados, tanto del sector financiero como no financiero, en contraposición a la situación de años anteriores en que el principal deudor era el fisco, Banco Central o unas pocas empresas públicas.

Por otra parte, los acreedores, que tradicionalmente estaban reducidos a unos pocos organismos multilaterales o gobiernos y entidades oficiales, esta vez eran mayoritariamente bancos e instituciones financieras privadas, diseminadas en el mundo, que en gran número habían participado en los créditos sindicados, a veces sin tener un conocimiento cabal de las características del deudor.

Adicionalmente, la crisis financiera internacional y la experiencia de la banca extranjera en América Latina, en general, eran condiciones desfavorables para una renegociación.

No fue extraño, en consecuencia, que hasta fines de 1982 las autoridades fueran reacias a plantear el tema de la renegociación.

---

141. Lüders, Rolf (1982c). *Op. cit.*, p. 2646.

142. Revista *Hoy*, 14 al 20 de octubre de 1982, p. 18.

Sin embargo, según lo expone Meller,

*“Al igual que en otros países latinoamericanos, la deuda externa se transformó entonces en la variable prioritaria. El equipo económico de la época optó por la “inversión en reputación” pensando que un país que no adopta una posición conflictiva con los acreedores externos y que paga puntualmente el servicio de la deuda externa independientemente del costo interno en que haya que incurrir, es un país confiable que a la larga recuperará el acceso a los mercados de capitales internacionales”<sup>143</sup>.*

## Estructura del alto endeudamiento

El Banco, encargado oficialmente de reunir y preparar estudios sobre la deuda externa del país, informó anualmente con detallados cuadros estadísticos, tales como el que se muestra a continuación.

---

143. Meller, Patricio (1990). *Op. cit.*, p. 233.

## DEUDA EXTERNA DE CHILE AL 31 DE DICIEMBRE DE CADA AÑO (US\$ millones)

Especificación	1980	1981	1982	1983	1984 <sup>(3)</sup>
<b>I. Deuda externa total (II+III)</b>	11.084	15.542	17.153	17.431	18.956
Sector público	5.063	5.465	6.660	8.394	12.350
Banco del Estado	(314)	(397)	(778)	(877)	(1.394)
Banco Central	(947)	(528)	(837)	(2378)	(3664)
Sector privado con garantía pública	(72)	(69)	(62)	(413)	(2136) <sup>(4)</sup>
Sector privado	6.021	10.077	10.493	9.037	6.596
Bancos	(3497)	(6629)	(6.703)	(5.596)	(3.412)
Otros <sup>(1)</sup>	(2.524)	(3.448)	(3.790)	(3.441)	(3.184)
<b>II. Deuda externa de mediano y largo plazo</b>	9.413	12.553	13.815	14.832	17.032 <sup>(5)</sup>
Sector público	4.720	4.415	5.157	6.689	10.605
Banco del Estado	(310)	(393)	(507)	(609)	(1.280)
Banco Central	(947)	(528)	(637)	(2.078)	(3.184)
Sector privado con garantía pública	(72)	(69)	(62)	(61)	(1.721)
Sector privado	4.693	8.138	8.658	8.143	6.427
Bancos	(2.169)	(4.690)	(4.971)	(4.795)	(3.315)
Otros	(2.524)	(3.448)	(3.687)	(3.348)	(3.112)
<b>III. Deuda externa de corto plazo</b>	1.671	2.989	3.338	2.599	1.914
Sector público	343	1.050	1.503	1.705	1.745 <sup>(6)</sup>
Banco del Estado	(4)	(4)	(271)	(268)	(114)
Banco Central	-	-	(200)	(300)	(480)
Sector privado con garantía pública	-	-	-	(352) <sup>(5)</sup>	(415) <sup>(6)</sup>
Sector privado	1.328	1.939	1.835	894	169
Bancos <sup>(2)</sup>	(1.328)	(1.939)	(1.732)	(801)	(97)
Otros <sup>(1)</sup>			103	93	(72)
<b>IV. Banco Central con FMI</b>	123	49	6	606	781

(1) Excluye créditos de corto plazo para comercio exterior. Incluye créditos de corto plazo art 14 y 15 desde junio de 1982.

(2) Incluye créditos de corto plazo, art 14 y 15 desde junio de 1982.

(3) Cifras preliminares.

(4) Incluye los acuerdos de refinanciación 1983/1984 del sector privado financiero que tienen garantía pública, y que previamente aparecían en la deuda del sector privado(US\$1.652,2 millones).

(5) Incluye deuda financiera de corto plazo reestructurada a mediano y largo plazo, la que previamente aparecía en la deuda del sector privado.

(6) Incluye deuda comercial de corto plazo del sector privado financiero que tiene garantía del sector público.

Fuente: *Informe Económico de Chile* 1984, Banco Central de Chile, p. 90.

## Las primeras gestiones y el anuncio de no renegociar

Con igual convicción que el biministro Lüders, el presidente Cáceres, con optimismo, anunció al país, en octubre de 1982, que en la misión al exterior que iniciaría conjuntamente con el ministro de Hacienda, se darían a conocer los antecedentes — programa monetario y de balanza de pagos—, en la seguridad de que ello habría de servir para que los mercados financieros internacionales evaluaran correctamente la posición del país en sus méritos propios y no generalizando situaciones de otros países.

El ministro Lüders, en el aludido contexto, comunicó a los banqueros en Nueva York a fines de octubre, la decisión chilena de cumplir con el pago de la deuda externa.

Cáceres enfatizó, en la misma oportunidad, la importancia de que la banca internacional mantuviera el flujo de capitales de corto plazo —líneas comerciales— *“para lo cual la mejor garantía es la presentación de este programa coherente[...].”*<sup>144</sup>.

Al regreso de ambos personeros, el biministro también aseguró que la coherencia de nuestra política económica y los recientes acuerdos alcanzados con el FMI habían hecho posible que la banca extranjera, en general, haya expresado su intención de mantener sus líneas de crédito hacia el país, y, *“en el caso de la banca de los centros financieros claves, incluso de aumentarlas moderadamente”*<sup>145</sup>.

En efecto, después de un año 1982 sin lograr acuerdos con el FMI —hubo misiones en abril, junio, agosto y octubre, además de numerosas discusiones en Washington con las autoridades chilenas—, en diciembre se había logrado un acuerdo sobre una nueva carta de intenciones. Un tema crucial para el Fondo había sido el subsidio del dólar preferencial.

En definitiva, el directorio del FMI aprobó el 10 de enero de 1983 el acuerdo *stand by* de 24 meses y 550 millones de dólares, además de un crédito de financiamiento compensatorio por 325 millones de dólares.

## La intervención bancaria obliga a renegociar

En pocos días, sin embargo, la situación cambió drásticamente a raíz de la intervención bancaria del 13 de enero de 1983. El acuerdo *stand by* que el directorio del Fondo había aprobado el 10

---

144. Cáceres, Carlos (1982). *Op. cit.*, p. 2136.

145. Lüders, Rolf, (1982c). *Op. cit.*, p. 2372.

de enero quedó sobrepasado antes de comenzar a operar y la aparente buena disposición de la banca acreedora experimentó un golpe decisivo.

El ministro Lüders, pocos días después de la intervención, afirmó que el problema de los recursos externos era *"evidentemente la mayor limitante para la reactivación"* y señaló que ello requería *"lograr un acuerdo que asegure el refinanciamiento de la deuda externa a mediano y largo plazo durante 1983"*<sup>146</sup>.

Se reconoció ya oficialmente que era necesario plantear la reestructuración de la deuda externa.

En pocas semanas se logró, en colaboración con el FMI, que la banca otorgara un plazo de 90 días para alcanzar un acuerdo de reestructuración.

En efecto, con el objetivo de obtener el refinanciamiento de la deuda externa de mediano y largo plazo del sector público y financiero, el de las líneas de crédito de corto plazo y obtener nuevos créditos, en enero de 1983.

*"[...] se formó un comité consultor de bancos internacionales acreedores, a contar del 31 de enero del presente año, el cual decidió apoyar la renovación de los créditos externos que venzan en los 90 días siguientes de la fecha mencionada. En este mismo lapso se renegociará el programa financiero presentado por las autoridades económicas chilenas para el presente año"*<sup>147</sup>.

Para efectos de iniciar el proceso de renegociación, se designó como *banco agente* de Chile al *Manufacturers Hanover Trust*, *"atendiendo a la importancia de sus vinculaciones con la economía chilena"*.

El ministro de Hacienda y el presidente del Banco Central viajaron a Nueva York y tuvieron reuniones informativas con el Comité.

El primer logro fue la ya citada prórroga por 90 días de los vencimientos correspondientes a los meses de febrero, marzo y abril de 1983, con el objetivo de dar tiempo para las negociaciones.

En una segunda etapa, el ahora nuevo ministro de Hacienda, Carlos Cáceres, y el presidente de la Comisión especial asesora para la negociación de la Deuda Externa, a partir del 28 de marzo, expusieron al Comité el "plan de emergencia" y negociaron un

---

146. Lüders, Rolf, (1983). *Op. cit.*, p. 8.

147. *BMBC*, mayo 1983, p. 799. Comunicado oficial del Ministerio de Hacienda, 29 de abril de 1983.

crédito de enlace con los 12 bancos del Comité, por 480 millones de dólares, mientras concluían las negociaciones del *new money*.

El Banco inició las primeras contrataciones del personal que se haría cargo de preparar las negociaciones. Una primera asesoría técnica se contrató con George J. Vojta para *“las negociaciones a ser celebradas con la banca extranjera en lo relativo al refinanciamiento de la deuda externa y obtención de nuevos préstamos”*. Vojta recibiría un honorario mensual de US\$100.000, pagadero al inicio de cada período de 30 días, y un honorario adicional de US\$175.000 al momento de firmarse los acuerdos de refinanciamiento. En todo caso, *“el total de los honorarios no excederá de US\$425.000, más gastos”*<sup>148</sup>.

En el país se contrató al abogado Hernán Somerville, como asesor del fiscal, y a Jorge Schneider, *“quien participará en los asuntos relacionados con la renegociación de la deuda externa”*<sup>149</sup>. Algo más tarde se contrató al abogado Juan Enrique Allard.

En diciembre de 1983 se creó la Dirección de Coordinación de la Deuda Externa, a cargo de Somerville y, en julio de 1984, se instituyó el cargo de gerente de la Dirección de Coordinación de la Deuda Externa, designándose a Mauricio Larraín, exintendente de Bancos.

## Hitos del proceso de renegociación y del *new money*

Hay que recordar que durante el proceso hubo varios hitos, comenzando con el 10 de enero de 1983 cuando se firmó el acuerdo *stand by* con el FMI<sup>150</sup>.

Luego, a fines del mismo mes, se obtuvo del Comité Asesor de Bancos que las amortizaciones de créditos externos contratados antes del 31 de enero de 1983 con bancos e instituciones financieras del exterior por parte del sector financiero y sector público nacionales, con vencimientos dentro de los 90 días siguientes, fueran prorrogados por plazos no inferiores a 90 días, sin perjuicio que los intereses fueran pagados en las fechas pactadas respectivas.

Posteriormente, las prórrogas por 90 días se sucedieron en tres oportunidades, mientras se desarrollaban las conversaciones formales de las autoridades chilenas con el Comité, a objeto de definir un programa global de financiamiento externo para el país.

---

148. ASCE N° 1504, 22 de marzo de 1983.

149. ASCE N° 1509, 21 de abril de 1983.

150. BMBC, enero de 1984, p. 24.

El 29 de abril, el ministro de Hacienda envió un télex a la comunidad bancaria internacional, sometiéndole el referido programa global, cuyos términos generales habían sido discutidos por el Comité Asesor y en la misma fecha, los bancos recibieron otro télex del director gerente del FMI, Jacques de Larosière, “*dando a conocer la evaluación positiva del FMI con respecto al progreso económico global de Chile y confirmar el logro de las metas provisionales fijadas por el FMI al 31 de marzo[...]*”<sup>151</sup>.

De Larosière señaló, además, que el país debería encuadrarse en las metas establecidas en el acuerdo *stand by* firmado el 10 de enero, a más tardar el 30 de junio.

Finalmente, el contrato del *new money* se firmó el 28 de julio de 1983, con la concurrencia de más de 300 bancos provenientes de 35 países diferentes, los cuales participaron en el préstamo con un 11,25% de su exposición en Chile, vigente al 31 de enero de 1983. Por último, en enero de 1984, el Comité Ejecutivo aprobó los acuerdos de reestructuración que deberían firmar cada una de las empresas públicas y/o las del sector privado financiero<sup>152</sup>.

En consecuencia, el proceso de renegociación de los vencimientos de la deuda externa de 1983-1984 tuvo como resultado final, en lo básico:

- i) la reestructuración a ocho años plazo, con cuatro de gracia de los vencimientos (amortizaciones) de la deuda externa cuyo pago caía en 1983 y 1984 — aproximadamente 3.500 millones de dólares— con la garantía de la República de Chile para la deuda del sector público y del sector privado financiero chileno;
- ii) la obtención de un crédito de dinero nuevo por 1.300 millones de dólares, a siete años plazo, con cuatro de gracia, siendo deudor el Banco Central y con garantía de la República de Chile;
- iii) el mantenimiento de un nivel mínimo de financiamiento de corto plazo para comercio exterior —el nivel mínimo de 1.200 millones de dólares fue, en la práctica, ampliamente superado—, también con garantía del Estado, y
- iv) las prórrogas excluyeron a los préstamos otorgados por gobiernos u organismos internacionales, los títulos de emisión pública y los créditos de corto plazo comercial.

Entre algunas de las características específicas de esta renegociación se destacó que solo cubrió las amortizaciones y no los intereses, como fue lo usual en renegociaciones anteriores; que la contraparte fue el “sector bancario privado extranjero”, en tanto que antes lo fueron básicamente los gobiernos y entidades oficiales; que las empresas se beneficiaron directamente de la renegociación, en comparación a las anteriores en que el principal

---

151. Cáceres, Carlos (1983b). *Op. cit.*, p. 1045.

152. ASCE N° 1551, 19 de enero de 1984.

beneficiado era el fisco, pues los deudores debían depositar los pesos en el Banco Central al vencimiento original; que el Estado garantizó los montos reprogramados por el sector público y el privado financiero —antes, el Estado asumió la deuda, y que se incluyeron los créditos financieros de corto plazo— antes solo los de mediano y largo plazo.

Para comprometer la reestructuración, el ministro de Hacienda y el presidente del Banco viajaron a visitar a todos los bancos para explicar el acuerdo con el Comité, pues *“la autoridad económica espera que la entrega de una adecuada información a los medios financieros extranjeros, hará posible la adhesión necesaria para completar la renegociación de los compromisos externos”*.

Con posterioridad, en 1984 se inició un nuevo proceso de obtención de *new money* para ese año, esta vez por un crédito de 780 millones de dólares para el Banco Central.

El presidente Errázuriz llegó optimista de regreso de una gira por Europa, aunque puntualizó que

*“Se ha tratado de avanzar lo más rápidamente posible en la obtención del apoyo financiero por cuanto se piensa que Argentina y Brasil van a solicitar cuantiosos fondos adicionales, hecho que podría afectar los requerimientos de nuestro país”<sup>153</sup>.*

En junio de 1984 se aprobó el crédito de 780 millones de dólares, a 9 años plazo con 5 de gracia, con garantía del Estado.

## El Banco responde a las críticas

Las críticas a la conducción económica en ese período de crisis fueron numerosas y variadas, de lo cual no escapó el proceso de renegociación con la banca extranjera. Por una parte, se cuestionaron algunas de las condiciones obtenidas en términos de plazos, tasas de interés, comisiones u otras cláusulas.

Pero, sin duda, lo que provocó mayor controversia fue el tema de la garantía del Estado, que se otorgó para una parte de la deuda reestructurada. *“Draconianas condiciones”* tituló la Revista *Hoy*, agregando que *“la polémica negociación dejó en mal pie a Cáceres, en torno al cual comenzó a tejerse una red de sospechas y desconfianzas”<sup>154</sup>.*

---

153. ASCE N° 1560, 23 de marzo de 1984.

154. Revista *Hoy*, 3 de agosto de 1983.



Cabe recordar que inicialmente los bancos acreedores solicitaron no solo la garantía estatal para las deudas del sector privado financiero, sino también para las del sector privado corporativo.

El FMI recomendó a las autoridades chilenas no otorgar estas últimas y centrarse solo en la primera, además de las del sector público<sup>155</sup>.

Una de las objeciones apuntó a que la Ley 18.233, que fue dictada para autorizar al Estado para otorgar la garantía al crédito de *new money*, la reestructuración de los vencimientos y las líneas comerciales hasta un determinado monto, era inconstitucional, pues la Junta de Gobierno no tendría la atribución de dictar leyes de *quorum* calificado.

El Banco contra argumentó con detalles jurídicos que descalificarían la crítica. Lo mismo se hizo con respecto a la impugnación que atribuyó al Estado un tratamiento discriminatorio arbitrario en la renegociación, lo cual vulneraría algunos preceptos constitucionales.

En relación con otras críticas, el Banco aseguró que se habían establecido excepciones que impedían embargar los bienes más relevantes que el Estado pudiera tener en el exterior, en casos de incumplimientos en el pago de los compromisos que el Estado había avalado.

Asimismo, se hizo ver que "*no procede el embargo de bienes situados en el país*", como habrían sostenido algunos con "*grave alteración de la realidad*".

Respondiendo otras opiniones consideradas equivocadas, el presidente Errázuriz manifestó que la aplicación de la ley extranjera en los contratos de créditos internacionales y el conocimiento de tribunales extranjeros de dichos contratos "*es una realidad en los contratos de financiamiento internacionales*", dando ejemplos de numerosos países que aceptaban cláusulas de esa naturaleza.

En materia de garantías, señaló que "*se ha llegado a afirmaciones insólitas*"<sup>156</sup>.

Al respecto, el *Boletín* del Banco hizo ver que durante agosto de 1983, se habían publicado en distintos medios de comunicación diversos análisis y críticas a la reprogramación de pagos de una parte de la deuda externa y a la contratación de nuevos créditos con la banca extranjera, llevadas a efecto por el Ministerio de Hacienda y el Banco Central. Respondió luego que los mismos críticos habían reprochado a la autoridad económica por sus "*políticas fiscales y monetarias restrictivas*", lo cual no parecía coherente con su

---

155. Boughton, James M. (2001). *Op. cit.*

156. Errázuriz, Hernán Felipe (1983). *Op. cit.*, p. 1715.

oposición a la obtención de recursos externos.

Se había criticado también que la banca acreedora extranjera hubiese señalado su derecho a exigir el pago de sus créditos si no se mantenían las políticas económicas en vigencia. En opinión del Banco, sin embargo, era normal que el acreedor se *“reserve el derecho a no mantener sus financiamientos si no se mantienen políticas que aseguren la solvencia del país prestatario”*.

Hubo también objeciones a las condiciones obtenidas en las renegociaciones, tales como tasas de interés, plazos y comisiones, entre otras.

Al respecto, el Banco respondió:

- a) para el dinero nuevo el examen comparativo de renegociaciones de diferentes países revela que el spread adicional sobre *libor* aceptado por Chile es el mismo observado en las renegociaciones de México, Perú, Argentina y Uruguay y levemente superior —0,125 de punto porcentual— al de Brasil;
- b) para el dinero nuevo, Chile ha obtenido siete años, con cuatro de gracia. Comparando con México, Perú, Argentina y Uruguay, Chile es el único país que ha obtenido cuatro años de gracia, pues los demás solo han obtenido entre 2 y 3 años;
- c) en materia de comisiones *“nuestra opinión pública ha debido absorber afirmaciones erróneas y hasta disparatadas. Un matutino afirmó que el país debería pagar 26 millones de dólares de comisión al Manufacturers Hanover Trust, equivalente al dos por ciento del crédito conseguido por Chile”*. La verdad es que dicho banco recibirá una comisión de agente de 2.150.000 dólares (1,66 por mil) pagaderos en cuotas a lo largo de los siete años del préstamo. Los más de trescientos bancos que han otorgado a Chile préstamos nuevos, recibirán 1,25 por ciento de comisión de negociación, lo que hará un total de 16.250.000 dólares.

Para el presidente Errázuriz, además, la renegociación de la deuda externa había abortado una inminente crisis de balanza de pagos que pudo haber tenido graves consecuencias para la estabilidad interna de nuestro país.



Fondo Diario La Nación UDP.

Participación del director de Estudios, Juan Andrés Fontaine, en un seminario de Geminis. A su lado Juan Villarzú (izquierda) y Pedro Calvo (derecha).

## RECUADRO VI-1

### Al interior del Banco: 1977-1984

#### Autoridades: rotación en tiempos de crisis

El exitoso quinquenio 1977-1981 se caracterizó por los escasos cambios entre las autoridades superiores del Banco. El Comité Ejecutivo, compuesto por Álvaro Bardón, Sergio De la Cuadra y el coronel de Ejército (R) Carlos Molina, se mantuvo durante casi todo ese período. Solo en mayo de 1981 se produjo el principal replazo cuando ante la renuncia de Bardón, que optó por trasladarse al sector privado —asumiendo la presidencia del directorio de un banco privado— Sergio De la Cuadra se convirtió en el nuevo presidente.

De la Cuadra fue remplazado en la vicepresidencia por el abogado Hernán Felipe Errázuriz, quien ejerció hasta fines de 1981 cuando renunció para asumir como ministro de Minería. En enero de 1982 Pinochet nombró vicepresidente a Iván de la Barra, cuyo nombre causó sorpresa en el equipo económico pues no tenía una trayectoria conocida entre los economistas. De la Barra duró solo seis meses y en julio asumió la vicepresidencia Daniel Tapia.

La estabilidad de la composición del Comité Ejecutivo se perdió durante el complejo trienio 1982-1984, reflejando lo que también sucedió a nivel del gobierno con las autoridades políticas y económicas.

Al pasar Sergio De la Cuadra al ministerio de Hacienda, en mayo de 1982, asumió Miguel Kast como presidente del Banco por un corto lapso de cinco meses. Kast, a solicitud del Presidente de la República, contrató a Sergio De Castro como asesor del Comité Ejecutivo. El exministro renunció a los cuatro meses.

A Kast le sucedió Carlos Cáceres, desde septiembre de 1982 hasta el 14 de febrero de 1983, cuando fue designado ministro de Hacienda. Retornó, entonces como presidente, Hernán Felipe Errázuriz, y Daniel Tapia en la vicepresidencia. Este último se retiró del Banco en noviembre de 1983 y fue remplazado, por algunos meses, por el economista y académico de la Universidad Católica, Fernando Ossa.

Errázuriz se mantuvo dirigiendo la institución por algo más de un año, hasta que los *Chicago boys* fueron desplazados —temporalmente— del equipo económico.

El 3 de mayo de 1984, Francisco Ibáñez, banquero de larga trayectoria que había ejercido la gerencia general del Banco Central durante los gobiernos de Alessandri

y Frei Montalva, fue designado nuevo presidente. Poco antes, el 17 abril, el gobierno había designado en la vicepresidencia a Félix Ruiz, economista que había trabajado en el Banco en la década de 1960 y alcanzado el mismo cargo de vicepresidente.

El año 1984 terminó con un Comité Ejecutivo alejado del equipo de los *Chicago boys*: Francisco Ibáñez, Félix Ruiz y Carlos Molina.

La siguiente tabla muestra los nombres de los directores —cargos ejecutivos máximos después del Comité— en el período 1977-1984.

Director	Nombre	Desde	Hasta	
Fiscal	Roberto Guerrero	01.1977	10.1979	
	Hernán Felipe Errázuriz	10.1979	05.1981	
	Carlos Olivos	05.1981	12.1983	
Administrativo	José Antonio Rodríguez	12.1983	12.1984	
	José Luis Granese	01.1977	06.1978	
	Alejandro Yung	06.1978	05.1981	
Comercio exterior y cambios (1)	José Luis Corvalán	05.1981	12.1984	
	Theodor Fuchs	01.1977	04.1981	
	Julio Lagos	01.1977	03.1978	
Asuntos internacionales	Camilo Carrasco	01.1977	07.1978	
	Operaciones internacionales / Internacional (2)	Enrique Tassara	09.1978	08.1980
	Camilo Carrasco	08.1980	04.1981	
Política financiera (3)	Francisco Garcés	04.1981	12.1984	
	Daniel Tapia	01.1977	07.1982	
	Renato Peñafiel	07.1982	04.1984	
Operaciones	Fernando Escobar	04.1984	12.1984	
	Francisco Silva	04.1981	04.1984	
	César Barros	04.1984	11.1984	
Coordinador de deuda externa	Hernán Somerville	12.1983	12.1984	
Asesor del Comité Ejecutivo	Claudio Pardo	05.1984	12.1984	
Oficina en Ginebra	Vasco Undurraga	01.1977	06.1978	
	Camilo Carrasco	07.1978	07.1980	
	Enrique Tassara	07.1980	07.1982	

(1) Hasta 1977 se llamó Comercio Exterior; (2) Hasta 1977 se denominó Operaciones en Moneda Extranjera, en 1978 Operaciones Internacionales y en 1981, Internacional; (3) Hasta 1977 se llamó Crédito Interno.



Fondo Diario La Nación UDP.

Visita del General Augusto Pinochet a las dependencias del Banco Central de Chile. Atrás el Ministro Modesto Collados.

## Significativas modificaciones en el organigrama

Varios cambios relevantes se produjeron en la estructura orgánica en ese período, revelando las prioridades que se iban fortaleciendo o debilitando como funciones del Banco.

En cuanto a las direcciones, además de sustituciones de nombres en varias de ellas, en marzo de 1978 se suprimió la Dirección de Asuntos Internacionales.

La dirección de Comercio Exterior, como consecuencia de la notable simplificación de los trámites en esa área, desapareció en el primer semestre de 1981 y sus funciones se distribuyeron entre la Dirección Internacional y la recientemente creada Dirección de Operaciones. Sin embargo, en diciembre de 1982 hubo que dividir la gerencia de Comercio Exterior y Cambios en dos: la gerencia de Cambios Internacionales (Eduardo García de la Sierra) y la gerencia de Comercio Exterior (Gustavo Díaz). También la Tesorería se trasladó a depender de la Dirección de Política Financiera<sup>1</sup>.

En diciembre de 1983, dada la trascendencia que había adquirido la reestructuración de la deuda externa, se creó la Dirección Coordinadora de la Deuda Externa, de la cual pasó a depender una gerencia Coordinación de la Deuda Externa.

Luego, en mayo de 1984, al asumir el nuevo Comité Ejecutivo se estableció el cargo de Director Asesor del Comité Ejecutivo.

En cuanto a la gerencia de Estudios, en febrero de 1979 se contrató al economista Álvaro Sahié como Gerente de Estudios —quien estaba a honorarios desde mayo de 1977 en la Dirección de Crédito Interno y Mercado de Capitales— cargo que había desaparecido en 1975<sup>2</sup>. Durante varios años la gerencia de Estudios formó parte de la Dirección de Política Financiera y tuvo a su cargo los departamentos de Programación Financiera y Balanza de Pagos, y el de Investigaciones Económicas. En mayo de 1980 asumió como gerente de Estudios el economista Félix Bacigalupo —quien se desempeñaba con anterioridad como jefe del departamento de Investigaciones Económicas— y los dos mencionados departamentos fueron refundidos en el “Departamento de Estudios”<sup>3</sup>. En mayo de 1984, Bacigalupo

---

1. ASCE N° 1485, 22 de diciembre de 1982.

2. ASCE N° 1259, 21 de febrero de 1979.

3. ASCE N° 1331, 28 de mayo de 1980.

fue remplazado por Juan Andrés Fontaine y en agosto asumió la jefatura del departamento de Estudios el economista Francisco Rosende, remplazando a Roberto Toso.

La tramitación del proyecto de ley que transfería al Banco Central la confección de las Cuentas Nacionales dio lugar a que el Comité Ejecutivo creara el Departamento de Cuentas Nacionales, dependiente de la gerencia de Estudios. Se contrató a la profesional especializada María Luisa Duerr y se amplió la planta de profesionales y técnicos en 20 cupos<sup>4</sup>.

Al departamento de Cuentas Nacionales se le asignó, entre otras funciones, confeccionar las Cuentas Nacionales de Chile y preparar las publicaciones relacionadas con ellas, elaborar tablas de insumo-producto, elaborar estadísticas relacionadas con los sectores productivos, la composición del gasto e indicadores económicos, y preparar proyecciones de corto plazo de las principales variables macroeconómicas<sup>5</sup>. En diciembre de 1982 se firmó un convenio con el INE para la colaboración en materia de Cuentas Nacionales y otro convenio con la PUC para la realización de dos estudios: "Análisis Macroeconómico de Corto Plazo de la Economía Chilena" y "Análisis de las Políticas Macroeconómicas aplicadas en Chile en el período 1925-1982"<sup>6</sup>.

En cuanto a otras unidades del organigrama, cabe mencionar que en abril de 1977 se creó el departamento de Operaciones de Mercado Abierto y en junio del mismo año se modificó el nombre al Departamento de Operaciones de Deuda Externa por Departamento de Créditos Externos. En agosto de 1984 se creó el Departamento de Política Comercial dependiente de la Dirección de Operaciones.

A comienzos de 1981 se creó la Sección de Estadísticas Económicas, dependiente del departamento de Informaciones Estadísticas y Publicaciones, la que tuvo el encargo específico de organizar y administrar el Banco de Datos puesto a disposición del Banco Central por el FMI y también desarrollar un Banco de Datos con estadísticas económicas nacionales<sup>7</sup>.

---

4. ASCE N° 1391, 1 de julio de 1981.

5. ASCE N° 1456, 4 de agosto de 1982.

6. ASCE N° 1484, 15 de diciembre de 1982.

7. ASCE N° 1378, 4 de marzo de 1981.



La *Memoria* de 1981 destacó la elaboración de un Manual de Organización y Funciones, que “*entrega una definición precisa de los objetivos y responsabilidades de las diferentes unidades*”<sup>8</sup>.

Para oficializar las funciones de relaciones públicas, en febrero de 1982 se contrató a Rubén Azócar, exfuncionario del FMI, para desempeñarse como asesor de Informaciones y Relaciones Públicas, cuyo contrato a honorarios se fue prorrogando hasta junio de 1984. Luego, en julio de 1984 se creó el cargo de Jefe del Departamento de Relaciones Públicas, contratándose para el cargo a Vicente Pérez, pues, en opinión del gerente general, “*en este momento el Banco necesita contar con un departamento bien organizado de Relaciones Públicas, atendido por una persona profesional, que esté relacionada con los medios de comunicación*”<sup>9</sup>.

Sin embargo, casi de inmediato se dejó sin efecto dicha contratación<sup>10</sup>. Posteriormente, en octubre de 1984, se contrató a honorarios a Félix Guerrero, para desempeñarse como Asesor de Relaciones Públicas y de Prensa<sup>11</sup>.

Siguiendo la disposición del Art. 3° de la Ley 18.065 (*Diario Oficial*, 10 de diciembre de 1981), a fines de 1981 se adscribieron las funciones de la Secretaría Ejecutiva del Comité de Inversiones Extranjeras (CIE) al departamento de Política de Financiamiento Externo del Banco Central, permitiendo la contratación de tres funcionarios y encasillándolos en la planta de personal del Banco, a partir del 1 de enero de 1982<sup>12</sup>. Enseguida se designó a Patricio Apiolaza, economista del Banco, como secretario ejecutivo del CIE<sup>13</sup>. En agosto de 1984 se designó en dicho cargo a Oscar Líbano, de lo cual solo tomó nota el Comité Ejecutivo pues el nombramiento se hizo por decreto del Presidente de la República.

En diciembre de 1984 el Comité Ejecutivo, teniendo en cuenta lo señalado por la Fiscalía, acordó crear el cargo de secretario ejecutivo del Comité de Inversiones Extranjeras, el cual “*no formará parte integrante de la planta de personal de la institución, y dependerá directamente del Comité de Inversiones Extranjeras*”<sup>14</sup>.

---

8. MABC 1981, p. 19.

9. ASCE N° 1587, 25 de julio de 1984.

10. ASCE N° 1588, 1 de agosto de 1984.

11. ASCE N° 1605, 10 de octubre de 1984.

12. ASCE N° 1417, 16 de diciembre de 1981.

13. ASCE N° 1434, 7 de abril de 1982.

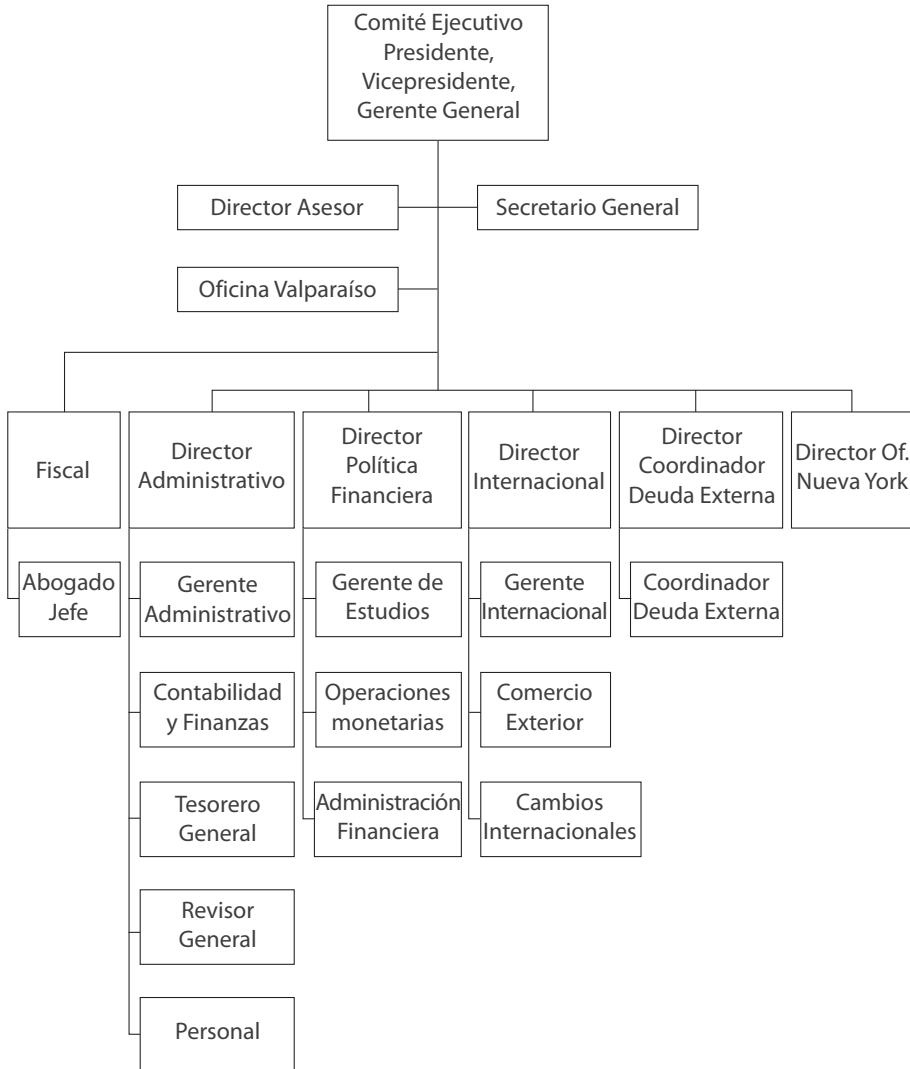
14. ASCE N° 1619, 19 de diciembre de 1984.



Archivo del Banco Central de Chile.

Despedida del vicepresidente del Banco, Daniel Tapia. De izquierda a derecha: Félix Bacigalupo, Hernán Felipe Errázuriz, Daniel Tapia, Renato Peñafiel y Francisco Silva.

A fines de 1984 el organigrama del Banco, en sus niveles más altos, era el siguiente:



### Reducción y luego aumento del contingente de personal

Desde el comienzo del período, el Comité Ejecutivo debatió sobre lo que estimaba un exceso de personal, no obstante que en 1976 se habían retirado más de 80 personas. Por ejemplo, ante una solicitud del gerente de personal manifestando

su preocupación por la escasez de secretarías, el presidente Bardón señaló que, a su juicio, en el Banco *“hay personal más que suficiente”*<sup>15</sup>.

Asimismo, continuaron causando polémica las autorizaciones para las comisiones de servicio que solicitaban las diversas reparticiones del gobierno para funcionarios pagados por el Banco que se ausentaban de la institución por largos períodos. Algunos casos eran los de Benjamín Mackenna a la Secretaría Nacional de la Juventud y el abogado Víctor Manuel Avilés en la Dirección Nacional de Inteligencia. Para el fiscal Roberto Guerrero —señalando que alrededor del 15 o 20% de los empleados de Fiscalía estaban en comisión de servicios— *“se trata de una fórmula elegida por algunos funcionarios para trabajar más cómodamente, manteniendo los beneficios previsionales y otras garantías del Banco [...]”*<sup>16</sup>.

En julio de 1977 el Consejo Monetario, de acuerdo con la legislación vigente, aprobó una nueva dotación total de 1478 plazas y el Comité Ejecutivo la distribuyó en las siguientes plantas: Directiva (35), Bancaria (844), Profesionales y Técnicos (130), Computación (48), Servicios (369), Vigilantes (49) y Directiva en extinción (3).

A fines de ese año, trabajaban en el Banco 1368 personas: 972 empleados y profesionales y 396 en servicios y vigilancia<sup>17</sup>.

Continuando la política de reducción de personal, en agosto de 1978 el Consejo Monetario redujo la planta del Banco a 1250, y se facultó a la Gerencia General para implementar el ajuste del personal y pagar indemnizaciones extraordinarias<sup>18</sup>.

En agosto de 1982 la planta total del Banco había disminuido hasta 1008 empleados<sup>19</sup>.

Sin embargo, la crisis económica y su impacto en el Banco hicieron que se revirtiera la tendencia declinante en el número de funcionarios. Hacia fines de 1982 y durante 1983, hubo un creciente número de contrataciones de personal a plazo fijo, como consecuencia del incremento de trabajo administrativo que

---

15. ASCE N° 1125, 26 de enero de 1977.

16. ASCE N° 1136, 23 de marzo de 1977.

17. MABC 1977, p. 178.

18. ASCE N° 1232, 31 de agosto de 1978.

19. ASCE N° 1460, 12 de agosto de 1982.

implicó la intervención financiera y los nuevos controles cambiarios. Una cantidad significativa de estos contratos se prorrogaron y muchos de ellos terminaron en contrataciones definitivas.

En agosto de 1983 se aprobó una nueva planta con una dotación de 1100 funcionarios distribuidos en 14 categorías<sup>20</sup>, y luego se acordó fijar a contar del 1 de enero de 1984 una dotación total de 1118 plazas<sup>21</sup>.

En julio de 1984 la dotación aprobada era de 1135 plazas y en septiembre llegó a 1139 plazas<sup>22</sup>.

### **Remuneraciones: hacia las “rentas mensuales únicas”**

A comienzos de 1977 el Comité Ejecutivo aprobó un reordenamiento de “sueldos, gratificaciones y asignaciones de los empleados del Banco Central de Chile”.

Se estableció una escala de sueldos base que iba desde los 2.141 pesos hasta los 12.977 pesos para los 22 grados en que podían encasillarse los empleados de las plantas bancaria, de computación, profesional y directiva. Adicionalmente había 19 grados para las plantas de servicios y de vigilantes, siendo el sueldo más bajo de 1.830 pesos mensuales.

A los sueldos base se podía agregar, según el encasillamiento y singularidades del funcionario, una numerosa diversidad de otras remuneraciones, tales como: una asignación profesional —20 a 65%, alzada luego a 50-90%—, gastos de representación —aumentó a 25% en mayo de 1977—, asignación de mando, asignación de título, asignación de incompatibilidad, asignación de especialidad, por ejemplo: choferes, electricistas, asignación de mayordomos, asignación de máquinas eléctricas de contabilidad y teleimpresoras, asignación de zona —desde 15 a 105%—, asignación de antigüedad, asignación de casa, asignación compensatoria, asignación de estímulo, bonificación anual por carga familiar, bonificación de trabajo nocturno, asignación de colación, asignación de matrimonio, asignación de pérdida de caja, asignación de cuenta extraordinaria

---

20. ASCE N° 1529, 14 de agosto de 1983.

21. ASCE N° 1548, 28 de diciembre de 1983.

22. ASCE N° 1595, 5 de septiembre de 1984.

de billetes, asignación de mayores gastos escolares, asignación de viajes por vacaciones y gratificación de Pascua<sup>23</sup>.

En agosto de 1981 el Comité Ejecutivo acordó remplazar —para las remuneraciones de la planta directiva— las asignaciones vigentes de antigüedad, profesional, especial planta directiva y de responsabilidad, por una sola asignación de responsabilidad, que fluctuaba entre 140 y 240% del sueldo base más un doceavo de este<sup>24</sup>.

En diciembre de 1982 se aprobó un Sistema de Evaluación de Cargos que, entre otras materias, significó refundir en una “remuneración mensual única” el sueldo base, la asignación profesional, las asignaciones de responsabilidad, mayordomía, responsabilidad y antigüedad, la bonificación por trabajo nocturno, la gratificación de festividades de Pascua y otras<sup>25</sup>.

En enero de 1983 el Consejo Monetario fijó como “rentas mensuales únicas” brutas de los miembros del Comité Ejecutivo: presidente: \$389.629; vicepresidente: \$381.905; gerente general: \$379.999<sup>26</sup>.

La planta directiva disponía de gastos de representación y el Banco proporcionaba vehículos con chofer a los miembros de Comité Ejecutivo. Desde 1977, los directores también tuvieron a su disposición autos para uso personal. Los primeros vehículos para los directores fueron las populares “renoletas”.

La revisión de la escala de remuneraciones fue frecuente, más allá de los reajustes por las altas tasas de inflación que subsistieron en los primeros años.

También hubo períodos de fuertes restricciones, como en enero de 1984 cuando, ante un reajuste de 15% otorgado al sector público, el Comité Ejecutivo resolvió aplicar un reajuste escalonado en el Banco donde las categorías 1 y 2 no tendrían reajuste, a las categorías 3 y 4 se les otorgaría 10% y al resto 15%<sup>27</sup>. A mediados de 1984, *“a fin de ser consecuentes con las políticas del Gobierno”*, el Comité Ejecutivo

---

23. ASCE N° 1125, 26 de enero de 1977.

24. ASCE N° 1397, 12 de agosto de 1981.

25. ASCE N° 1482, 22 de diciembre de 1982.

26. ASCE N° 1497, 18 de febrero de 1983.

27. ASCE N° 1550, 11 de enero de 1984.

aprobó una reducción del presupuesto de Gastos de Administración e Inversiones de 9% en algo más de 300 millones de pesos<sup>28</sup>.

## Cambios sustanciales en beneficios de salud y previsión para el personal

En 1979 se suprimió el servicio médico, remplazándolo por un contrato colectivo con una Institución de Salud Previsional (Isapre)<sup>29</sup>. Se estableció también un crédito de salud para cubrir la parte no financiada por el plan de salud de la Isapre.

Los gastos de salud del personal se cubrieron mediante el aporte del Banco y de cada empleado a un plan de salud colectivo contratado con la Isapre Banmédica, con un aporte cercano a UF4 por empleado<sup>30</sup>. A fines de 1984 se renovó el plan colectivo de salud con la Isapre Banmédica, el cual era financiado en 51% por el Banco y 49% por los empleados<sup>31</sup>.

Asimismo, en 1979 se hizo extensivo a todos los funcionarios del Banco los beneficios del jardín infantil —no solo a las mujeres— con 275 beneficiados<sup>32</sup>. Se creó un cargo de “Médico” para la sala cuna y atención domiciliaria<sup>33</sup>.

En agosto de 1982 se traspasó la Sección de Previsión del Banco Central de Chile y la Asociación de Jubilaciones y Montepíos para los Empleados del Banco Central de Chile a la Caja Bancaria de Pensiones. Las dos primeras instituciones cesaron en el otorgamiento de los beneficios previsionales, “*traspasando a la Caja Bancaria de Pensiones sus imponentes activos y pasivos y demás derechos y obligaciones*”<sup>34</sup>. De esta manera los aportes que realizaba el Banco a las primeras instituciones cambiaron su destino a la caja, como asimismo las imposiciones de los empleados que aún continuaban afiliados a la Sección de Previsión.

---

28. ASCE N° 1584, 11 de julio de 1984.

29. ASCE N° 1285, 1 de agosto de 1979.

30. ASCE N° 1503, 16 de marzo de 1983.

31. ASCE N° 1619, 19 de diciembre de 1984.

32. ASCE N° 193, 26 de septiembre de 1979.

33. ASCE N° 1574, 6 de junio de 1984.

34. ASCE N° 1464, 24 de agosto de 1982.

Asimismo, se acordó reponer el aporte mensual del Banco al Fondo de Salud para los pensionados de la ex Asociación de Jubilaciones y Montepíos para los empleados del Banco Central de Chile<sup>35</sup>. Periódicamente, además, el Banco hacía aportes a la Caja Bancaria de Pensiones para cubrir el déficit acumulado del Fondo de Salud para los pensionados de la ex Asociación de Jubilaciones y Montepíos para los empleados del Banco Central de Chile<sup>36</sup>.

Entre 1980 y 1981 se enajenaron, en ventajosas condiciones para los adquirentes, las viviendas de Villa Sur y Dardignac, preferentemente a los funcionarios que las habitaban. El personal continuó contando con el estadio, el cual pasó a denominarse, en junio de 1977, Estadio “Arturo Maschke Tornero”, en homenaje al expresidente del Banco.

En noviembre de 1983, ante una especial preocupación del presidente por el bienestar del personal, se mejoraron las condiciones de los subsidios de nacimiento y préstamos especiales.

## Capacitación

Al comenzar 1978 se implementó un programa de capacitación cuyo rasgo esencial fue el establecimiento de un plan de estudios para los funcionarios de la planta bancaria, en tres niveles —básico, intermedio y avanzado— cada uno con una duración de cuatro meses. Veinticinco empleados a jornada completa podían inscribirse en este programa que se desarrollaba en el Instituto de Estudios Bancarios<sup>37</sup>.

Sin embargo, el inicio del programa de capacitación —25 funcionarios a jornada completa— en febrero 1978, obligó a contratar algunos remplazantes, lo que hizo opinar al gerente general, Carlos Molina, que

*“Es fundamental ejercer más control en el personal, ya que los empleados no cumplen con el horario, se retiran antes de la hora, se ausentan de sus puestos de trabajo, e incluso algunos terminan sus labores los días jueves”<sup>38</sup>.*

---

35. ASCE N° 1545, 30 de noviembre de 1983.

36. ASCE N° 1557, 2 de marzo de 1984.

37. ASCE N° 1201, 22 de febrero de 1978.

38. ASCE N° 1200, 15 de febrero de 1978.



En septiembre de 1981 se modificó el reglamento de capacitación y se aprobó uno que operaría en base a programas anuales que debían elaborar las diversas gerencias. Además se flexibilizó la elección de otras instituciones para la capacitación, además del Instituto de Estudios Bancarios, como también los horarios fuera de la jornada de trabajo<sup>39</sup>.

En agosto de 1982 se modificaron las condiciones de los becados al exterior por más de seis meses, debiendo solicitar permiso sin goce de remuneración y teniendo derecho a un subsidio mensual equivalente a US\$800 más US\$180 por el cónyuge y US\$80 por cada carga familiar<sup>40</sup>.

## Avances en la política computacional

En relación a la política computacional, en marzo de 1978 se renovó el contrato con la Empresa Nacional de Computación (Ecom), vigente desde 1972, y se agregó uno con la Universidad de Chile, como respaldo.

En enero de 1979 el Comité Ejecutivo aprobó un documento con la Política de Informática y Computación y creó un Comité de Política Computacional, al más alto nivel.

En la evaluación de las alternativas se concluyó que para el Banco *“es muy conveniente equiparse con un computador propio”*, versus la alternativa de procesamiento en terceros, para lo cual se estableció un plan de acción<sup>41</sup>. En junio del mismo año se adjudicó la licitación de equipos de computación a la firma Burroughs de Chile S.A. y en octubre se firmaron los contratos de arrendamiento y mantenimiento de equipos computacionales con la mencionada empresa.

En la *Memoria* de 1981 se destacó la ampliación de los equipos computacionales, especialmente por la expansión de la capacidad de memoria del computador, y la incorporación de un conjunto de terminales de pantalla que facilitaron a las diversas unidades el acceso a las ventajas de este servicio.

---

39. ASCE N° 1398, 19 de agosto de 1981.

40. ASCE N° 1461, 18 de agosto de 1982.

41. ASCE N° 1255, 24 de enero de 1979.

Asimismo, se destacó la incorporación del sistema DATA-FUND del FMI, que contenía *"un número apreciable de series económicas para la mayoría de los países miembros, conjuntamente con los programas computacionales necesarios para su utilización estadística y económica"*<sup>42</sup>.

También en diciembre de 1981 se contrató a la empresa Logos Ing Consultores para el diseño, construcción computacional e implementación del Sistema de Comercio Exterior y Cambios<sup>43</sup>.

En noviembre de 1982 se adquirió un nuevo procesador central que dobló la capacidad de memoria que tenía el computador<sup>44</sup>. Ese mismo año se destacó también que se puso en operación la primera fase del apoyo computacional para el Sistema de Información Contable que, entre otras cosas, permitió *"mantener un seguimiento diario de la evolución del Programa Monetario"*<sup>45</sup>.

Por último, en agosto de 1983 se aprobó el documento "Políticas de Informática del Banco Central", pues *"se requiere mayor capacidad computacional dadas las nuevas políticas económicas del Banco Central"*, y se decidió adjudicar la propuesta por equipamiento a la firma Sociedad Nacional de Procesamiento de Datos Ltda, Sonda, por un pago mensual de arriendo y mantenimiento cercano a los 46 mil dólares<sup>46</sup>.

## Aspectos logísticos y sucursales en regiones

En cuanto a las instalaciones donde se desarrollaba el trabajo institucional, en mayo de 1977 se adquirió el primer piso del edificio de Moneda *"para evitar que se instale un negocio que pueda desmejorar la fachada del Banco"*<sup>47</sup>. En junio de 1978 se vendió el local de Ahumada 101 —adquirido en mayo de 1977. En octubre del mismo año se arrendó el piso 12 del edificio de Moneda al Comité de Inversiones Extranjeras por disminución de personal—, y en septiembre de 1979 se vendió el edificio de Moneda 975 al Banco de Santiago.

---

42. MABC 1981, p. 19.

43. ASCE N° 1418, 23 de diciembre de 1981.

44. ASCE N° 1477, 3 de noviembre de 1982.

45. MABC 1982, p. 20.

46. ASCE N° 1527, 4 de agosto de 1983.

47. ASCE N° 1145, 11 de mayo de 1977.

En marzo de 1983 se adquirió el inmueble ubicado en Huérfanos 1175 que pertenecía al Banco Austral en liquidación, el que fue recibido como parte de pago de la deuda que dicha institución tenía con el Banco Central. Allí se trasladaron varias unidades de la Dirección de Operaciones, en particular las relacionadas a comercio exterior y cambios<sup>48</sup>.

Siguiendo la política de tercerización de servicios en las provincias o regiones, en 1977 se cerraron las oficinas de Osorno, Chillán y Los Ángeles. De esta manera, en diciembre de ese año continuaban en funcionamiento solo 13 sucursales y/o agencias: Arica, Iquique, Antofagasta, La Serena, Valparaíso, Talca, Concepción, Temuco, Valdivia, Puerto Montt, Castro, Coyhaique y Punta Arenas.

En los años siguientes se fueron cerrando otras sucursales, de modo que a fines de 1981 solo continuaban en operación siete, las de Arica, Iquique, Antofagasta, Valparaíso, Concepción, Puerto Montt y Punta Arenas.

En mayo de 1982, a propuesta del presidente Kast, se debatió sobre el cierre de todas las sucursales y, como una opción, llegar a un convenio con el Banco del Estado para el abastecimiento de circulante. El Comité Ejecutivo acordó que a partir del 1 de enero de 1983 el Banco debería operar sin sucursales<sup>49</sup>.

Sin embargo, esta decisión se revirtió meses después pues las nuevas medidas cambiarías aconsejaron mantener en provincias al personal de comercio exterior, no obstante que se había llegado a un principio de acuerdo para traspasar las funciones de Tesorería al Banco del Estado<sup>50</sup>.

En definitiva, en diciembre se optó por revocar los acuerdos de cierre de todas las sucursales y se resolvió mantener las de Iquique, Antofagasta, Valparaíso, Concepción, Puerto Montt y Punta Arenas, cerrando solo la de Arica<sup>51</sup>. Posteriormente se decidió mantener Arica con funciones solo de comercio exterior<sup>52</sup>.

---

48. ASCE N° 1503, 16 de marzo de 1983.

49. ASCE N° 1441, 26 de mayo de 1982.

50. ASCE N° 1473, 15 de octubre de 1982.

51. ASCE N° 1479, 17 de noviembre de 1982.

52. ASCE N° 1484, 15 de diciembre de 1982.

## Se refuerza la función de administración de las reservas internacionales

El gran e inédito incremento de las reservas internacionales durante los primeros años del período requirió de diversos ajustes en su administración.

En noviembre de 1978 se contrató a *Schroder International Ld* como asesor en administración de reservas, primero por seis meses y luego se le fue renovando el contrato en los años siguientes. Como sugerencia inicial, en diciembre, se crearon el Comité de Inversiones y el Comité de Política de Reservas, este último encabezado por el presidente del Banco.

Posteriormente, en marzo de 1981 y a propuesta del presidente De la Cuadra, se amplió el enfoque de este Comité y se reemplazó por el “Comité de Políticas de Reservas Internacionales y de Financiamiento Externo”, compuesto por el director de Política Financiera, el director Internacional, el gerente Internacional y el gerente de Estudios. Dicho Comité debía analizar la política en las áreas de reservas internacionales y financiamiento externo del Banco Central, y asesorar al sector público en la política de financiamiento externo, además de evaluar periódicamente el nivel de la deuda pública. De la Cuadra dio varios argumentos relacionados con el “ajuste automático” para justificar la existencia y funciones de este Comité<sup>53</sup>.

En 1984 se volvió al esquema de dos comités, uno de Reservas Internacionales y otro de Financiamiento Externo, incorporándose en ambos al director coordinador de la Deuda Externa y al director asesor del Comité Ejecutivo<sup>54</sup>.

En el caso específico de las reservas de oro, a mediados de 1978 se decidió trasladar 1.042 barras de oro desde la cuenta BIS del Banco de Francia a la cuenta BIS del Banco de Inglaterra, pues en París no se podían efectuar transacciones de oro, mientras que en la capital inglesa se podrían transformar en oro “de buena entrega en Londres”<sup>55</sup>. Asimismo, se facultó a la gerencia de Administración de Reservas, en agosto de 1978, para vender barras de oro en el mercado internacional hasta 10 millones de dólares mensuales.

---

53. ASCE N° 1378, 4 de marzo de 1981.

54. ASCE N° 1588, 1 de agosto de 1984.

55. ASCE N° 1220, 28 de junio de 1978.

En el plano interno, el Banco dejó de vender directamente monedas de oro al detalle al público, traspasando dicha función a los bancos y otros intermediarios —en enero de 1980—, aunque en diciembre de 1982 las nuevas condiciones del mercado cambiario hicieron que volviera a prohibirse la venta interna de monedas de oro.

Paralelamente, para efecto de las estadísticas de reservas internacionales, se aprobó valorar el oro a precio de mercado (promedio trimestral, cambiando la valoración una vez cada trimestre) en lugar de los tradicionales 35 DEG por onza *troy*. Más tarde, en octubre de 1981, se pasó a cambiar la valoración cada mes, según el precio de mercado del trimestre móvil anterior.

En agosto de 1981 se incorporó al Banco Central al sistema Swift (*Society for Worldwide Interbank Financial Intercommunication*), lo cual generó, entre otras ventajas, un menor costo de operación en comparación a la red télex<sup>56</sup>.

Asimismo, la *Memoria* de ese año destacó la implementación de sistemas que permiten una mejor administración de las reservas internacionales: suscripción de los servicios del Reuter Monitor Service y la adopción de un sistema computacional de evaluación de cartera<sup>57</sup>.

En relación con las reservas internacionales, cabe mencionar también el largo litigio que tuvo lugar entre el Banco Central y el Banco Nacional de Cuba. En efecto, según relata un informe de la Fiscalía<sup>58</sup>, el Banco Central, en marzo de 1972, efectuó un depósito en París a favor del Banco Nacional de Cuba por 30 millones de francos suizos, equivalente a 8 millones de dólares. Después del 11 de septiembre de 1973, el gobierno de Cuba promulgó una ley que congeló todas las acreencias de Chile. Para lograr la restitución se iniciaron dos acciones judiciales por parte del Banco Central de Chile, en agosto de 1979, una en Londres y otra en Suiza<sup>59</sup>.

En varias ocasiones fue necesario autorizar pagos para los abogados externos y constituir garantías por las costas. Todavía en 1984 no se lograban resultados definitivos y el Comité Ejecutivo debió autorizar el pago de facturas que, derivadas de las acciones judiciales contra el Banco Nacional de Cuba, “*actualmente sometidas*

---

56. ASCE N° 1392, 8 de julio de 1981.

57. MABC 1981, p. 19.

58. ASCE N° 1615, 5 de diciembre de 1984.

59. ASCE N° 1282, 18 de julio de 1979.

*al conocimiento de los tribunales ingleses y suizos, por concepto de costas procesales, honorarios y gastos en general*<sup>60</sup>.

## Oficinas en el exterior

En diciembre de 1977 el Comité Ejecutivo aprobó el presupuesto anual para la Oficina de Ginebra, establecida en 1976, ascendente a 245 mil dólares para 1978. No obstante, en mayo de 1978, el Comité tomó la decisión de cerrar dicha oficina a partir del 1 de julio, debido a los altos costos de operación y con opinión favorable del ministro de Hacienda.

Muy poco después, sin embargo, se revocó el acuerdo de cierre de esa oficina<sup>61</sup> y, en agosto, el Comité Ejecutivo designó al vicealmirante Patricio Carvajal como “Representante para Asuntos Económicos Internacionales”, por un período de dos años, en la oficina del Banco en Ginebra. Dicho nombramiento se efectuó

*“[...] teniendo presente que el Presidente de la República [...] destinó en comisión de servicios, por un lapso superior a un año, al vicealmirante Patricio Carvajal, a fin de que desempeñe en el exterior las funciones que determine el Banco Central”.*

Entre las funciones asignadas a Carvajal destacaron, entre otras: mantener informado al Banco de la evolución de los debates en los foros económicos internacionales como GATT, Unctad, Diálogo Norte-Sur, CEE; informar al Banco sobre comentarios y debates en los medios de comunicación europeos, y a solicitud de los interesados, prestar asesoría comercial y financiera en negociaciones que realicen las Fuerzas Armadas en Europa<sup>62</sup>.

Ante la necesidad de mantener abierta la oficina de Ginebra, por el nombramiento de Carvajal, el director Camilo Carrasco fue designado como “Representante Financiero” para Europa, donde se desempeñó por dos años.

---

60. ASCE N° 1561, 28 de marzo de 1984.

61. ASCE N° 1222, 5 de julio de 1978.

62. ASCE N° 1229, 23 de agosto de 1978 y Decreto 679 del Ministerio de Defensa del 10 de agosto de 1978.

En septiembre de 1979, el Comité Ejecutivo acordó trasladar a Londres la oficina de Ginebra, a partir de agosto de 1980. Sin embargo, poco tiempo después se dejó sin efecto ese acuerdo y se renovó por dos años adicionales la designación del vicealmirante Carvajal en Ginebra.

El director Enrique Tassara reemplazó a Carrasco como Representante Financiero, a partir de septiembre de 1980<sup>63</sup>. En julio de 1981 renunció el vicealmirante Patricio Carvajal a su cargo como Representante del Banco Central, debido a que fue nombrado embajador ante las Naciones Unidas<sup>64</sup>.

El Comité Ejecutivo, en julio de 1982, a sugerencia del presidente Kast, tomó el acuerdo de cerrar la oficina en Ginebra y sustituirla por otras dos, *“una con sede en Zúrich que atiende a Suiza, Alemania, Austria y resto de Europa, y la otra con sede en Nueva York para que atiende los mercados de Estados Unidos de América y Canadá”*<sup>65</sup>.

Se designó a Alfredo Hermann para desempeñarse en la oficina de Zúrich<sup>66</sup>. Durante un corto período, entre mayo y diciembre de 1982, también se designó a Jorge Errázuriz como Representante Financiero en Londres.

Sin embargo, al poco tiempo, con la llegada del presidente Cáceres, el Comité Ejecutivo también acordó cerrar dicha oficina, a contar de 1 de octubre<sup>67</sup>.

En marzo de 1983 se designó a Enrique Tassara, director del Banco, como Representante Financiero con sede en Nueva York, por tres años. Asimismo, se volvió a crear el cargo de Representante para Asuntos Económicos Internacionales, para lo cual se contrató y designó en dicho cargo, con sede en Nueva York, a Hernán García Barzelatto<sup>68</sup>. Esta última contratación se dejó sin efecto a las pocas semanas.

En julio de 1984 se creó el cargo de Asistente Financiero en dicha oficina, designándose al economista Roberto Toso. En diciembre de 1984 se subarrendó a la Corporación Nacional del Cobre, USA, Inc. un piso para el funcionamiento de la Oficina de Representación.

---

63. ASCE N° 1379, 12 de marzo de 1981.

64. ASCE N° 1392, 8 de julio de 1981.

65. ASCE N° 1451, 14 de julio de 1982.

66. ASCE N° 1456, 4 de agosto de 1982.

67. ASCE N° 1470, 29 de septiembre de 1982.

68. ASCE N° 1500, 02 de marzo de 1983.

## Biblioteca y publicaciones

La Biblioteca del Banco Central, creada en 1928, continuó funcionando durante todos estos años prestando servicios tanto al interior de la institución como abierta a las consultas del público, en particular estudiantes y profesionales<sup>69</sup>.

A la primera bibliotecaria jefe por 32 años —Ivonne Grandón— le sucedió René Moraga, quien se mantuvo en el cargo entre 1962 y 1979. Tras su retiro asumió Beatriz Medina. La biblioteca se convirtió en un centro bibliográfico de alto nivel reconocido en el país por sus más de 70.000 libros especializados en economía y finanzas del país y del extranjero.

El Banco siguió editando las publicaciones ya tradicionales tales como el *Boletín Mensual*, los *Indicadores de Comercio Exterior*, la *Balanza de Pagos*, *Deuda Externa de Chile* y la *Síntesis Monetaria y Financiera*.

Durante el favorable período 1977-1980 continuó publicándose la *Memoria Anual*, editada por el Departamento de Informaciones Estadísticas y Publicaciones. Hasta 1980 se mantuvo la tradición de incluir en dicha *Memoria* —además del Balance del Banco y sus aspectos administrativos internos— un completo estudio sobre la evolución de la economía chilena, cuadros estadísticos, medidas de comercio exterior y del mercado de capitales, además de un listado de leyes y decretos relacionados con el Banco y la economía del país, publicados durante el año cubierto por la publicación.

En 1981 se interrumpió dicha tradición y se decidió presentar en la *Memoria* exclusivamente el Balance y los Estados Financieros del Banco, además de algunos aspectos administrativos internos. Complementariamente, el "*análisis económico y financiero de la situación chilena*", se incorporó en un documento "*más extenso y detallado*" sobre la economía del país, el que se publicó simultáneamente bajo el título "*Informe Económico de Chile, 1981*"<sup>70</sup>.

A estas publicaciones se sumaron la *Serie de Estudios Económicos* —trabajos originales realizados por profesionales del Banco—, los "*Indicadores Económicos 1960-1980*", el documento "*Evolución de las principales normas que regulan el Mercado*

---

69. Carrasco, Camilo (2009). "El Banco Central de Chile 1925-1964. Una Historia Institucional", Serie "*Banca Central: Análisis y Políticas Económicas*", Banco Central de Chile, N° 14, p. 190.

70. MABC 1981, p. 17.



*Financiero Chileno*", y el libro "Recopilación de la Legislación Económica y de Comercio Internacional"<sup>71</sup>.

En 1983 se publicó *Cuentas Nacionales de Chile 1960-1982*, la que se complementó con la publicación de *Cuentas Nacionales Trimestralizadas 1980-1983*.

Asimismo, se efectuó una edición actualizada de *Características de los Instrumentos Financieros*. Finalmente, se inició la edición del *Informe Económico y Financiero*, publicación quincenal, en español e inglés, con cifras económicas actualizadas y comentarios sobre la situación económica coyuntural.

En diciembre de 1983, se modificó el Comité Editorial, remplazando el de 1980, con nuevas funciones e integrantes. Sus funciones: determinar las publicaciones que efectuará el Banco, resolver sobre la presentación de cada publicación y la calidad de las mismas, y determinar la política que regirá el número de ejemplares que deberán ser editados en cada publicación. Sus integrantes: Directores de Política Financiera, Internacional, de Operaciones, Abogado Jefe y Gerente de Estudios<sup>72</sup>.

Además de las publicaciones propias, durante varios de estos años el Banco financió otras publicaciones. Por ejemplo, en agosto de 1977 se empezó a financiar las publicaciones "*Chile Economic News*" y "*Chile, an economic profile*", de Corfo, N.Y., situación que se prolongó por varios años a un costo anual del orden de 100 mil dólares; en febrero de 1978 se financió una publicación sobre Chile en *Euromoney* (75 mil dólares); y en abril de 1979 y agosto de 1980 sendos artículos en el *Wall Street Journal*, de 20 mil y 37 mil dólares, respectivamente.

## Charlas y conferencias

En agosto 1977 se aceptó financiar y aceptar la invitación para asistir al "*Primer Simposio Latinoamericano Europeo de Cooperación Empresarial*" del *European Management Forum*, en Montreux, Suiza. Esta situación se repitió en julio de 1979.

---

71. MABC 1981, p. 20.

72. ASCE N° 1548, 28 de diciembre de 1983.

En enero de 1980 se realizó la conferencia "*Alternativas de políticas financieras en economías pequeñas y abiertas*", con destacados expositores extranjeros como Arnold Harberger, Jacob Frenkel, Carlos Rodríguez y Ronald Mc Kinnon.

La *Memoria* de 1981 comentó que ese año se había realizado un ciclo de charlas en que "*numerosos economistas nacionales y extranjeros fueron invitados al Banco para exponer diversos trabajos de investigación*". Entre otras actividades de esa naturaleza tuvo lugar la conferencia "*Experiencias sobre Bancos Centrales*", con panelistas nacionales y extranjeros.

Asimismo, se resaltó la participación de economistas del Banco en diversas conferencias, entre ellas la XVIII Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, República Dominicana, en noviembre de 1981<sup>73</sup>.

En 1983 sobresalieron la charla del profesor Bela Balassa sobre "*La situación económica internacional y las políticas de ajuste en los países en vías de desarrollo*", el seminario sobre "*La función del Fondo Monetario Internacional en el proceso de ajuste*", y la charla de Ricki Tigert, abogada norteamericana experta en asuntos legales bancarios<sup>74</sup>.

---

73. MABC 1981, p. 21.

74. MABC 1983, p. 25.



Archivo del Banco Central de Chile.

Oficina del Presidente en 1977.



CAPÍTULO **VII**

EL BANCO EN LA ETAPA DE LA RECUPERACIÓN  
Y EL AJUSTE ESTRUCTURAL  
1985-1988







El cuatrienio 1985-1988 marcó una etapa notable para la economía nacional.

Por una parte, el país logró recuperarse con éxito de la profunda crisis experimentada en los años previos y, al mismo tiempo, se aplicó disciplinadamente un programa de mediano plazo destinado a lograr una transformación productiva estructural, que tuvo características inéditas en Chile.

Todo ello se realizó en estrecha colaboración con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) o Banco Mundial.

Pero también en el contexto del proceso político, que se había desarrollado con tantas dificultades desde el golpe militar de 1973, el cuatrienio marcó una culminación que, pese a importantes turbulencias, logró avanzar categóricamente hacia el fin pacífico del largo gobierno militar.

El presente capítulo consta de ocho secciones.

La primera está destinada a describir lo fundamental del escenario político y social del cuatrienio que culminó con el trascendental plebiscito de 1988: "Escenario político: del estado de sitio al plebiscito de octubre de 1988".

En la segunda sección se analiza la característica fundamental de la situación macroeconómica del período, cual fue un "ajuste estructural" llevado a cabo mediante programas conjuntos con el Banco Mundial y el FMI: "La macroeconomía en un horizonte de mediano plazo: programas con el Banco Mundial y el FMI".

La tercera está dedicada a explicar el rol primordial del Banco Central en la implementación de las medidas destinadas a hacer realidad el ajuste estructural en un espacio de políticas de corto plazo coordinadas para esos efectos: "El Banco Central cumple rol esencial en la implementación del ajuste estructural".

En la cuarta sección se aborda más específicamente, año a año, la aplicación y cumplimiento de los programas macrofinancieros: “Estricto cumplimiento de las metas anuales”.

La quinta se concentra en un aspecto sectorial —pero fundamental— del cuatrienio, cual fue la reprivatización y normalización del sistema bancario que estaba bajo administración estatal después de la profunda crisis de los años previos: “Reestructuración y normalización (relativa) del sistema financiero”.

La sexta sección aborda el rol imprescindible que continuó desempeñando el Banco en la solución del problema de la deuda externa y la obtención de nuevo financiamiento externo: “El Banco Central hace determinante aporte a la política de financiamiento externo”

En la séptima, muy relacionada con la precedente, se analizan las afamadas modalidades de conversión de deuda externa implementadas por el Banco y que condujeron a un sustancial descenso del nivel de dicha deuda: “Nacen los exitosos mecanismos de conversión de deuda”.

Finalmente, en una octava sección se trata algunos temas específicos, complementarios del ajuste estructural, donde también tuvo injerencia el Banco: “Otras políticas modernizadoras ligadas a los convenios con el Banco Mundial y el FMI”.

## 1. ESCENARIO POLÍTICO: DEL ESTADO DE SITIO AL PLEBISCITO DE OCTUBRE DE 1988

Sin duda el hecho político más trascendental del período fue el triunfo de la opción “NO” en el plebiscito que el gobierno planteó al país para decidir si el general Pinochet continuaba en el poder por ocho años adicionales a partir de marzo de 1990, cuando debía entrar en plena vigencia la Constitución de 1980. Tal como se verá, este acontecimiento modificó completamente el cuadro político del país al dar paso a una institucionalidad democrática después de un largo período dictatorial.

Sin embargo, en los años previos a dicho plebiscito hubo otros significativos acontecimientos políticos que conviene repasar brevemente para situar el escenario en que se desarrolló el Banco.



## Cuestionada apertura política

El verano de 1985 había comenzado con el país bajo estado de sitio y Santiago con toque de queda. Según Pinochet, *"la declaración del Estado de Sitio representó el ejercicio de legítimas atribuciones constitucionales[...]después de un año de conmoción interna"*<sup>1</sup>.

Las protestas del año anterior y un nuevo deterioro de la economía habían debilitado la posición negociadora del ministro del Interior, Sergio Onofre Jarpa, produciéndose una paralización en las conversaciones políticas. Se prohibió la circulación de seis publicaciones periodísticas y se estableció la censura previa sobre otra.

En febrero, el presidente modificó parte de su gabinete, designando a Ricardo García en Interior, un abogado de bajo perfil político, al contrario de Jarpa.

Hernán Büchi, ingeniero y economista, que se desempeñaba como Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras, reemplazó a Luis Escobar en Hacienda, en una primera manifestación del final del corto período de vigencia de la dupla Collados-Escobar.

Pocos meses después, en julio, abandonó el gabinete Modesto Collados y Büchi pasó a ser, en propiedad, el jefe indiscutido del equipo económico.

Se inició un nuevo ciclo con renovados equipos políticos y económicos.

La Junta de Gobierno experimentó una nueva modificación cuando el representante de los carabineros, general César Mendoza, debió renunciar ante la responsabilidad política que se le atribuyó en el degollamiento de tres profesores comunistas, ejecutado por carabineros en servicio activo a fines de marzo de 1985. En remplazo de Mendoza fue designado el general de carabineros, Rodolfo Stange.

Un paso hacia la esperada normalidad institucional se produjo en junio de 1985, al promulgarse la Ley Orgánica Constitucional sobre los Estados de Excepción.

La legislación dio lugar a que se levantara el estado de sitio y fuera reemplazado por el menos rígido estado de emergencia. Cabe señalar que dicha ley reglamentó cuatro estados de excepción: de asamblea, de emergencia, de sitio y de catástrofe.

---

1. Pinochet, Augusto (1985). "Mensaje presidencial" 1985, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 691, septiembre, p. 2255.

En el plano legislativo, el gobierno siguió trabajando en la preparación de las numerosas leyes de rango constitucional que debían conducir a la completa aplicación de la Constitución de 1980.

Ello no impidió, sin embargo, que los opositores al gobierno continuaran llamando a jornadas de protesta que, casi siempre terminaron con serios disturbios y numerosas víctimas fatales. En la protesta de septiembre de 1985 hubo diez muertos y en la de noviembre, cinco.

El presidente Pinochet, todavía complicado con el fortalecimiento de la oposición, señaló en su tradicional mensaje del 11 de septiembre de 1985 que

*“La clara voluntad de avanzar hacia la plena institucionalidad ha sido seriamente dificultada por la estrategia aplicada por ciertos grupos partidistas [...], con sus llamados a la desobediencia civil, a organizar acciones y jornadas que llamaron pacíficas, pero que por su naturaleza estaban destinadas a facilitar el desorden y el vandalismo”.*

Asimismo, ante las diversas iniciativas para modificar la Constitución y el cronograma institucional, el mandatario enfatizó que el gobierno daría cumplimiento estricto al itinerario institucional que la Constitución había establecido.

La oposición al gobierno, menos reprimida que en los años anteriores, creó la llamada Asamblea de la Civilidad, en abril de 1986, que reunió a sindicatos, federaciones estudiantiles, colegios profesionales y partidos políticos. Esta agrupación se agregó a la Alianza Democrática, fundada en agosto de 1983, que era una coalición política de los principales partidos de centro izquierda.

Con todo, la violencia en las calles continuó y frecuentemente se conocieron casos de enfrentamientos y/o actuaciones intimidatorias de los aparatos de seguridad del régimen. En julio de 1986 hubo una nueva jornada de protesta y ocurrió un emblemático caso de dos jóvenes que fueron quemados y abandonados por una patrulla militar, falleciendo uno de ellos.

## Sangriento atentado a Pinochet

El 7 de septiembre de 1986 se produjo un cruento atentado a Pinochet, camino al Cajón del Maipo —lugar de descanso del mandatario—, donde perdieron la vida cinco de sus escoltas.

Aunque el presidente salvó ileso, el hecho causó impacto mundial.

El Frente Patriótico Manuel Rodríguez —organización extremista de izquierda que se atribuyó la autoría— poco antes había experimentado una derrota al ser descubierto un arsenal de armas procedente de Cuba que estaba siendo introducido al país por una caleta del norte, Carrizal bajo.

En inmediata represalia, la Central Nacional de Informaciones (CNI) asesinó a cuatro opositores, exacerbando aún más las dificultades para mantener el diálogo político entre el gobierno y la oposición moderada.

En su mensaje del 11 de septiembre de 1986, Pinochet manifestó su repudio a las organizaciones políticas de la oposición, señalando que una de las más claras expresiones de la unidad entre sectores proclamados democráticos y grupos marxistas era *"la llamada Alianza Democrática, que se caracteriza por su actitud antidemocrática ante la Constitución y por su impulso a "protestas pacíficas" cuyo resultado de destrucción y muerte el país conoce"*<sup>2</sup>.

Asimismo, manifestó su desdén por el *"autodenominado Acuerdo Nacional"* —documento suscrito en 1985 por diversos partidos políticos, incluidos algunos partidarios del gobierno, bajo el patrocinio de la iglesia católica— y por la creación de la Asamblea de la Civilidad [...] *"dirigida a coordinar estériles acciones de protesta e intentos de paro y a encubrir la íntima concomitancia con todas las corrientes políticas marxistas, aun las más extremas"*.

El presidente, sin embargo, anunció que ello no impediría el avance en las llamadas "leyes políticas" y otras materias complementarias de la Constitución de 1980, incluida la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central.

En este avance institucional destacó la labor de la Junta de Gobierno, el Consejo de Estado, la Comisión Asesora para la elaboración de las leyes orgánicas constitucionales, el Tribunal Constitucional y el Consejo Económico y Social.

Respecto del atentado, reiteró que *"el país vive una confrontación entre la democracia y el totalitarismo marxista y quienes pretenden cegarse ante ella incurren en una grave irresponsabilidad"*<sup>3</sup>.

Anunció que el gobierno había decidido imponer nuevamente el estado de sitio en todo el territorio nacional y posponer la decisión de dejar reingresar al país a algunos ciudadanos chilenos que habían sido expulsados en los años previos.

---

2. Pinochet, Augusto (1986). "Mensaje presidencial" 1986, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 703, septiembre, p. 2182.

3. *Ibid.*, p. 2202.

Finalmente, el general Pinochet agradeció el respaldo recibido en la multitudinaria manifestación del 9 de septiembre. Otra vez se impuso la prohibición de circular para algunas publicaciones de oposición.

## El camino constitucional

No obstante el impacto que tuvo el atentado a Pinochet, en definitiva no se detuvo el camino hacia la normalización institucional.

En el mismo mes de septiembre de 1986 se promulgó la Ley Orgánica Constitucional de Elecciones y poco después se reabrió el Servicio del Registro Electoral —cerrado desde 1973— para permitir que la ciudadanía pudiera inscribirse para votar en futuras elecciones.

En enero de 1987 se suspendió el toque de queda y la restricción vehicular nocturna. En febrero, la Alianza Democrática llamó a la ciudadanía a inscribirse en los registros electorales, en una decisión política que, según una revista de oposición *“marcó una frontera entre el antes y el después”*<sup>4</sup>. El llamado se hizo como parte de una campaña para prepararse a votar en *“elecciones libres”*. El partido Comunista no estuvo de acuerdo con la decisión.

El 11 de marzo de 1987, el gobierno promulgó la Ley Orgánica de Partidos Políticos, que incluyó una serie de cláusulas sobre los requisitos que debían cumplir las organizaciones partidarias. Los partidos de ideología marxista quedaron excluidos de esta legalización. En general, la oposición al régimen se manifestó contraria a muchas de las nuevas disposiciones.

El Papa Juan Pablo II visitó el país a comienzos de abril, en lo que fue considerado un hecho político importante que ayudaría a consolidar el proceso de apertura política y cumplimiento del cronograma de retorno a la democracia.

No obstante, en junio de ese año se produjo el asesinato de 12 militantes de izquierda, atribuidos a los servicios de seguridad, en la denominada *“operación Albania”*.

En julio asumió por segunda vez el Ministerio del Interior el abogado Sergio Fernández, en remplazo de Ricardo García, quien pasó a Relaciones Exteriores. Hubo también cambios en la Secretaría Nacional de Gobierno y en Economía (Manuel Concha).

---

4. Revista *Cauce*, N° 96, 23 de febrero de 1987, p. 4.

Algunos interpretaron el cambio de gabinete como el inicio de una etapa destinada a *"proyectar el régimen"*, vale decir, ganar el plebiscito que se aproximaba.

A comienzos de agosto de 1987, el PDC se inscribió de conformidad con la ley de los partidos políticos y posteriormente lo siguieron otros. Ese mismo mes el gobierno autorizó el retorno al país de veintiún exdirigentes de la Unidad Popular que estaban en el exilio.

El Partido por la Democracia (PPD), creado por Ricardo Lagos como "partido instrumental", se inscribió a fines de ese año.

## El plebiscito de octubre de 1988

En febrero de 1988 se constituyó la Concertación de 13 partidos políticos, que llamaron a votar por la opción NO en el plebiscito que estaba previsto para fines de año para apoyar o rechazar a un candidato que designaría la Junta.

La designación de ese candidato —no obstante que casi todos pensaban que sería Pinochet— conservó una cuota de incertidumbre política en el país hasta fines de agosto, y provocó divisiones especialmente en el sector de la derecha chilena. Algunos miembros de la Junta contribuyeron a mantener esa indecisión con declaraciones públicas sobre sus preferencias.

El 25 de agosto el gobierno levantó todos los estados de emergencia, poniendo fin a las restricciones a los derechos civiles.

El 30 de agosto, la Junta, tal como se esperaba, nominó a Augusto Pinochet como el "candidato de consenso" y se anunció que el plebiscito tendría lugar el 5 de octubre.

También se informó que el gobierno ponía fin al exilio a partir del 1 de septiembre.

Un mes de intensa campaña política vivió el país, con una franja de publicidad televisiva que diariamente aseguraba que votar SI implicaba continuar con el progreso y rechazar la vuelta al caos, y otra que planteaba que votar NO significaba que "la alegría ya viene".

El 5 de octubre de 1988 tuvo lugar el trascendental plebiscito que planteó al país la opción de continuidad del general Pinochet hasta 1997. Ganó la opción NO con un 54,6% de la votación y una participación ciudadana superior al 97% del padrón electoral.

# Fortín MAPOCHO Diario

Precio \$ 90 • Fundado en 1947 • Edición N° 826 • Jueves 6 de octubre 1988 • I, II, XI y XII regiones, recargo de \$ 20 por fuera

**AUTOR: EL PUEBLO DE CHILE. INTERPRETE: SOL Y LLUVIA**

## ¡ADIOS GENERAL, ADIOS CARNAVAL!

## GOBIERNO RECONOCIO EL TRIUNFO DEL NO

■ A LAS 2.10 DE LA MADRUGADA: EL NO 53,31%, EL SI 44,34%



El general Pinochet, candidato único, deposita muy creyendo su voto en la urna



También con una sonrisa de oreja a oreja, Ricardo Lagos, del PPD, cumple con su deber cívico



Patricio Aylwin, dirigente máximo del Consorcio por el NO, con el carné en la mano se apresura a votar

**PUEBLO CHILENO  
DIO AYER UNA  
LECCION CIVICA**

Murió el cuento del caos



**DECLARACIONES  
DE PINOCHET,  
LAGOS Y AYLWIN**

Todos votaron tranquilos

A pesar de la tensión vivida en las primeras horas después de conocidos los resultados contrarios al gobierno, ese día se abrió una etapa política nueva ante la perspectiva que Pinochet abandonara la presidencia y fuera remplazado por un mandatario elegido democráticamente —después de casi veinte años— a partir de marzo de 1990.

Cabe recordar que el último presidente elegido por elección popular había sido Salvador Allende, en septiembre de 1970.

## 2. LA MACROECONOMÍA EN UN HORIZONTE DE MEDIANO PLAZO: PROGRAMAS CON EL BANCO MUNDIAL Y EL FMI

Una característica esencial de las políticas económicas del cuatrienio fue su estrecha vinculación con los programas y compromisos negociados con los organismos internacionales, en particular, el Banco Mundial y el FMI.

Pero, además —y de singular relevancia—, fue que los mencionados programas estuvieran orientados al mediano plazo, tal como lo explicaron tempranamente en 1985 los ministros Collados y Escobar:

*“La política económica de los últimos años —ejecutada en el marco de un programa stand by con el FMI— tuvo una orientación eminentemente de corto plazo[...]; realizado ya el ajuste contractivo de gastos y transcurrido un año de fuerte recuperación en la producción y el empleo, corresponde que la política económica vuelva a enfocar su tarea en un horizonte de mediano plazo”<sup>5</sup>.*

Hay que recordar que, a fines de 1984 y comienzos de 1985, a pesar del buen crecimiento del PGB en 1984, la economía había empezado a experimentar, otra vez, un serio desequilibrio en sus cuentas externas, lo cual en cierta forma reforzó la necesidad de buscar soluciones más definitivas.

El ministro Collados, todavía en calidad de “conductor y coordinador del equipo económico”, enfatizó la negociación de un programa de ajuste estructural con el Banco Mundial, el cual, *“en verdad es un ajuste estructural: un vasto esfuerzo de reconversión de nuestra estructura productiva”*<sup>6</sup>.

---

5. Collados, Modesto y Luis Escobar (1985). “Programa económico 1985”, Conferencia de prensa. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 684, febrero, p. 286.

6. Collados, Modesto, Hernán Büchi y Enrique Seguel (1985). “Declaración conjunta de ministros de Economía, Hacienda y el Presidente del Banco Central de Chile.”, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 689, julio 1985, p. 1679.

Lo anterior lo corroboró poco más tarde el ministro Büchi, quien afirmó que la estrategia de mediano plazo descansaría en cuatro pilares fundamentales: un impulso fuerte y permanente de las exportaciones, la movilización de todos los instrumentos para un drástico aumento del ahorro nacional y de la inversión, el fortalecimiento del sector privado y la renegociación, por tres años, de la deuda externa.

Para cada uno de estos pilares se implementarían políticas y medidas específicas.

## Entorno internacional relevante para Chile

La crisis de la deuda externa que desde 1982 afectó a gran parte de los países de la región continuó jugando un rol fundamental en el contexto internacional que enfrentó Chile, especialmente en 1985 y 1986. Ante el cierre de los mercados voluntarios de crédito, fue necesario seguir recurriendo a las renegociaciones de los vencimientos con la banca acreedora y a las negociaciones directas de los gobiernos y bancos centrales con los organismos internacionales.

El “plan *Baker*” fue uno de los pilares destinados a solucionar el problema de la deuda externa a nivel internacional. Como lo señaló el director gerente del FMI, en febrero de 1986:

*“La piedra angular de la constructiva iniciativa adelantada por el Secretario del Tesoro norteamericano, James Baker, en Seúl, el pasado mes de octubre, es la reanudación de los préstamos bancarios netos a los países endeudados que adopten programas de ajuste encaminados hacia el crecimiento”<sup>7</sup>.*

En efecto, el plan *Baker* permitió comprometer a la banca internacional a otorgar financiamiento nuevo de 20 mil millones de dólares a un grupo de países deudores, más nueve mil millones provenientes de los organismos multilaterales, a condición de que adoptaran determinadas políticas de ajuste estructural.

Sin duda Chile se benefició del plan *Baker* —el cual ciertamente exigió una estrecha colaboración de los países deudores con el FMI y el Banco Mundial— en el sentido de lograr obtener el financiamiento externo indispensable para la recuperación y posterior crecimiento.

---

7. De Larosière, Jacques (1986). “Cómo reforzar la estrategia de la deuda externa”, Discurso del Director Gerente del FMI, 3 de febrero de 1986. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 696, febrero, p. 285.



Sin embargo, Chile continuó enfrentando condiciones relativamente desfavorables en cuanto a sus términos de intercambio, en especial durante el bienio 1985-1986.

En este contexto la *Memoria* de 1985 destacó que los problemas que recientemente había enfrentado la economía chilena eran, básicamente, la consecuencia del “*pronunciado y persistente deterioro en el poder de compra de sus exportaciones observado durante los últimos 10 años*”<sup>8</sup>. Además, agregó que, según la Cepal, los índices de los términos de intercambio —con base 100 para el promedio 1965-1974— habían caído a 51 en el decenio 1975-1984 y a 41 en 1985.

El ministro Escobar ya había señalado que, en su opinión, entre 1974 y 1983 el país había dejado de percibir aproximadamente 42 mil millones de dólares —más del doble de la deuda externa neta— a raíz de la caída de los términos de intercambio y la mayor tasa de interés, respecto de la existente en la década precedente<sup>9</sup>.

Solo en 1987 se pudo apreciar un mejoramiento de 7,2% en el índice de los términos de intercambio, el cual se reforzó en 14,8% en 1988<sup>10</sup>.

Gran parte de la explicación del deterioro de los términos de intercambio que enfrentó Chile en los primeros años correspondió al precio del cobre que, con promedios anuales nominales de 62, 64, 62, 81 y 118 centavos de dólar por libra en 1984, 1985, 1986, 1987 y 1988, respectivamente, llegó a un mínimo real en 1986.

La recuperación de 1988 fue inesperada —y muy bienvenida— por su magnitud.

Por otra parte, el precio del petróleo también experimentó significativas fluctuaciones en este período, con fuertes y favorables descensos en 1986 y 1988. Para el ministro Büchi, en 1988 “*el progreso se vio reforzado, sin duda, por la evolución favorable de las condiciones internacionales*”<sup>11</sup>.

Las tasas de interés internacionales experimentaron una disminución, aunque con significativas fluctuaciones, entre 1985 y 1987. Después del *crash* bursátil del 19 de octubre de 1987 se revirtió esa tendencia, aunque el alza fue moderada. La tasa *Libo* pasó de 7,5% en diciembre de 1987 a 9,5% a fines de 1988.

---

8. MABC 1985, p. 18.

9. Luis Escobar (1985a). “Discurso ante el Consejo Económico y Social”. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 686, abril, p. 842.

10. Serrano, Alfonso (1989a). “Perspectivas de la economía mundial y su impacto en Chile”, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 734, abril, p. 905.

11. Büchi, Hernán (1989). “Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública en 1988”, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 731, enero, p. 5.

En opinión del ministro de Hacienda, la economía chilena en 1988 era “una de las pocas de la región que han superado la gran recesión internacional de 1982-83”<sup>12</sup>.

Al respecto, resulta interesante comparar el comportamiento de la economía nacional con la de otros países latinoamericanos, tal como lo publicó el Banco en el *Boletín* de enero de 1989:

## EVOLUCIÓN DEL PIB POR HABITANTE EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

(tasa anual de crecimiento y variación acumulada)

Región	1984	1985	1986	1987	1988	1981-1988
<b>América Latina (sin Cuba)</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,5</b>	<b>-6,6</b>
<b>Países exportadores de petróleo</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-3,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,4</b>	<b>-12,5</b>
México	1,2	0,2	-6,1	-0,8	-1,7	-10,6
Perú	2,1	-0,3	6,2	3,8	-9,8	-13,6
Venezuela	-4,2	-1,4	4,0	0,3	2,3	-14,6
<b>Países no exportadores de petróleo</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>4,6</b>	<b>1,0</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,9</b>
Argentina	0,8	-5,8	4,4	0,3	-0,8	-15,2
Brasil	3,4	6,0	5,8	0,7	-2,3	1,5
Chile	4,3	0,7	3,6	3,7	4,5	1,9
Uruguay	-2,0	-0,6	6,3	4,5	-0,8	-9,8

Fuente: Cepal.

## El programa de ajuste estructural: “*Structural Adjustment Loan*” (SAL)

En una declaración conjunta de los ministros de Economía y de Hacienda y del presidente del Banco Central, el 28 de junio de 1985, se dio a conocer al país un resumen de los aspectos fundamentales del programa de “ajuste estructural” o “*Structural Adjustment Loan*” (SAL) con el Banco Mundial.

Asimismo, se incluyó en dicha declaración un listado de los compromisos acordados con el FMI en el contexto del programa macroeconómico 1985-1987 y del crédito denominado de “servicio ampliado” o “*Extended Fund Facility*” (EFF), que se otorgaría al Banco Central<sup>13</sup>.

Entre los principales puntos establecidos en el SAL, que contempló tres etapas con convenios de crédito por 250 millones de dólares cada una, se enfatizaron las medidas

12. Büchi, Hernán (1988c). “Discurso de clausura de la conferencia de inversiones en Chile”, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 723, mayo, p. 1201.

13. Collados, Modesto, Hernán Büchi y Enrique Seguel (1985). *Op. cit.*, p. 1680.

tendientes a apoyar el desarrollo del sector exportador y el incremento del ahorro del sector público.

Las políticas y/o metas básicas acordadas en la denominada “Carta de Políticas” fueron, principalmente, las siguientes:

- a) desarrollo de las exportaciones basado en una política de tipo de cambio alto y flexible, comercio externo libre de restricciones, y estímulos tales como devolución de impuestos y reintegros;
- b) incremento del ahorro interno: aumento del ahorro público —se previó para 1986 un ahorro público de alrededor del 4,5% del PGB y se identificaron cinco grandes empresas públicas que *“serán asistidas en mejorar la definición de sus objetivos y estrategias de desarrollo”*—, reforma tributaria para incentivar reinversión de utilidades, nuevo sistema previsional, e inflación no superior a 20% anual;
- c) políticas de inversión y desarrollo sectorial —programa trienal 1985-1987— inversión pública de alrededor del 7% del PGB, y sectores prioritarios: minería, obras públicas y energía, y
- d) saneamiento financiero: reestructuración financiera para empresas privadas viables — con apoyo de un crédito especial del Banco Mundial—, reducción gradual de subsidios al sistema financiero y a los deudores, y capitalización de bancos.

En otras materias, el SAL dispuso que en el presupuesto de 1986 debería incluirse *“un mecanismo de estabilización para suavizar los altibajos del precio del cobre en el fisco y la economía chilena: Fondo de Compensación de retornos del cobre, administrado por el Banco Central”*.

Los dos convenios —SAL y EFF— estuvieron presentes durante gran parte del cuatrienio y constituyeron la base de casi todas las reformas y políticas económicas.

## Auspiciosos resultados en el contexto del programa de ajuste estructural

Los cuatro años de este período fueron de crecimiento del PGB, inflación relativamente moderada para los estándares históricos, disminución del desempleo, aumento del ahorro interno y retorno a los principales equilibrios macroeconómicos. Lo anterior, sin embargo, en un contexto internacional exigente que solo hacia el final dejó espacios para el aumento del consumo.

La *Memoria* de 1985 destacó que

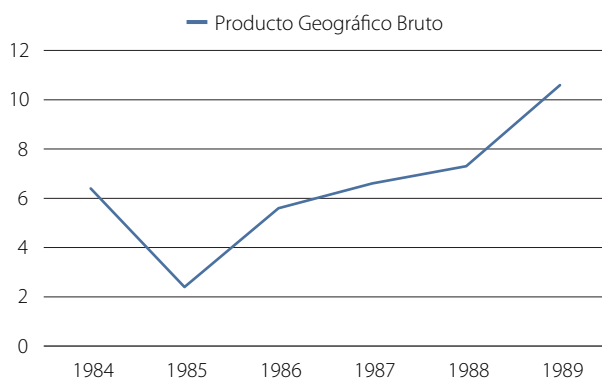
*“El gobierno ha llevado adelante un programa de reforma estructural que recoge las experiencias acumuladas desde 1975 y que, paso a paso, está dando*

*solución a los agudos problemas generados por la crisis de 1982-1983, a la vez que estableciendo los fundamentos de un crecimiento con austeridad”<sup>14</sup>.*

Ese año se desaceleró el alto crecimiento alcanzado en 1984 (6,4%) y se registró un modesto 2,4%. Las autoridades, sin embargo, consideraron destacable que se hubiera evitado una recesión, tomando en cuenta la caída en los precios reales de las exportaciones y el riguroso ajuste realizado en las cuentas externas.

Ello permitiría que en los años siguientes se registraran sustanciales progresos, como se aprecia en el siguiente gráfico.

**GRÁFICO VII-1. PRODUCTO GEOGRÁFICO BRUTO**  
(variación porcentual anual)



Fuente: *Indicadores económicos y sociales 1960-2000*, Banco Central de Chile.

El ministro Büchi volvió a subrayar en el estado de la Hacienda Pública de 1986 que *“la marcha de la economía durante 1986 refleja los frutos del programa de reforma estructural aplicado con dedicación desde 1985”<sup>15</sup>.*

Al año siguiente, en su exposición del estado de la Hacienda Pública de 1987, el ministro señaló respondiendo a algunos críticos que le asistía el convencimiento de que los instrumentos de política económica aplicados eran los adecuados a la realidad económica presente, aunque

*“[...] ciertamente ellos no satisfacen las preferencias ideológicas ni de los que abogan por un utópico Estado ausente del quehacer económico ni de los*

---

14. MABC 1985, p. 18.

15. Büchi, Hernán (1986b). “Estado de la Hacienda Pública 1986”. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 706, diciembre, p. 3097.

que lo preferirían ver involucrado en la planificación detallada y selectiva del desarrollo económico<sup>16</sup>.

Ese año se subrayó también que el producto había superado el récord histórico de 1981, habiendo concluido la etapa de la recuperación cíclica de la economía. El producto *per cápita*, sin embargo, todavía era inferior al máximo histórico<sup>17</sup>.

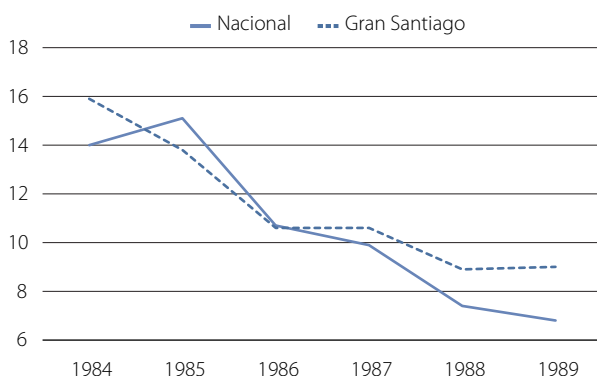
Además del “crecimiento con austeridad”, las autoridades económicas exaltaron permanentemente la evolución de las diversas cifras macroeconómicas que reflejaban los logros del programa de ajuste estructural.

El mayor crecimiento relativo de los sectores transables fue considerado un indicador contundente del fuerte impulso exportador que se registró en ese período.

En el área laboral, se experimentó una persistente mejoría en la ocupación, tal como lo demostraron las cifras de desocupación tanto en el país como en el Gran Santiago.

Cabe subrayar que hacia fines de 1985 había casi 270 mil personas empleadas en los programas especiales de empleo —el programa de empleo mínimo (PEM) y el programa de ocupación de jefes de hogar (POJH)— mientras que en diciembre de 1988 estos incluían solo algo más de 20 mil personas, con una reducción de 80 mil en relación con el año anterior.

**GRÁFICO VII-2. TASA DE DESOCUPACIÓN**  
(porcentaje sobre la fuerza de trabajo)



Fuente: Nacional: Instituto Nacional de Estadísticas (cifras al trimestre octubre-diciembre de cada año). Gran Santiago: Departamento de Economía Universidad de Chile (cifras a diciembre de cada año).

16. Büchi, Hernán (1988a). “Estado de la Hacienda Pública 1987”, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 719, enero, p. 6.

17. Büchi, Hernán (1989). *Op. cit.*, p. 23.

Las remuneraciones reales, como se aprecia en el siguiente cuadro, continuaron deprimidas durante gran parte del período.

## REMUNERACIONES

Año	Índice de remuneraciones			Índice del salario mínimo real urbano
	Índice real <sup>(*)</sup>	Variación nominal (%)	Variación real (%)	Base 1984:100
1984	104,5	20,0	0,3	100,0
1985	100,0	25,1	-4,5	94,7
1986	102,1	22,0	2,0	91,2
1987	101,9	19,7	-0,2	85,6
1988	108,6	22,2	6,5	91,0

(\*) Base 1985: 100. Deflactado por el IPC.  
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

No obstante, a mediados de 1986, el Banco comentó que

*“Las remuneraciones del sector público se han reajustado recientemente de acuerdo a la inflación esperada, lo cual refleja la apreciación de la autoridad en el sentido de que las remuneraciones reales han tocado fondo y deben iniciar prontamente una gradual recuperación”<sup>18</sup>.*

El índice que llegó a un mínimo en 1985, empezó luego a recuperarse, con intermitencia, hasta mostrar un franco incremento en 1988.

## Favorable evaluación final de las metas del SAL: ahorro e inversión

En diciembre de 1988 terminó de desembolsarse el último tramo del crédito SAL, que por un total de 750 millones de dólares se había negociado a comienzos de 1985.

Al hacer un balance del período 1985-1988, el Banco recordó que en los meses inmediatamente anteriores a la nueva gestión —la de Hernán Büchi como ministro de Hacienda— una severa oleada de incertidumbre había detenido el proceso de reactivación económica que venía observándose desde mediados de 1983, producto de una nueva caída en el precio del cobre, de una nueva alza en las tasas de interés internacionales y de la consiguiente acumulación para los años siguientes de un volumen de necesidades de financiamiento externo que era generalmente considerado inabordable.

---

18. MABC 1985, p. 21.

En términos cuantitativos, la evaluación del comportamiento económico del cuatrienio fue muy positiva:

*“El programa de Ajuste Estructural se propuso poner en marcha un conjunto de medidas realistas para dar solución duradera a los urgentes problemas de desempleo y endeudamiento [...]” “El programa se propuso poner nuevamente en marcha la actividad económica a través de la exportación, la inversión y el ahorro. A continuación se presenta el cumplimiento de cada una de estas metas”<sup>19</sup>:*

## LOS FACTORES DEL PROGRESO

Especificación	1984	1985	1986	1987	1988
<b>Exportaciones</b>					
Exportaciones de bienes <i>fob</i> (US\$ millones)	3.659	3.804	4.199	5.224	7.052
Crecimiento volumen exportado no cobre (%)	9,6	14,3	16,8	11,4	11,6
<b>Ahorro</b>					
Ahorro nacional bruto (% PGB)	3,0	5,4	8,1	12,6	16,2
Déficit público (% PGB) (pesos corrientes)	4,4	2,6	1,9	1,2	0,5
<b>Inversión</b>					
Inversión capital fijo (% PGB) (pesos corrientes)	12,3	14,2	14,6	16,0	16,3

Fuente: *Boletín Mensual Banco Central de Chile*, abril 1989, p. 922.

El ahorro y la inversión experimentaron notables aumentos en el cuatrienio.

El ahorro nacional —el aporte de los chilenos al financiamiento de la inversión— pasó de 3% del PGB en 1984 a 16,2% en 1988, bajando la dependencia del ahorro externo o déficit en cuenta corriente desde el 10,7 a 0,8% del PGB en igual período.

La formación bruta de capital fijo pasó de representar 12,3% del PGB en 1984 a 16,3% en 1988, fruto del incremento en la inversión privada, con una inversión pública prácticamente constante como proporción del PGB, alrededor de 6 a 7%.

Otro pilar básico del programa de ajuste estructural fue el logro del equilibrio en el sector público, intentando, además, disminuir los gastos corrientes e incrementar la inversión pública. Las cifras demostraron, también en esta área, un satisfactorio comportamiento.

19. *BMBC*, abril 1989, p. 919. Evolución macroeconómica de Chile en 1985-1988.

De hecho, el déficit público como proporción del PGB pasó de 4,4% en 1984 a 2,6; 1,9; 1,2 y 0,5% en los cuatro años siguientes.

Para el ministro Büchi, durante los últimos años *“la política fiscal ha impuesto austeridad en el gasto público, ha estimulado la eficiencia en la asignación de la inversión pública y ha rebajado el peso de la carga tributaria”*<sup>20</sup>.

En el período hubo una baja de gastos corrientes del gobierno central desde 29,5 a 24% del PGB, entre 1985 y 1988.

Hubo varias rebajas tributarias, entre las cuales sobresalieron las de aranceles, la del IVA —bajó de 20 a 16% en 1988— a la contratación de mano de obra, a los combustibles y la racionalización y rebaja de impuestos a la renta de empresas y personas.

La inversión pública aumentó en términos reales para situarse alrededor de 6 a 7% del PGB. Además, se creó el Fondo de Estabilización del Cobre.

Los diversos componentes de la balanza de pagos, foco principal de los programas de ajuste, tuvieron un comportamiento que fue considerado notable por las autoridades.

El déficit en cuenta corriente, que había superado los 2.000 millones de dólares en 1984 se redujo a menos de 170 millones de dólares en 1988. Visto de otra manera, dicho déficit evolucionó desde más de 10% del PGB en 1984 a cifras, como proporción del PGB, de 8,3; 6,5; 4,3 y 0,8% en los cuatro años siguientes.

El ajuste en las cuentas externas se logró como consecuencia, principalmente, de un importante incremento de las exportaciones.

El crecimiento del volumen exportado no cobre superó el 15% anual en el bienio 1985-1986 y el 11% anual en el bienio siguiente. La exportación de bienes y servicios que representaba 24% del PGB en 1984, llegó a 37% en 1988. El superávit en la balanza comercial, que había sido menos del 2% del PGB en 1984, se empujó a más del 10% en 1988. El presidente Seguel recordó que el volumen físico de las exportaciones no cupreras creció a un ritmo de alrededor de 14% anual en el período 1985-1988 y que el número de exportadores pasó de 2100 a más de 3700 en ese período<sup>21</sup>.

---

20. Büchi, Hernán (1989). *Op. cit.*, p. 14.

21. Seguel, Enrique (1989a). “Política cambiaria para 1989”. Declaración de prensa, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 731, enero, p. 29.



### 3. EL BANCO CENTRAL CUMPLE ROL ESENCIAL EN LA IMPLEMENTACIÓN DEL AJUSTE ESTRUCTURAL

Para el Banco Central, el cuatrienio 1985-1988 fue un período con características —en muchos aspectos importantes— muy diferentes al de la mayor parte de los años del gobierno militar.

Especial mención merece el conjunto de políticas razonablemente ordenadas y con una visión de mediano plazo que perduró en el contexto de un programa de ajuste estructural comprometido con organismos internacionales, el Banco Mundial y el Fondo Monetario.

Al considerar las políticas y medidas específicas aplicadas durante el ajuste con crecimiento de este período, surge el Banco como institución clave en su implementación.

El Banco Central actuó como contraparte principal del FMI en la elaboración, revisión y control de los sucesivos programas macrofinancieros; tuvo la responsabilidad de poner en práctica las políticas cambiaria, monetaria y de comercio exterior indispensables para cumplir las metas comprometidas; elaboró, mediante modelos *ad hoc*, las proyecciones de mediano plazo necesarias para las negociaciones con los organismos y los acreedores internacionales; continuó participando en la normalización del sistema bancario nacional y en la elaboración de una renovada legislación financiera; lideró el proceso de renegociación de la deuda externa; canalizó directa e indirectamente gran parte de los nuevos recursos obtenidos en el exterior, y creó y administró innovadores mecanismos de conversión y disminución de la deuda externa.

El presidente Seguel así lo corroboró ante los inversionistas extranjeros, al señalar que al Banco le correspondió impulsar un programa económico que restableciera la credibilidad y la confianza, y que privilegiara la estabilidad de las condiciones económicas. En particular, según el presidente, el Banco impulsó

*"[...] un manejo monetario conducente a garantizar un importante grado de estabilidad en los medios de pago, [...] fortalecer las cuentas externas y, al mismo tiempo, colaborar con la recuperación del sistema financiero nacional"*<sup>22</sup>.

Hay que señalar que durante este período el Banco también se abocó a preparar el anteproyecto de la nueva Ley Orgánica Constitucional (LOC), tema que se tratará en el capítulo siguiente.

---

22. Seguel, Enrique (1988a). "Discurso de apertura de la Conferencia de Inversiones en Chile", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 723, mayo, p. 1197.



Archivo del Banco Central de Chile.

Conferencia de prensa del Banco Central de Chile. De izquierda a derecha: el vicepresidente Alfonso Serrano, el presidente Enrique Seguel, y el director de Estudios, Juan Andrés Fontaine.

Quizás todo lo anterior no habría sido posible si, al contrario de lo sucedido en el período 1982-1984, durante esta etapa no hubiera existido gran continuidad en los cargos clave del Comité Ejecutivo y en la planta de los principales ejecutivos y profesionales.

En la presidencia se mantuvo durante todo el período el general Enrique Seguel y lo mismo sucedió en la vicepresidencia con el economista Alfonso Serrano.

Ambos fueron designados en enero de 1985 y sucedieron a Francisco Ibáñez y Felix Ruiz, respectivamente.

En la gerencia general fue reemplazado, después de más de once años en el cargo, el coronel Carlos Molina, por Jorge Court, en 1985, y este, en 1986, por Jorge Correa, ambos también uniformados.

Al inicio del período había seis directores y catorce ejecutivos con rango de gerente. Los directores eran: José Luis Corvalán (Administrativo); Fernando Escobar (Política Financiera); Francisco Garcés (Internacional); Claudio Pardo (Asesor del Comité Ejecutivo); Santiago Pollman y posteriormente Joaquín Cortés (Operaciones); Gustavo Díaz (Comercio Exterior y Cambios Internacionales); Hernán Somerville (Coordinador Deuda Externa); y Enrique Tassara (Representante Financiero Oficina Nueva York).

En el transcurso del cuatrienio destacó la creación de la dirección de Estudios, en julio de 1986, donde fue promovido el gerente y economista Juan Andrés Fontaine<sup>23</sup>.

## **Innovaciones en proyecciones y estadísticas económicas. Un modelo macroeconómico y el nacimiento del Imacec**

Ya se ha hecho referencia a la intensa participación que tuvo el Banco durante este período en las negociaciones que con inédita frecuencia se desarrollaron con los organismos internacionales, en particular con el FMI.

En ese contexto, los profesionales de la institución elaboraron un modelo macroeconómico que les permitió proyectar las principales variables, y corregirlas periódicamente.

En 1985 se publicó una primera versión de las "*Proyecciones de mediano plazo 1985-1990*". Al respecto, el Banco explicó que

---

23. *Recuadro VII.*

*"[...] estas proyecciones se derivan de un modelo macroeconómico desarrollado en el Banco Central, el que integra los sectores interno y externo de la economía. El objetivo del modelo es proporcionar un conjunto de proyecciones que compatibilice el ahorro externo de que dispone la economía, con el ahorro doméstico necesario para lograr niveles de inversión que permitan un crecimiento económico sostenido"<sup>24</sup>.*

El modelo macroeconómico permitió elaborar y publicar diversos cuadros con proyecciones que abarcaron, para el sexenio referido, los principales supuestos para la economía mundial y las condiciones económicas internas, los resultados más relevantes de un escenario básico y luego diversos análisis de sensibilidad.

A manera de ilustración, se reproduce aquí uno de los cuadros con las estimaciones del modelo de proyección, publicado en julio de 1985.

## LA ECONOMÍA INTERNA: INDICADORES GLOBALES

Tasas de crecimiento porcentual real

Especificación	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
PGB	6,3	4,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Inversión	75,2	-8,8	16,4	15,9	22,1	19,7	15,4
Consumo	1,3	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Exportación de bienes y servicios	6,8	6,1	6,1	7,8	5,6	7,4	6,1
Importación de bienes y servicios	16,5	3,7	3,7	6,6	10,1	12,1	7,9

Fuente: *Boletín Mensual del Banco Central de Chile*, julio 1985, p. 1699. Documento elaborado con información disponible a marzo de 1985.

En febrero de 1987 se publicó un nuevo documento con proyecciones de mediano plazo 1986-1990, basado en el mencionado modelo macroeconómico desarrollado en el Banco. En dicha oportunidad, el Banco corroboró que el modelo tenía el propósito de *"servir de base para las conversaciones que se sostendrán con la comunidad financiera internacional, con respecto al financiamiento del programa económico de mediano plazo de la economía chilena"*<sup>25</sup>.

Ejemplo de uno de los cuadros dados a conocer en esa oportunidad, fue el siguiente.

24. *BMBC*, julio 1985, p. 1694. Proyecciones de mediano plazo 1985-1990.

25. *BMBC*, febrero 1987, p. 307. Proyecciones de mediano plazo 1986-1990.

## FUENTES DE FINANCIAMIENTO EXTERNO BRUTO

(US\$ millones)

Especificación	1985	1986	1987	1988	1989	1990
<b>Requerimientos brutos de financiamiento</b>	<b>1.752</b>	<b>1.691</b>	<b>1.430</b>	<b>1.426</b>	<b>1.506</b>	<b>1.473</b>
Inversión extranjera	62	46	80	88	130	140
Fuentes oficiales	549	536	610	617	517	517
Créditos de proveedores	140	225	227	259	290	325
Otros ingresos	67	27	30	36	37	39
Flujos netos de corto plazo	219	485	153	105	118	146
Cambio neto en activos externos	199	302	30	30	0	0
Residuo a financiar	714	371	330	320	413	306

Fuente: *Boletín Mensual del Banco Central de Chile*, febrero 1987, p. 307. Documento elaborado en noviembre de 1986,

Por otra parte, también cabe destacar que, en enero de 1987, el Banco publicó, por primera vez, el Indicador Mensual de Actividad Económica (Imacec), elaborado por el Departamento de Cuentas Nacionales. Se recalcó que este indicador debía cumplir un importante papel en la medición económica de coyuntura, ya que

*"[...] sistematiza información mensual, actualmente dispersa, de distintas actividades o sectores económicos. De esta manera, reúne alrededor de 120 series estadísticas, alcanzando una cobertura aproximada del 83% del Producto Geográfico Bruto"<sup>26</sup>.*

Sin duda, se trató de un hito en las estadísticas de medición oportuna de la actividad económica.

### El escenario del "programa de facilidad extendida" con el FMI: 1985-1987

Hernán Büchi, en un informe a la comunidad bancaria internacional a fines de junio de 1985, comunicó que la gerencia del FMI había aprobado los términos del convenio *Extended Fund Facility* (EFF) con Chile para los años 1985-1987, el cual autorizaría al país para desembolsar 750 millones de DEG, equivalente a unos 800 millones de dólares<sup>27</sup>.

26. *BMBC*, enero 1987, p. 13.

27. Büchi, Hernán (1985a). "Programa macroeconómico de Chile 1985-1987 y su financiamiento, 28 de junio de 1985", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 689, julio, p. 1688.

El EFF, o “facilidad ampliada”, o “programa de facilidad extendida”, como su nombre lo indica, consistió en una modalidad crediticia que estableció el FMI para países con problemas estructurales de balanza de pagos, que requerían medidas y compromisos de políticas más allá de un año —como eran los períodos típicos de los acuerdos *stand by*— y plazos de repago más prolongados.

El ministro aseguró a los banqueros que tanto las autoridades económicas chilenas como los organismos internacionales involucrados “*esperan del programa diseñado significativos resultados*”. El EFF había sido cuidadosamente coordinado con el SAL acordado con el Banco Mundial.

El crecimiento del PGB se estimó en rangos de 2-4% en 1985, 3-5% en 1986 y 1987, y de 5-6% en los años finales de la década. El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos “*debe bajar desde 10,6% del PGB en 1984 a 5,4% en 1987 y a 3,2% en 1990*”. La deuda externa debía disminuir —en relación al PGB— desde alrededor de 98% en 1984 a 78% en 1990.

Más específicamente, el programa *EFF* contempló aplicar un “*conjunto coherente de políticas macroeconómicas*” durante el trienio 1985-1987, que comprendió:

- a) mantención de una política de tipo de cambio real elevado;
- b) reducción gradual de la tasa arancelaria promedio hacia una “tasa baja y uniforme”;
- c) riguroso ajuste fiscal que contribuya a elevar el ahorro interno: reducir el déficit del sector público consolidado desde 4,4% del PGB en 1984, a virtualmente 0 en 1987;
- d) saneamiento del sector financiero interno;
- e) política monetaria compatible con los objetivos de crecimiento e inflación, y con tasas de interés internas similares a las externas;
- f) eliminación de algunas restricciones existentes en el área de pagos y cambiaria, y
- g) erradicación de algunos subsidios que perduran en el área financiera<sup>28</sup>.

Sin perjuicio de los programas macrofinancieros al modo del FMI que se elaboraban todos los años y las metas que se controlaban trimestralmente, las políticas cambiaria y monetaria del trienio mantuvieron una importante estabilidad.

## La política cambiaria destinada a mantener un tipo de cambio real alto

En cuanto a la política cambiaria, ella fue considerada, desde el inicio del ajuste estructural, como uno de los pilares del desarrollo exportador.

---

28. *BMCB*, julio 1985, p. 1709.

La política cambiaria que se aplicó durante el cuatrienio 1985-1988 continuando la iniciada en 1984, correspondió a una de bandas de fluctuación con una paridad central<sup>29</sup>.

Específicamente, el Banco Central establecía una paridad central, o tipo de cambio de referencia, que se reajustaba diariamente según la inflación del mes previo menos la inflación externa relevante, de manera de "mantener un tipo de cambio real constante".

En el mercado, el tipo de cambio podía fluctuar alrededor de la paridad central de acuerdo con la banda de fluctuación permitida por el Banco, la cual fue de +/- 2% a partir de junio de 1985.

La administración de esta política fue, sin embargo, lo suficientemente flexible como para admitir "relineamientos" discretos de la paridad central y también modificaciones al ancho de la banda. Así fue como el período se caracterizó por varias devaluaciones discretas tendientes a mantener "alto" el tipo de cambio real, ante la principal prioridad que era conseguir el ajuste en las cuentas externas.

En relación a este tema, el economista Klaus Schmidt-Hebbel comentó, en retrospectiva, que

*"La adopción de la banda cambiaria reptante por el Banco Central a mediados de los años 1980 se hizo para promover y proteger un tipo de cambio real competitivo, haciendo frente a una aguda restricción de recursos externos y un muy elevado desempleo. Con el relajamiento de la restricción financiera externa y el alcance del pleno empleo en torno al año 1990, el objetivo de tipo de cambio real fue perdiendo importancia frente al reforzamiento del objetivo inflación, lo que llevó al Banco Central a adoptar una meta de inflación explícita a partir de 1991"<sup>30</sup>.*

Asimismo, Vittorio Corbo y Stanley Fischer destacaron los factores que a su juicio hicieron posible una gran devaluación real sin una aceleración inflacionaria: "se combinó un fuerte ajuste fiscal, la eliminación de la indexación salarial en 1982 y la persistencia de un considerable desempleo, al menos hasta 1987". En la práctica, a diferencia de otros países latinoamericanos, las autoridades chilenas no tuvieron que utilizar la aceleración inflacionaria para bajar los salarios reales y hacerlos consistentes con un más alto tipo de cambio real<sup>31</sup>.

---

29. Vergara, Rodrigo (1994). "Política cambiaria en Chile: la experiencia de una década (1984-1994)", *Estudios Públicos* N° 56, CEP.

30. Schmidt-Hebbel, Klaus (2006). "La gran transición de regímenes cambiarios y monetarios en América Latina", *Documentos de política económica* N° 17, Banco Central de Chile, septiembre, p. 12.

31. Corbo, Vittorio y Stanley Fischer (1993). "Lessons from the Chilean Stabilization and Recovery", *Documento de Trabajo* N° 158, Pontificia Universidad Católica de Chile, Instituto de Economía, agosto, p. 38.

## La nueva política monetaria con la meta de tasas reales de interés

A partir de febrero de 1985, el Banco introdujo importantes modificaciones en la implementación de su política monetaria, las que perduraron por varios años y fueron el inicio de una decisiva modernización en dicha área. El director de Estudios, Juan Andrés Fontaine, relata que ya a mediados de 1984 presentó un memorándum interno donde propuso lo fundamental de esa nueva política. El documento planteaba en su primer punto que

*"[...]la política monetaria del Banco Central debe administrarse en función de determinadas metas de tasas de interés. En las actuales condiciones financieras, caracterizadas por una inestable demanda de dinero, dicha política es la que mejor asegura que la liquidez generada por el Banco Central coincide con los requerimientos del mercado"*<sup>32</sup>.

Fontaine recordó también que en los últimos años la tendencia mundial había sido que los bancos centrales —uno a uno— fueron silenciosamente archivando sus metas monetarias y concentrándose en las tasas de interés y el tipo de cambio.

Destacó que *"en Chile avanzamos paralelamente en la misma dirección, pero dimos un paso más allá: nos concentramos en la tasa real de interés. Esto suena notoriamente herético"*<sup>33</sup>. La razón, sin embargo, es que en Chile *"hay un uso masivo de instrumentos financieros reajustables, lo que permite observar la tasa real 'ex ante' de interés de mercado"*.

De esta manera, en el quinquenio 1985-1989 la política monetaria orientó las tasas reales de interés y *"la señal de tasa de interés del Banco Central se transformó en un factor determinante de las decisiones de gasto de los agentes económicos"*.

Por otra parte, como ya se ha mencionado, el diseño del llamado "Programa Monetario" durante gran parte del quinquenio estuvo basado en la metodología propia del FMI. Para nuestra discusión, acota Fontaine, es crucial la determinación del objetivo de tasa de interés y su eventual modificación. El procedimiento para la confección del programa monetario lo explica de la siguiente manera:

- 1) se determinan los objetivos finales del programa macro: crecimiento PGB, déficit de cuenta corriente de balanza de pagos, e inflación;
- 2) para lo anterior se debe considerar la capacidad productiva ociosa, la demanda de importaciones asociada al crecimiento del PGB (suponiendo un tipo de cambio), la

---

32. Fontaine, Juan Andrés (1991). "La administración de la política monetaria en Chile, 1985-1989", *Cuadernos de Economía*, PUC, Año 28, abril, p. 126.

33. *Ibid.*, p. 113.



- capacidad de financiar las importaciones (con la restricción de la deuda externa), y la inercia inflacionaria;
- 3) como se sabe, el déficit en cuenta corriente de balanza de pagos equivale al exceso de gasto de la economía;
  - 4) la política fiscal determina el exceso de gasto del sector público;
  - 5) el residuo es el exceso de gasto del sector privado y, entre muchas variables que inciden en él, está la tasa de interés real (curva IS). La política monetaria tendrá inevitablemente un carácter iterativo, de *fine tuning* (el “arte” de la banca central);
  - 6) la confección del programa monetario exige algunos pasos adicionales: con el crecimiento del PGB, inflación y tasa de interés real se puede estimar la demanda de circulante y los activos domésticos netos del Banco Central (de acuerdo a la proyección de activos internacionales netos según la balanza de pagos)<sup>34</sup>.

Una vez confeccionado el Programa Monetario, su ejecución se ejerció mediante la intervención del Banco Central en el mercado con una variedad de instrumentos, muchos de los cuales han perdurado en el tiempo. En efecto, la regulación de la liquidez del sistema financiero se llevó a cabo mediante diversos mecanismos de expansión y contracción. En general, la existencia de “ventanillas” abiertas de venta de pagarés a precios determinados aseguraba que cualquier exceso de liquidez fuera captado automáticamente por el Banco Central. Para la eliminación de eventuales déficits de liquidez, el sistema contaba con algunas válvulas de ajuste, tales como el mecanismo de los *swaps*, redescuento, líneas especiales y operaciones de mercado abierto<sup>35</sup>.

La implementación diaria de la política monetaria se efectuaba a través de los siguientes instrumentos:

- i) Por una parte, el Banco ofrecía por ventanilla —sin límite de cupos— pagarés reajustables (PRBC) a 90, 180 y 360 días, y pagarés descontables (PDBC) a menor plazo, todos a una tasa de interés real predeterminada (una suerte de piso para las tasas de captación del sistema financiero); El principal de estos instrumentos para ejercer la labor de orientación de las tasas reales de interés y regular la liquidez del sistema financiero fue el PRBC a 90 días.

En el caso de los PDBC, las operaciones de mercado abierto se efectuaban sobre la base de licitaciones semanales a tasas nominales mensuales, compatibles con las tasas reales vigentes y las expectativas de inflación a 30 días.

- ii) como el mecanismo anterior era asimétrico, para evitar que los déficits de liquidez elevasen la tasa por sobre el nivel meta se dispuso de una mezcla de

---

34. *Ibid.*, p. 116.

35. *BMBC*, mayo 1988, p. 1209.

instrumentos automáticos y mecánicos: subsistió como instrumento de la política monetaria —dirigido a proveer liquidez— la línea de crédito automático de liquidez o “redescuento”, con sus tres tramos de tasas crecientes de interés. El monto máximo de estos préstamos a un día era igual al 60% de las obligaciones de encaje del respectivo banco.

- iii) Las operaciones de *swaps* de monedas también se convirtieron en un instrumento más de que disponía el Banco para afectar la liquidez de corto plazo, mediante la compra de dólares por períodos cortos con pacto de retroventa a un tipo de cambio predeterminado. Se trataba de convertir a pesos libres de riesgo de cambio las divisas captadas por los bancos desde el exterior o en el mercado interno. Estos instrumentos actuaban como válvulas automáticas de generación de liquidez a un determinado costo.

Aunque los *swaps* nacieron con un objetivo distinto al manejo monetario (garantizar tipo de cambio y atraer reservas internacionales), con el tiempo devinieron también en un mecanismo más para influir sobre la liquidez modificando las comisiones cobradas o el interés pagado.

- iv) como lo anterior era limitado, ante déficit mayores de liquidez el Banco Central otorgaba líneas especiales de crédito de corto o mediano plazo y rara vez operaciones de mercado abierto.
- v) Aunque no tuvieron modificaciones significativas durante el cuatrienio 1985-1988, no se puede dejar de mencionar a las tasas de encaje y reserva técnica como instrumentos monetarios. En el caso de los encajes, se aplicaba la tasa de 10% a los depósitos y captaciones a la vista (cuentas corrientes) y 4% para los depósitos y captaciones de más de treinta días y menos de un año plazo. El Banco pagaba interés sobre el encaje a una tasa que fluctuaba entre 40 y 100% de la tasa del primer tramo de redescuento. La reserva técnica —que podía constituirse con documentos de corto plazo del Banco y/o de Tesorería— equivalía a un encaje de 100% para las obligaciones a la vista que superaban el límite de 2,5 veces el capital pagado y reservas del respectivo banco.

El Banco Central evaluaba en todo momento si las tasas de interés de mercado eran las apropiadas. ¿Cómo? El concepto fundamental era que la tasa de interés real de captación en el mercado doméstico nunca fuera inferior al costo real del crédito externo de corto plazo, traducido a pesos, según la regla cambiaria imperante y ajustado por la percepción del riesgo país. Lo contrario sería alentar una inconveniente salida de capitales. En determinadas circunstancias se podía considerar aconsejable que la tasa interna superara a la externa. ¿En cuánto? En eso entraban en consideración varios factores: conveniencia de mantener o no los objetivos generales del programa (crecimiento, inflación, balanza de pagos) a la luz de nuevos antecedentes; grado observado a la fecha de cumplimiento de esos objetivos, y la evolución futura previsible en dichas variables objetivo. En esta última consideración es en la que jugaba un papel crucial la estimación de la demanda

de dinero y su continua actualización: ¿exceso de oferta de dinero? Aconsejaba un alza en la tasa de interés. Esa tarea era la más difícil: “discernir las causas de una desviación de la cantidad de dinero respecto de su nivel proyectado”<sup>36</sup>.

En definitiva, la tasa del PRBC 90 era determinada por el Comité Ejecutivo “tomando en cuenta distintos indicadores de la evolución de la economía y el gasto, así como el nivel de las tasas de interés externas”<sup>37</sup>.

## 4. ESTRICTO CUMPLIMIENTO DE LAS METAS ANUALES

Los años 1985, 1986 y 1987 se caracterizaron por el “buen comportamiento” de Chile en relación con sus compromisos con el Fondo.

Pero también, en cada uno de esos años hubo hechos fundamentales a destacar.

### Hitos de 1985: importante baja en las tasas reales de interés y dos devaluaciones discretas

El Banco se involucró resueltamente en los programas macrofinancieros negociados con el FMI, esta vez en la forma de convenios *stand by* “extendidos”. Con dificultades en el cumplimiento de las metas cuantitativas en 1985, posteriormente negoció y cumplió bien con los objetivos que trimestralmente debía informar a la comunidad financiera internacional.

En cuanto a las metas cuantitativas específicas para 1985, el EFF contempló: i) un límite para el déficit del sector público no financiero equivalente a 3,5% del PGB, el cual se amplió desde 3% debido a un sismo ocurrido el 3 de marzo; ii) un máximo de expansión de los Activos Internos Netos del Banco Central de 175 mil millones de pesos, y iii) un límite del endeudamiento de corto plazo del sector público no financiero y del Banco del Estado de 67 millones de dólares.

Importante resulta señalar que el crédito interno del Banco al sistema financiero creció ese año en alrededor de 200%, reflejando fundamentalmente las pérdidas del subsidio del dólar preferencial. Ello se financió básicamente con la emisión de papeles de mediano

---

36. Fontaine, Juan Andrés (1991). *Op. cit.*, p. 119.

37. Magenzo, Igal (1997). “La política monetaria en Chile en la década de los noventa: Objetivos, Herramientas e Indicadores”, *Serie de Estudios Económicos* N° 41, Banco Central de Chile, junio.

plazo, con lo cual se acotó el efecto liquidez y se pospuso y diluyó a través del tiempo el impacto de la crisis<sup>38</sup>.

En 1985, el dinero real aumentó menos de lo esperado, “*afectado aparentemente por una reducción en su demanda*”, tanto por el débil comportamiento de la actividad como por un mayor costo de mantener dinero. El M7, en cambio, tuvo un aumento fuerte en términos reales, muy influido por los fondos de pensiones que adquirieron los papeles del Banco Central.

El programa macroeconómico de 1985 también se propuso lograr una sustancial rebaja en las tasas de interés. Tal efecto se logró ese año y los años siguientes, con transitorios, aunque moderados, quiebres en la tendencia.

Efectivamente, en 1985 la tasa de interés para las captaciones reajustables de corto plazo —que representaba una tasa libre pactada en términos reales— bajó de 14% en diciembre de 1984 a poco más de 6% doce meses más tarde. Las tasas de colocación también siguieron una tendencia semejante. La tasa promedio de los instrumentos de largo plazo transados en Bolsa descendió de 11,2% aproximadamente a 7,7% durante ese primer año del EFF. Este fue un logro de gran importancia después de varios años de intentos frustrados para normalizar las altísimas tasas reales de interés.

En cuanto a la regla cambiaria, hubo dos importantes discontinuidades en 1985, cuando, por diversas circunstancias, se estimó una sobrevaluación del peso sobre su nivel de equilibrio. El peso, que ya había sido devaluado casi 24% en septiembre de 1984, experimentó otra devaluación de 9,1% el 26 de febrero de 1985 —cuando se decidió adelantar la rebaja a 30% del arancel aduanero— y una adicional de 8,5% el 29 de junio del mismo año, esta última como compensación de la baja de 30 a 20% en los aranceles.

En relación con este último tema, cabe recordar que en diciembre de 1984 había un arancel parejo de 35%, con algunas excepciones, al que se había llegado después de varias alzas —consideradas transitorias— desde el 10% previo a la crisis, fundamentalmente por motivos de recaudación fiscal.

En enero de 1985, ya en el marco del ajuste estructural, se anunció un programa de reducción que comenzaría en 30% en julio de 1985 y terminaría en 25% en junio de 1986. Sin embargo, en marzo de 1985 se adelantó la rebaja a 30% y en julio de ese año la tasa arancelaria fue reducida a 20% parejo y, según anunció el ministro Büchi, “*con el*

---

38. Velasco, Andrés (1988). *Liberalization, Crisis, Intervention: The Chilean Financial system, 1975-1985*, IMF, julio.

*fin de dar mayor estabilidad a esta política, ella ha sido consagrada por la ley, lo cual permite proyectarla en el largo plazo, eliminando elementos de incertidumbre sobre el particular*<sup>39</sup>.

A fines de 1985, el vicepresidente Alfonso Serrano informó que al 31 de diciembre “se estima que se habrá dado pleno cumplimiento al programa vigente”. Añadió que en días pasados habían concluido las negociaciones con la misión del FMI para “definir objetivos específicos para el primer semestre de 1986”<sup>40</sup>.

El 26,4% de aumento del IPC en 1985, más alto que el proyectado, se atribuyó a una aceleración inflacionaria durante el primer semestre como efecto rezagado de las devaluaciones discretas efectuadas a fines del año anterior.

## En 1986 sobresalió la fuerte recuperación del dinero real

El programa para 1986, según Serrano, era compatible con un crecimiento de 3 a 5% y una inflación de 15 a 20%. Dio a conocer también la proyección de balanza de pagos y una proyección del presupuesto del sector público no financiero. En esta última se contempló una moderada disminución del déficit global de 2,9 a 2,3% del PGB.

A lo largo del año 1986 se fue controlando trimestralmente las metas sujetas a la condicionalidad del EFF, las que se expresaron a través del establecimiento de un nivel límite sobre los siguientes agregados<sup>41</sup>:

- 1) Crecimiento de los Activos Internos Netos del Banco Central, esto es, el crédito interno del instituto emisor menos el encaje;
- 2) Reservas internacionales netas (RIN). El concepto de RIN para el establecimiento de este límite difería del de tenencia de reservas que aparecía habitualmente en los informes del Banco, debido a que las reservas se medían a paridades constantes de las distintas monedas, y el oro se valoraba a un precio de solo US\$42 por onza, y se excluían los créditos de corto plazo del Banco Central;
- 3) Déficit del sector público no financiero, medido como variación nominal de la deuda pública neta interna y externa del Fisco y de las empresas públicas;

---

39. Büchi, Hernán (1986a). “Segundo encuentro exportador, octubre 1986”, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 704, octubre, p. 2465.

40. Serrano, Alfonso (1985). “Informe acerca de las negociaciones con el FMI”, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 694, diciembre, p. 3199.

41. *BMBC*, noviembre 1986, p. 2805. Cumplimiento del programa acordado con el FMI.

- 4) Deuda externa de corto plazo del sector público no financiero y del Banco del Estado, y
- 5) Contratación y garantía de la deuda externa del sector público. De aquí se derivaban tres sublímites: a) para las contrataciones y garantías de uno a cinco años plazo, b) para aquellas contrataciones entre uno y diez años plazo, y c) al refinanciamiento y reestructuración de la deuda.

Durante 1986 los agregados monetarios experimentaron un sustancial crecimiento. En términos reales —diciembre a diciembre— el circulante aumentó en 17,3%, el M1A en 26,1% y M7 en 14,3%.

El crecimiento real de los agregados monetarios más restringidos reflejó, según el Banco, el ambiente de recuperación productiva, estabilidad cambiaria, inflación declinante y reducción en las tasas reales de interés.

El aumento del M7 se explicó por la reforma previsional que elevó fuertemente la demanda por depósitos a plazo y otros activos financieros. Los fondos de pensiones pasaron a representar 27% del ahorro financiero total<sup>42</sup>.

Hay que subrayar que hubo un avance importante en la metodología de estimación de la demanda de dinero —trabajo efectuado por los economistas Patricio Rojas y Ricardo Matte— al utilizar una definición de dinero corregida. En efecto, el Banco publicó en noviembre de 1986, un nuevo agregado monetario, el M1A, que incorporó al M1 tradicional los “otros saldos acreedores a la vista”. El concepto “otros saldos acreedores a la vista” que registraba la contabilidad de los bancos, incluía, entre otros, los “vales vista”, depósitos o captaciones de plazo vencido, boletas de garantía y consignaciones judiciales enteradas en efectivo, letras y giros telegráficos por pagar, recaudaciones tributarias por cuenta del Servicio de Tesorería, e impuestos retenidos<sup>43</sup>.

El Banco explicó que esta nueva definición de “dinero ampliado”, además de permitir una medición más completa de los medios de pago que se utilizan en las transacciones, “*presenta una significativa mayor estabilidad que el M1 tradicional*”<sup>44</sup>.

En cuanto a las tasas de interés, se destacó que en la baja observada en las tasas reales era necesario considerar la influencia de “*un efecto no despreciable de mayor confianza*”

---

42. *BMBC*, mayo 1987, p. 1153.

43. Matte, Ricardo y Patricio Rojas (1986). “Evolución del mercado monetario en Chile y una estimación de la demanda por dinero”. *Mimeo*, Banco Central de Chile, diciembre.

44. *BMBC*, noviembre 1986, p. 2809.

en la política cambiaria actualmente en práctica” e influía también el drástico ajuste fiscal que se ha emprendido desde fines de 1984<sup>45</sup>.

El ministro Büchi, en la exposición sobre el estado de la Hacienda Pública de 1986, también coincidió en que

*“La superación, durante 1985-86, de aquel crítico problema del alto costo del crédito, que se vivió con dramatismo en los diez años precedentes, demuestra que un mercado de capitales libre es capaz de generar tasas de interés compatibles con la capacidad de pago de los deudores. Ello requiere, sin embargo, una administración cuidadosa de las políticas cambiaria, fiscal y monetaria”<sup>46</sup>.*

Para 1986 se había proyectado una inflación entre 15 y 20%, lográndose en definitiva 17,4% de diciembre a diciembre. En este caso, el resultado se vio favorecido por la caída en el precio internacional del petróleo, estimándose que sin ese factor la inflación hubiese rondado el 20%.

Nuevamente el vicepresidente Serrano, al finalizar 1986, comunicó a la opinión pública que en las últimas semanas la misión del FMI había llevado a cabo, en conjunto con representantes del equipo económico, un análisis detallado de la evolución reciente de la economía chilena. *“Igualmente, se procedió a diseñar un programa de mediano plazo, el cual comprende los próximos dos años”*. Agregó Serrano que la misión del Fondo pudo confirmar *“el cumplimiento de los diferentes límites cuantitativos que forman parte del programa vigente con dicho organismo”<sup>47</sup>*.

## 1987: dificultades para interpretar la situación monetaria

Confirmando el estrecho trabajo que se continuaba realizando con el FMI, a mediados de 1987, en Comunicado de Prensa, el Banco informó que durante las últimas semanas había tenido lugar un detenido análisis por parte de representantes del Fondo y del gobierno de Chile acerca de la evolución reciente de la economía chilena y de sus perspectivas para un futuro próximo.

---

45. *BMC*, octubre 1986, p. 2473.

46. Büchi, Hernán (1986b). *Op. cit.*, p. 3106.

47. Serrano, Alfonso y Jorge Selume (1986). “Conferencia de Prensa”, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 706, diciembre, p. 3121.

En cuanto al primer trimestre, "la misión del FMI tuvo oportunidad de verificar el pleno cumplimiento de las metas cuantitativas contenidas en el programa".

## CUMPLIMIENTO DE LAS METAS ACORDADAS CON EL FMI

1<sup>er</sup> trimestre de 1987

(presentadas en términos de flujos)

Especificación	
<b>1.- Activos internos netos</b>	<b>Miles de millones de pesos</b>
Cifras efectivas	42,59
Límite	53,61
Margen	32,71 <sup>(1)</sup>
<b>2.- Reservas internacionales netas</b>	<b>Millones de dólares</b>
Cifras efectivas	-216,0
Límite	-249,6
Margen	138,4 <sup>(1)</sup>
<b>3.- Déficit sector público no financiero</b>	<b>Miles de millones de pesos</b>
Cifras efectivas	23,11
Límite	23,80
Margen	0,69

(1) Incluye márgenes acumulados a diciembre de 1986.

Fuente: *Boletín Mensual Banco Central de Chile*, junio 1987, p. 1424.

El director de Estudios estimó necesario reiterar, en marzo de 1987, la explicación sobre la forma como operaba la política monetaria.

Expresó que, desde hacía poco más de dos años, esta política era administrada por el Banco Central principalmente a través de la regulación de las tasas reales de interés que pagaba por sus captaciones y cobraba por sus colocaciones<sup>48</sup>. Dichas tasas se revisaban periódicamente, de acuerdo con Fontaine, en función del comportamiento de las tasas de interés internacionales, que constituían un "piso" y la evolución de los agregados monetarios, en especial el M1A.

A la vez, el comportamiento de los agregados monetarios se evaluaba en función de estimaciones de la demanda de dinero compatible con las tasas programadas de crecimiento económico e inflación.

48. Fontaine, Juan Andrés (1987a). "Situación macroeconómica y sus perspectivas", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 710, abril, p. 854.



A vía de ejemplo, Fontaine señaló que en 1986 se detectó un exceso de dinero y ello llevó a incrementar la tasa de redescuento hacia fines de año. Primero se alzó la tasa de redescuento y luego la del PRBC. En marzo de 1987, el M1A habría regresado a lo proyectado<sup>49</sup>.

Durante 1987 las tasas de interés reales mostraron una leve alza, lo que en parte fue una política deliberada del Banco Central, por el fuerte aumento del gasto en el primer trimestre.

Al respecto, el director de Estudios advirtió, justificando el carácter moderado del aumento, que

*"[...] la experiencia de los años 1983 y 1984 nos enseña que cuando los límites con el FMI se agotan, se necesitan políticas drásticamente restrictivas, mediante, por ejemplo, violentas alzas en la tasa de interés. En esos casos se hace necesario no solo aminorar el paso de la economía, sino frenarla de golpe"<sup>50</sup>.*

Donde Fontaine continuó teniendo dudas fue sobre la interpretación de la situación monetaria.

A fines de 1987, las autoridades comentaron que, "ya concluida la fase de recuperación de los agregados monetarios en 1986", se había producido una pequeña disminución en el M1A real, afectado por un aumento en el costo de mantener dinero, reflejado tanto en incrementos de las tasas reales de interés como de la inflación.

En relación con los agregados monetarios, M1A en especial, el director de Estudios hizo la siguiente advertencia:

*"En la ejecución del programa monetario la interpretación de la situación monetaria —discernir, por ejemplo, las causas de una desviación de la cantidad de dinero respecto de su nivel proyectado— es una de las etapas más complejas. Al respecto, no existen reglas inamovibles, excepto, por cierto, la prudencia y el buen juicio"<sup>51</sup>.*

En este sentido, se reiteró que "la interpretación de la situación monetaria en Chile es compleja, debido a las profundas oscilaciones que presentan los agregados monetarios". A pesar del avance que significó trabajar con la definición del M1A en lugar del M1, se

---

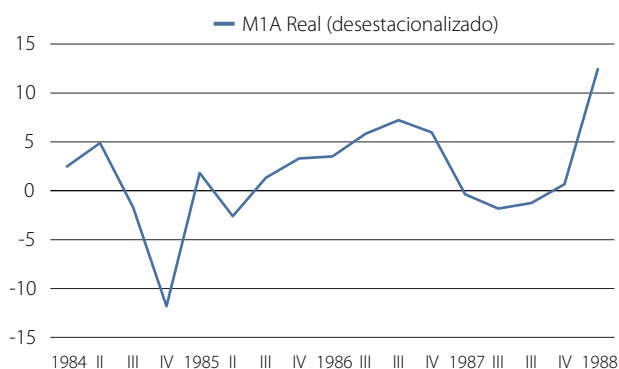
49. BMBC, junio 1987, p. 1431.

50. Fontaine, Juan Andrés (1987a). *Op. cit.*, p. 854.

51. BMBC, mayo 1988, p. 1207. Comentarios acerca de la actual política monetaria.

reconoció que todavía en el caso del M1A las oscilaciones van mucho más allá de lo meramente estacional, tal como se ilustra en el siguiente gráfico de variaciones respecto al trimestre anterior.

**GRÁFICO VII-3. M1A REAL DESESTACIONALIZADO**  
(variación porcentual respecto del trimestre anterior)



Fuente: Boletín Mensual del Banco Central de Chile, mayo 1988, p. 1210.

Por último, en 1987 hubo un leve retroceso en la tendencia declinante de la inflación, al registrarse 21,5%. Las autoridades lo atribuyeron en parte a que se revirtió la baja en el precio del crudo y hubo un alza inesperada de los precios de las importaciones causado por la devaluación internacional del dólar.

En todo caso, para el ministro Büchi, lo sucedido no era preocupante y aseguró que *“en las condiciones actuales no se puede aspirar a un abatimiento rápido de las presiones inflacionarias[...]*”<sup>52</sup>.

Ese año se destacó también que al margen de la labor orientadora que se ejercía sobre las tasas de interés de mercado,

*“[...]el mercado de capitales ha operado en forma libre y competitiva, particularmente luego del levantamiento de la administración provisional de los bancos de Chile y de Santiago a comienzos de año y la eliminación de la práctica de las “tasas de interés sugerida” que sucedió a tal determinación”*<sup>53</sup>.

52. Büchi, Hernán (1988a). *Op. cit.*, p. 11.

53. *Ibid.*, p. 14.

## 1988 es calificado como el “año inolvidable” y se pone fin al EFF

Como se había hecho tradicional, el Banco publicó en enero de 1988 un *“Informe acerca de las negociaciones sostenidas con el Fondo Monetario Internacional”*.

Al respecto, se señaló que, como era de conocimiento público, durante noviembre pasado se había llevado a cabo un análisis de la evolución reciente de la economía chilena y sus perspectivas futuras, por parte de representantes del Fondo Monetario Internacional y del equipo económico. *“En esta oportunidad se analizaron los lineamientos del programa macroeconómico para 1988, y se establecieron las metas cuantitativas para el primer semestre”*<sup>54</sup>.

El programa contempló la mantención de un ritmo de crecimiento del PGB de entre 4 y 5% y una tasa de inflación a lo largo del año de entre 15 y 20%.

Como era habitual en este tipo de informes —distribuidos periódicamente a toda la banca acreedora—, la balanza de pagos se proyectó con gran detalle, explicando los supuestos en que se basaban las diversas cifras.

El cuadro siguiente, elaborado en noviembre de 1987, ilustra lo dicho.

---

54. *BMCB*, enero 1988, p. 49.

## PROYECCIONES DE LA BALANZA DE PAGOS (US\$ millones)

Especificación	1987 <sup>(1)</sup>	1988 <sup>(2)</sup>
<b>I. CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-892</b>	<b>-970</b>
1. Balanza Comercial	1.079	1.282
Exportaciones	5.046	5.588
- cobre	2.145	2.304
- otras	2.901	3.284
Importaciones	-3.967	-4.306
2. Servicios no financieros	-473	-529
3. Servicios financieros	1.601	-1.830 <sup>(3)</sup>
4. Transferencias	103	107
<b>II. CUENTA DE CAPITALES</b>	<b>937</b>	<b>999</b>
1. Inversión extranjera	609	390
Inversión extranjera directa	(106)	(60)
Capitalización de créditos externos <sup>(4)</sup>	(503)	(330)
2. Amortizaciones <sup>(5)</sup>	-792	-757
3. Desembolsos de mediano y largo plazo	1.028	979
- Organismos oficiales	(17)	(17)
- Organismos multilaterales <sup>(6)</sup>	(502)	(501)
- Proveedores	(170)	(176)
- DL 600 y Artículo 15	(268)	(220)
- Otros <sup>(7)</sup>	(70)	(65)
4. Líneas bancarias de corto plazo	103	154
5. Otros	-11	-7
6. Corto plazo Banco Central	225	-225
7. Contrapartida <i>Retiming</i> Intereses	0	465
8. Errores y omisiones	-224	0
<b>III. BALANZA DE PAGOS (I+II)</b>	<b>45</b>	<b>29</b>

(1) Cifras provisionales, con información hasta octubre de 1987.

(2) Proyección, 27 de noviembre de 1987. Considera supuesto de precio del cobre de US\$0,75 por libra.

(3) Incluye pago de intereses por deuda reestructurada, dineros nuevos y cofinanciamiento con el Banco Mundial por US\$465 millones, que no significarán un egreso efectivo, debido al cambio en la periodicidad del pago de intereses.

(4) Incluye inversión con pagarés de deuda externa Capítulo XIX.

(5) Amortizaciones totales, netas de refinanciamientos. Incluye amortizaciones extraordinarias por capitalización de créditos.

(6) Incluye crédito SAL III.

(7) Incluye flujos comerciales de corto plazo.

Fuente: *Boletín Mensual del Banco Central de Chile*, enero 1988, p. 51.

También se proyectó el comportamiento del sector público, anticipándose un ahorro público de 5,2% del PGB, una inversión fija del sector equivalente a 7,1% del PGB y un resultado final del sector público no financiero con un déficit de 0,8% del producto.

El crecimiento previsto de los agregados monetarios en 1988 fue de 23,8% para el circulante, 23,1% para el M1A y 28,9% para M7.

El Banco informó también que las metas cuantitativas del programa para el año 1988 solo fueron establecidas para el primer semestre del año, *"por cuanto en esta fecha expira el Programa de Facilidad Extendida (EFF) convenido con el FMI"*.

Posteriormente, transcurrida ya la mitad del año, el Comité Ejecutivo aseguró en un Comunicado que *"los resultados que hoy se prevén para 1988 son todos superiores a los programados"*.

Además de referirse a las cifras al cierre del primer semestre se explicó que, a pesar del mejoramiento de los términos de intercambio, los buenos resultados obedecían *"esencialmente a factores de carácter interno"* y que los excedentes por los mejores términos de intercambio se estaban destinando principalmente al ahorro<sup>55</sup>.

Para el director de Estudios, las buenas cifras económicas de 1988 lo constituyeron en *"un año inolvidable"*, aunque también aconsejó un *"aterrizaje suave"* para el año siguiente<sup>56</sup>.

Aparte de los resultados, hubo una serie de medidas de política económica que colaboraron a ese calificativo.

En enero de 1988, el gobierno decretó una nueva modificación en el nivel general del arancel, no obstante el relativamente reciente compromiso de Büchi, llevando la tasa pareja desde 20% a 15%. Excepciones a esta regla general fueron, entre otras, la aplicación de sobretasas arancelarias a algunos productos importados en que se comprobara competencia desleal; la existencia de aranceles móviles para determinados productos agrícolas para los que se fijaron bandas de precios, y preferencias arancelarias para algunos productos negociados en la Aladi.

También hubo otras modificaciones menores a la regla cambiaria, para moderar la tendencia a una mayor y no deseada devaluación causada por la depreciación del dólar en los mercados internacionales, aunque sin lograr anularla. Asimismo, la banda de flotación fue ampliada a +/-3% en enero de 1988.

---

55. *BMC*, octubre 1988, p. 2661. Revisión del avance del programa macroeconómico 1988.

56. Fontaine, Juan Andrés (1989). "Programa macrofinanciero y perspectivas políticas 1989-1990", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 734, abril, p. 913.

Otra medida “inolvidable” fue la disminución de la tasa del IVA mediante la Ley 18.720 del 23 junio de 1988. Al aprobarse el sustancial corte de 20 a 16%, el ministro Büchi explicó que “[...]hemos iniciado una etapa en que será posible avanzar a una mayor velocidad en la percepción de los beneficios por parte de la población, sin comprometer la estrategia de desarrollo vigente”.

Los opositores, sin embargo, recordaron que ese año, en octubre, tendría lugar el trascendental plebiscito para decidir sobre la continuidad del gobierno del general Pinochet.

Büchi se preocupó de explicar que la medida era perfectamente compatible con las metas y programas negociados con el FMI y el Banco Mundial, estimando que el costo anual neto en términos de ingresos fiscales sería equivalente al 1,3% del producto. Pese a lo anterior, se mantendría un déficit del sector público no financiero del 0,5% del PGB en 1988.

Finalizó recordando que “*la carga tributaria promedio de la economía chilena es superior a la observada en la generalidad de las economías de la región y, en general, de los países de similar grado de desarrollo*”<sup>57</sup>.

Entre los resultados especialmente favorables del año se recordó que el consumo privado, después de disminuir en 1985, mostró cifras levemente positivas en 1986 y 1987, para intensificar su aumento hasta 9,8% en 1988.

Otro dato macroeconómico que se consideró exitoso en el contexto de ese cuatrienio fue el logro de tasas inflacionarias relativamente moderadas para los estándares históricos del país.

El muy favorable año 1988 terminó con una inflación de solo 12,7%, medida por el IPC, y 3,3% si se medía por el IPM. Las autoridades no desconocieron la contribución a esta inusual cifra de la rebaja del IVA en cuatro puntos porcentuales, además de la disminución de los aranceles y de otros impuestos a los combustibles, y una caída adicional en el precio internacional del petróleo.

Durante 1988, el dinero privado ampliado tuvo un comportamiento disímil, según explicaron las autoridades. En el primer semestre aumentó 12,6%, acorde con el crecimiento del producto y el costo de mantener dinero. En la segunda mitad del año, sin embargo, el M1A se elevó a casi 36%, cifra que se atribuyó primero a la expectativa de disminución en la inflación que produjo la baja del IVA en el mes de junio, y luego a la incertidumbre derivada del plebiscito de octubre, que provocó una mayor preferencia por activos líquidos, en especial cuentas corrientes. Asimismo, según el gerente de Estudios,

---

57. Büchi, Hernán (1988d). “Exposición del ministro de Hacienda en relación con la Ley de rebaja del IVA (Ley 18.720, *Diario Oficial*, 23 junio de 1988)”. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 724, junio, p. 1486.

*"Paralelamente a la rebaja del IVA a mediados de 1988 se produjo un progresivo aumento en la oferta de dinero, no obstante que la tasa de crecimiento de la emisión del Banco Central se mantuvo relativamente constante. Esto obedeció a la respuesta del sector privado frente al mayor ingreso disponible que se proyectaba: creció el crédito[...]"<sup>58</sup>.*

Algunos acontecimientos económicos de 1988 también se reflejaron en la evolución de las tasas de interés a través del año.

La baja del IVA, a mediados de año, y su fuerte efecto en las expectativas inflacionarias redujo sustancialmente las tasas de interés nominales. En cambio, las tasas reales, durante el segundo semestre, registraron una tendencia moderada al alza, anticipando probablemente alguna acción de la autoridad frente al importante aumento del gasto agregado.

En todo caso, al igual que en el caso de la política cambiaria, hubo, en general, bastante continuidad y estabilidad en la forma de conducir la política monetaria durante el cuatrienio 1985-1988. Característica relevante del período fue haber alcanzado tasas reales de interés más moderadas y acordes con las tasas internacionales.

## TASAS DE INTERÉS 1984-1988

(porcentaje anual; promedio bancos)

	Tasas reales de colocaciones 90-365 días <sup>(*)</sup>				
	1984	1985	1986	1987	1988
Enero	8,40	9,91	9,01	6,88	7,33
Febrero	9,03	9,32	8,63	6,87	7,38
Marzo	7,90	9,20	8,46	6,77	7,33
Abril	8,31	9,36	8,31	6,98	7,01
Mayo	7,59	9,67	7,94	7,13	7,46
Junio	8,27	9,20	7,58	6,95	7,54
Julio	8,71	9,74	7,56	7,21	8,37
Agosto	9,07	9,98	7,24	7,44	8,02
Septiembre	10,08	9,61	6,86	7,52	7,51
Octubre	10,17	9,30	6,84	7,95	7,90
Noviembre	9,61	8,97	6,96	7,87	7,95
Diciembre	10,43	8,87	6,63	7,51	7,66
Promedio <sup>(*)</sup>	8,96	9,43	7,67	7,26	7,62

(\*) Corresponde a la tasa promedio anual acumulada.

Fuente: *Boletín Mensual Banco Central de Chile*.

58. Rosende, Francisco (1989). "La política económica actual y el mediano plazo", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 736, junio, p. 1458.

## 5. REESTRUCTURACIÓN Y NORMALIZACIÓN (RELATIVA) DEL SISTEMA FINANCIERO

Cabe recordar que la crisis bancaria, tal como se describió en los dos capítulos precedentes, se inició a fines de 1981 con la intervención de ocho instituciones financieras que representaban más de un tercio de las colocaciones del sistema, a las que posteriormente se les revocó su autorización de existencia y se decretó su liquidación forzosa. En enero de 1983, el gobierno intervino otras ocho instituciones —siete bancos y una sociedad financiera, representando 45% de las colocaciones vigentes del sistema— disponiendo de inmediato la liquidación forzosa de tres de ellas. Entre las instituciones intervenidas estaban los dos más grandes bancos privados del país, ligados a los dos mayores grupos económicos de ese momento.

La crisis fue abordada por las autoridades con un conjunto de medidas de diversa naturaleza —incluyendo la flexibilización de normas legales y contables, la liquidación forzosa, la venta de cartera mala al Banco Central, las recapitalizaciones, diversos subsidios y reprogramación a los deudores con problemas— que se prolongaron en el tiempo y culminaron con una razonable etapa de normalización en el cuatrienio 1985-1988.

De esta manera se logró la normalización relativa del sistema financiero. Fue “relativa” pues, aunque los bancos fueron recapitalizados y reprivatizados, varios de ellos quedaron con sustanciales deudas con el Banco Central. El instituto emisor se constituyó a la postre en el gran rescatador del sistema, con un trascendental daño patrimonial.

El Banco destacó que el gobierno se había comprometido, en el marco del ajuste estructural, a concluir la normalización del sector financiero en 1985-1986 y evitar la creación de “*nuevas líneas de crédito concesionales para refinanciar préstamos ya vigentes*”.

Asimismo, se debería proponer una legislación nueva que “*garantice una adecuada fiscalización del sector financiero*”<sup>59</sup>.

Al respecto, el ministro Büchi informó que durante 1985 la acción de la política económica se había concentrado en:

- a) dictación de normas destinadas a facilitar la renegociación caso a caso de las obligaciones de los deudores en problemas;
- b) aplicación de criterios y regulaciones tendientes a estimular a los bancos en el fortalecimiento de su situación patrimonial;
- c) recapitalización y privatización de los bancos intervenidos, y

---

59. *BMBC*, octubre 1985, p. 2592.



d) elaboración de una reforma a la legislación bancaria que estableciera las bases para un desarrollo sano de la actividad financiera<sup>60</sup>.

Al finalizar 1986 el secretario de Estado consideró que era *"sorprendente la rapidez con que se ha normalizado el mercado de capitales nacional, luego de la severa crisis que lo afectó hace tan solo tres años"*<sup>61</sup>.

En esta sección se explicarán las principales acciones desarrolladas por la autoridad —Consejo Monetario, Banco Central y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras— a partir de 1985, con el propósito de restablecer una mayor normalidad en el funcionamiento del sector bancario, varias de las cuales fueron una continuación y/o profundización de lo iniciado durante 1982-1984.

El Banco, como se verá, desarrolló una labor fundamental en esta área.

## El Banco Central y las liquidaciones forzosas

Antes de mencionar las medidas adoptadas en pro de la normalización y saneamiento del sistema financiero, es útil mostrar un cuadro que resume la evolución del número y tipo de instituciones financieras desde la época de precrisis hasta fines de 1988.

### NÚMERO DE INSTITUCIONES FINANCIERAS VIGENTES A FINES DEL AÑO QUE SE INDICA<sup>(1)</sup>

	1974 <sup>(2)</sup>	1978	1981	1987	1988
<b>Bancos</b>	21	26	45	37	37
- estatizados nacionales	15	2	1	0	0
- privados nacionales	4	19	25	15	14
- Banco del Estado	1	1	1	1	1
- extranjeros	1	4	18	21	22
<b>Sociedades financieras "formales"<sup>(3)</sup></b>	0	21	17	4	4
- nacionales	0	21	17	3	3
- extranjeras	0	0	0	1	1
<b>Asociaciones de Ahorro y Préstamo (AAP)</b>	21	1	1	1	0
<b>Total de Instituciones Financieras</b>	42	48	63	42	41

(1) Excluye el Banco Central de Chile, las cooperativas de ahorro y crédito, y las instituciones públicas que conceden créditos.

(2) Antes de la reprivatización de la banca.

(3) Sujetas a la supervisión de la SBIF.

Fuente: Held, Günther y Szalachman, Raquel, *Regulación y supervisión de la banca en la experiencia de liberalización financiera en Chile (1974-1988)*, Cepal, mayo de 1989, p. 14.

60. Büchi, Hernán (1985b) "Estado de la Hacienda Pública 1985.". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 694, diciembre, p. 3189.

61. Büchi, Hernán (1986b), *Op. cit.*, p. 3106.

Se puede apreciar que fue en el período de más alto crecimiento de la economía chilena y profundización del modelo —entre 1977 y 1981— cuando el número de bancos casi se duplicó, con una participación cada vez mayor de bancos extranjeros.

Como contrapartida, entre 1981 y 1987 se produjo el cierre de 16 instituciones, las cuales en 1981 representaban una quinta parte del total de las colocaciones del sistema financiero. Además, en el período, hubo fusiones y absorciones entre instituciones.

Las colocaciones de las instituciones financieras disueltas eran, en su mayoría, incobrables. El Banco Central cumplió un rol importante en el proceso de liquidación de los bancos, proveyendo los recursos necesarios para que esas instituciones en liquidación pudiesen cumplir los compromisos frente a sus acreedores internos y externos, evitando una posible crisis en el sistema de pagos provocada por la quiebra de una o varias de ellas.

En la práctica, desde noviembre de 1981, a través de los primeros préstamos de urgencia, y durante los años siguientes, con otras líneas de crédito, el Banco fue sostenedor principal de este proceso.

Dos leyes promulgadas en 1985 —la Ley 18.412 del 14 de mayo y la Ley 18.430 del 23 de septiembre— facultaron al Banco a adquirir la totalidad de los activos y asumir todos los pasivos de instituciones financieras que se encontraban en liquidación forzosa. La adquisición de activos se debía efectuar con el solo objeto de proceder a su enajenación.

En la mayoría de los casos las liquidaciones solo se completaron en 1989.

## Reprogramaciones “caso a caso”

Como se explicó en el capítulo VI, entre las primeras medidas para mejorar la capacidad de pago de los deudores de los bancos —además del dólar preferencial— estuvieron los sucesivos acuerdos del Comité Ejecutivo estableciendo diversos sistemas de reprogramación a los deudores productivos que permitieran ampliar sustancialmente los plazos de los préstamos y reducir las tasas de interés.

Estas medidas se prolongaron en 1985 y 1986, aunque con modalidades diferentes. Esta vez, con la experiencia adquirida, se dio paso a una estrategia de reprogramación de deudas internas, con una política de reprogramación denominada “caso a caso”, que

*“[...]permite a la banca ir distribuyendo los esfuerzos entre los distintos deudores, de acuerdo a sus reales necesidades”[...]; “cada deudor es un caso único y, por lo*

*tanto, cualquier solución general será insuficiente para algunos y excesivamente generosa para otros[...]*<sup>62</sup>.

Entre las iniciativas para la renegociación “caso a caso” destacaron la flexibilización del mecanismo de venta de cartera; la autorización concedida a los bancos para recibir en pago pagarés de la deuda externa; el otorgamiento, por parte del Banco Central, de seguros cambiarios de largo plazo sobre los pasivos externos reprogramables de los bancos, dotándolos así de la posibilidad de reprogramar a sus deudores a plazos semejantes a los obtenidos para la deuda externa; y, la autorización legal a los bancos para convertir en capital sus colocaciones.

En 1987 se puso término al mecanismo de renegociación “caso a caso”, el cual benefició a casi once mil pequeños deudores.

## **Nuevas compras de cartera vencida y riesgosa**

Por otra parte, también en el capítulo VI se explicó que otra de las medidas más relevantes para enfrentar la crisis fue el Acuerdo 1450 del Comité Ejecutivo, en julio de 1982, que estableció el primer sistema de venta de cartera vencida y riesgosa de la banca comercial al Banco Central, con pacto de recompra.

Dicho acuerdo fue ampliado y perfeccionado con el Acuerdo 1555, en febrero de 1984, y sus modificaciones posteriores.

Durante el cuatrienio 1985-1988 se adoptó una serie de iniciativas adicionales destinadas a mejorar y ampliar las normas que regían las compras de cartera vencida y riesgosa. En general, estas medidas se iniciaban con un acuerdo del Consejo Monetario que luego eran implementados a través de acuerdos operativos del Comité Ejecutivo del Banco Central y resoluciones de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. El Consejo Monetario en sesión N° 31 del 18 de enero de 1984 estableció los principios generales aplicables a las ventas de cartera riesgosa o vencida que podían efectuar las instituciones financieras al Banco Central. Luego complementó el acuerdo en nueve ocasiones en sendas sesiones que se prolongaron hasta diciembre de 1987<sup>63</sup>.

---

62. Büchi, Hernán (1985c), *Op. cit.*, p. 3176.

63. *Actas de Sesiones del Consejo Monetario* N° 32 del 7.8.84, N° 33 del 31.1.85, N° 35 del 13.5.85, N° 40 del 31.1.86, N° 44 del 28.5.86, N° 47 del 23.12.86, N° 48 del 26.12.86, N° 49 del 27.5.87 y N° 53 del 10.12.87.

El sistema de compraventa de cartera, aunque conceptualmente simple, fue complejo en su operatoria, administración y alcances<sup>64</sup>. Entre las principales modificaciones efectuadas durante el cuatrienio, cabe mencionar las siguientes:

- i) para estimular la capitalización, el Banco Central otorgó a las instituciones financieras la posibilidad de vender cartera adicional conforme a los nuevos aumentos de capital;
- ii) se reglamentó la emisión de acciones preferentes en los casos de aumentos de capital para no comprometer el cumplimiento de la obligación de recompra de cartera;
- iii) se incentivó las fusiones de empresas bancarias por la vía de considerar como nuevos aumentos de capital, para los efectos de venta de cartera, los aumentos de patrimonio que se generaran con motivo de fusiones;
- iv) se prorrogó el plazo del programa de venta de cartera al Banco Central, hasta el 30 de junio de 1987, y
- v) se autorizó nuevas ventas de cartera hasta por 3,5 veces el monto del respectivo aumento de capital, siempre que dichos aumentos se efectuaran antes del 31 de diciembre de 1986.

Además, el Banco Central pudo convenir con las instituciones cedentes que hubiesen efectuado aumentos patrimoniales hasta el 31 de diciembre 1986 la sustitución del plazo de recompra originalmente pactado por uno nuevo, el que, en todo caso, no podía exceder de 15 años a partir del 31 de diciembre de 1985.

En definitiva, al considerar todos los acuerdos que permitieron ventas de cartera, se contabilizó 24 instituciones financieras que se acogieron a ellos, con un total de 59 operaciones y un monto global equivalente a algo más de UF202 millones. Desde el punto de vista del Banco Central, UF123 millones correspondieron a compras al contado y UF79 millones a compras con letras.

De esta manera, y con razón, Reinstein y Vergara aseguraron que *"así el principal rescatador del sistema financiero fue el Banco Central de Chile"*<sup>65</sup>.

En igual sentido, la economista Rossana Costa señaló que, a fines de 1987, el monto de recursos que la Tesorería aportó al Banco en forma de pagarés, sin intereses, como compensación del costo contable que tuvo la crisis para el Banco Central, fue de 1.430 mil millones de pesos, o sea 34% del PGB de ese año o 77% del M7. Un año más tarde, el fisco cubrió su posición con pagarés en dólares, con un interés real. Sin embargo, aseguró Costa, *"por esa vía solo se transfiere el problema del Banco Central al fisco. Sigue existiendo una fuente de déficit que habrá que pagarse anualmente con impuestos, ya sea los tradicionales o el impuesto inflación"*<sup>66</sup>.

---

64. Banco Central de Chile, *La crisis del año 1982: mecanismos de rescate y situación actual*, Mimeo.

65. Reinstein, Andrés y Rodrigo Vergara (1993). "Hacia una regulación y supervisión más eficiente del sistema bancario", *Estudios públicos*, N° 49, CEP, p. 119.

66. Costa, Rosanna (1989). "Política monetaria en Chile, 1982-1989". *Monetaria*, XXVI Reunión de Técnicos del Continente Americano, Cemla, p. 334.

## Recapitalización de las instituciones intervenidas

Como complemento indispensable de las compras de cartera mala, en este período se implementaron fórmulas para capitalizar a los bancos que requerían urgentes nuevos recursos si deseaban pasar a operar normalmente, como instituciones financieras privadas.

De aquí la dictación, en enero de 1985, de la Ley 18.401, destinada a normalizar la situación de los bancos que habían sido sometidos a administración provisional el día 13 de enero de 1983, esto es, el Banco de Chile, el Banco de Santiago, el Banco Concepción y el Banco Internacional. El Banco Colocadora Nacional de Valores, también intervenido, se disolvió por reunirse todas sus acciones en el Banco de Santiago, el que como consecuencia de ello adquirió todos sus activos y se hizo cargo de sus pasivos en carácter de continuador legal.

El mencionado cuerpo legal tuvo como objetivos fundamentales la normalización, mediante su capitalización, de las entidades intervenidas y su reprivatización mediante el ofrecimiento a los adquirentes de las nuevas acciones de atractivas ventajas, de orden económico, financieras y tributarias.

Adicionalmente, en los casos de los bancos de Chile y de Santiago, se buscó difundir la propiedad, mediante el sistema que se denominó “capitalismo popular”.

La SBIF fue la encargada de señalar a cada banco intervenido la suma en que debía aumentar su capital para permitirle su normal funcionamiento.

El mecanismo utilizado para efectuar la capitalización fue a través de los créditos de urgencia adeudados al Banco Central, que superaban varias veces el patrimonio contable de las respectivas instituciones deudoras.

En efecto, el Banco vendió los créditos a Corfo —institución financiera del Estado— y esta los capitalizó y financió la suscripción y venta de las acciones<sup>67</sup>. La ley permitió que el Banco vendiera los créditos a un precio nominal al contado y que el precio efectivo solo se estableciera al final de las operaciones.

Se legisló para que las pérdidas en que incurriera el Banco Central, hasta un cierto límite, fueran compensadas por el fisco.

Probablemente lo más importante —dispuesto en el artículo 10 de la Ley 18.401— fue la posibilidad que se otorgó a los bancos que tuvieran pactos de recompra de cartera con el Banco Central de emitir acciones con preferencia pudieran recibir dividendos

---

67. Nacur, Miguel Ángel (2002). “Obligaciones de recompra de cartera y subordinada contraídas con el Banco Central de Chile”, *Mimeo*, Banco Central de Chile, noviembre, p. 16.

mientras estuviera vigente la obligación de recompra. Esto último fue fundamental, pues las acciones preferidas pasarían a ser ordinarias cuando la institución financiera hubiese recomprado el total de la cartera vendida al Banco Central.

Además, se permitieron nuevas ventas de cartera al Banco Central, condicionadas a que se concretaran aumentos de capital y se dio la posibilidad de realizar operaciones de conversión de títulos de deuda externa a capital.

En el mensaje presidencial de 1985, Pinochet señaló que *“con la promulgación de la Ley 18.401 se ha devuelto ordenadamente al sector privado la propiedad de importantes sectores del sistema financiero nacional”*.

En efecto, dicha ley constituyó el instrumento jurídico fundamental creado para normalizar la situación de las empresas bancarias intervenidas en enero de 1983.

En cuanto al costo de esta normalización, la diferencia final entre el valor de los créditos adquiridos por Corfo, debidamente reajustados, y las recuperaciones recibidas que se debían traspasar en pago al Banco Central, más lo pagado al contado por Corfo, todo ello también reajustado, sería de cargo del fisco hasta un límite de UF quince millones. Vale decir, de existir pérdida para el Banco Central —como era previsible— el fisco le repondría hasta el límite de UF15.000.000, para lo cual se dio un plazo máximo de 30 años, incluidos 10 años de gracia, para que el fisco efectuara las correspondientes transferencias<sup>68</sup>.

En el caso de otros bancos, no sujetos a administración provisional, aunque con debilidad patrimonial, también se crearon diversos incentivos a su capitalización. La Ley 18.577 de noviembre de 1986 estableció un procedimiento destinado a permitir la capitalización de las instituciones financieras que no estaban sometidas al régimen de administración provisional.

## Capitalismo popular en los dos bancos más grandes

De acuerdo con un estudio de Ramírez y Rosende, entre los años 1985 y 1986 se llevó adelante un *“enérgico programa de capitalización de la banca, el que se sustentó en la venta de acciones de los bancos intervenidos a nuevos propietarios”*<sup>69</sup>.

En efecto, la mencionada Ley 18.401 estableció diversas maneras en que Corfo podía enajenar las acciones del aumento de capital.

---

68. Artículo 13 de la Ley 18.401.

69. Ramírez, Guillermo y Francisco Rosende (1989). “Análisis de la legislación bancaria chilena”, *Serie de Estudios Económicos* N° 35, Banco Central de Chile, p. 11.

Al sistema de capitalismo popular se acogieron los dos mayores bancos privados —el Banco de Chile y el Banco de Santiago— cuyos aumentos de capital se enteraron mediante ventas de acciones al público en general, el cual las adquirió haciendo uso de un crédito que otorgó Corfo, pactado en condiciones extraordinariamente ventajosas de plazo y tasas de interés.

El crédito tuvo como garantía las acciones adquiridas con el mismo. Se estimó que los recursos obtenidos por esa vía sumaron aproximadamente US\$600 millones de dólares<sup>70</sup>.

Con ese sistema, los dos mayores bancos sujetos a administración provisional quedaron en manos de inversionistas privados.

En abril de 1987 la Superintendencia levantó la administración provisional que pesaba sobre estas dos instituciones, una vez que la junta de accionistas respectiva procedieran a elegir el directorio.

El Banco de Chile llegó a tener alrededor de 39.000 accionistas y el Banco de Santiago aproximadamente 16.000 accionistas. Los quince accionistas mayores de cada uno de estos dos bancos, quienes antes de la crisis representaban 34% y 97% respectivamente del capital total de los bancos, después de su reprivatización llegaron a representar apenas 6% y 10%, respectivamente.

Según el ministro Collados, a quien se atribuyó la iniciativa,

*"[...]el capitalismo popular da la oportunidad de comprar acciones a crédito en condiciones extremadamente ventajosas a los contribuyentes que se encuentran al día en el pago de sus impuestos. El pago al contado es solo de una pequeña parte del precio y el crédito es en unidades de fomento, sin intereses y a largo plazo. Por añadidura, quienes paguen las cuotas a tiempo solo cancelarán el 70% de ellas"<sup>71</sup>.*

La Ley 18.401 también estableció el procedimiento de enajenación de las acciones de las Administradoras de Fondos de Pensiones que los bancos intervenidos poseían, a la fecha de vigencia de dicha ley.

Asimismo, la ley permitió que Corfo efectuara negociaciones directas cuando se tratara de vender un paquete mayoritario de acciones o que la enajenación tuviera por objetivo

---

70. *Ibid.*, p. 12.

71. Collados, Modesto (1985). "Programa económico 1985", Conferencia de prensa. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 684, febrero, p. 1125.

la fusión de la entidad intervenida. La negociación directa fue aplicada en los casos del Banco Concepción y el Banco Internacional.

Cabe señalar que se exigió a esos dos bancos intervenidos que aumentaran su capital y eliminaran su cartera relacionada, además de requerir a los interesados en su adquisición una calificación previa por parte de la SBIF sobre su solvencia, conducta financiera y antecedentes sobre administración bancaria.

Por esta vía se obtuvieron recursos nacionales y extranjeros por otros US\$300 millones.

De esta manera, entre el capitalismo popular y la capitalización propia de los bancos, se logró aumentar el capital del sistema en 60% y se consiguió la devolución al sector privado de siete bancos, los que en 1986 representaban 60% de las colocaciones del sistema financiero privado.<sup>72</sup>

## Se moderniza la legislación financiera

Dando cumplimiento a los compromisos del SAL, en noviembre de 1986 se promulgó la Ley 18.576, que introdujo sustanciales modificaciones a la legislación bancaria y financiera<sup>73</sup>. Ello se consideró requisito indispensable para complementar el proceso de reprivatización de la banca, teniendo en cuenta la experiencia adquirida con la profunda crisis que había vivido el sector.

De acuerdo con el presidente Seguel, las modificaciones introducidas a la legislación financiera tuvieron los siguientes propósitos:

- i) propender a una mayor transparencia en el manejo de las instituciones bancarias;
- ii) introducir mecanismos de supervisión bancaria más eficientes y oportunos, y
- iii) establecer *“novedosas y ágiles fórmulas de solución de los problemas de solvencia que pudieran afectar el normal funcionamiento de las instituciones bancarias”*<sup>74</sup>.

En el mismo sentido, el ministro Büchi aseguró, a mediados de 1988 que, con las reformas y la nueva legislación, *“nuestro país cuenta con el mercado de capitales más desarrollado de América Latina”*<sup>75</sup>.

---

72. Ramírez, Guillermo, y Francisco Rosende (1989). *Op. cit.*, p. 12.

73. *Recuadro VII y BMBC*, diciembre 1986, p. 2837.

74. Seguel, Enrique (1987b). “Elementos conceptuales de la política económica con respecto al mercado de capitales”, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 715, septiembre, p. 2267.

75. Büchi, Hernán (1988d). *Op. cit.*, p. 1484.





Fondo Diario La Nación UDP.

Conferencia de prensa del ministro de Hacienda, Hernán Büchi, en la Sala de Consejo del Banco Central de Chile.

Lo mismo refrendó el presidente Seguel al declarar que como resultado de estas reformas, "Chile exhibe hoy un importante desarrollo de sus mercados financieros".

Informó que Chile contaba con un sistema financiero donde operaban 36 bancos privados, 4 financieras, 23 fondos mutuos y 28 agentes de valores, desarrollándose en un marco de la mayor competencia y carente de subsidios estatales. Asimismo, para enfatizar la normalidad de funcionamiento, agregó que se contaba con una banca privada cuyas utilidades antes de impuestos alcanzaron a 1,2% de sus activos en el bienio 1986-1987, y cuyos márgenes operacionales fueron de 3,6% en igual período<sup>76</sup>.

## 6. EL BANCO CENTRAL HACE DETERMINANTE APORTE A LA POLÍTICA DE FINANCIAMIENTO EXTERNO

En el cuatrienio 1985-1988 el Banco acentuó su participación en lo que probablemente fue el aspecto más fundamental del programa de recuperación, esto es, asegurar un financiamiento externo suficiente, en circunstancias internacionales especialmente desfavorables para la obtención de recursos voluntarios.

El Banco intervino decisivamente en la renegociación de los vencimientos de la abultada deuda externa y en la consecución de dinero nuevo para financiar la balanza de pagos con recursos frescos provenientes tanto de organismos multilaterales, gobiernos extranjeros y la banca privada que ya tenía una exposición importante en el país y había suspendido los créditos negociados facultativamente.

Pero, además, el Banco implementó y administró algunas novedosas políticas destinadas a disminuir el nivel de la deuda externa, en especial a través de los mecanismos de conversión de deuda en inversión en capital de riesgo.

Asimismo, participó en la adopción de diversas medidas destinadas a promover crecientes entradas de inversiones extranjeras y, en definitiva, reinsertar al país en los mercados internacionales de capitales.

Tal como lo destacó el presidente Seguel,

*"[...] una permanente actitud negociadora, no confrontacional, nos ha permitido sucesivos acuerdos con la banca acreedora internacional, todo lo*

---

76. Seguel, Enrique (1988c). "Mercados financieros internos y formación de capital: la experiencia chilena", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 728, octubre, p. 2657.

*...cual ha estado acompañado del acostumbrado cumplimiento, por parte de Chile, de los convenios con los organismos financieros multilaterales*<sup>77</sup>.

## El tema de la condicionalidad fue menos conflictivo que en otros países

En respuesta a algunas críticas, Büchi sostuvo que, como es habitual, el financiamiento obtenido de los organismos multinacionales posee ventajas en términos de plazos y tasas, respecto al financiamiento bancario, pero *"tiene el inconveniente de introducir condiciones al manejo de determinados instrumentos de política económica"*. Reconoció, sin embargo, que *"[...]la experiencia indica que la activa participación de estos organismos es inevitable para una renegociación favorable de la deuda externa"*<sup>78</sup>.

Las autoridades se esmeraron en explicar el alcance de las condicionalidades explícitas o implícitas en los programas acordados con los organismos multilaterales.

El presidente Seguel aseguró en un foro internacional a fines de 1985 que

*"[...] las políticas incluidas en la "Carta de Políticas" del crédito estructural están dentro del marco tradicional de la política económica establecida en Chile desde hace una década y acentúan el ajuste estructural de mediano plazo"*<sup>79</sup>.

En efecto, Seguel reiteró que las condicionalidades que contemplaron los distintos convenios de crédito, debido a la similitud fundamental entre las políticas macro o microeconómicas sustentadas por nuestro país y las propiciadas por las instituciones multilaterales de financiamiento,

*"[...]no han resultado mayormente difíciles de implementar, aun cuando resulta obvio que imponen fuertes restricciones y una pérdida no despreciable de flexibilidad en el manejo diario de nuestra economía"*.

Para el presidente, sin embargo, lo anterior no debía llevar a la conclusión superficial de que no ha habido o no pueda surgir algún tipo de dificultad con las políticas que deseen convenir las instituciones de crédito internacionales. Al respecto, planteó críticas, pues

---

77. Seguel, Enrique (1988b). "Discurso del Presidente del Banco Central de Chile ante el Consejo de las Américas y la Cámara norteamericana-chilena de comercio", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 726, agosto, p. 2098.

78. Büchi, Hernán (1985b). *Op. cit.*, p. 3186.

79. Seguel, Enrique (1985). "Experiencias de Chile respecto a las políticas de condicionalidad aplicadas por organismos financieros internacionales, en especial el FMI y el BIRF", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 692, octubre, p. 2592.

*“No puede ignorarse que han existido y perduran aun muchas imperfecciones en cuanto al cuerpo empírico de políticas macro o microeconómicas que constituyen la condicionalidad en aspectos operativos de aplicación, tales como velocidad, oportunidad o estilo; en cuanto al cruce, superposición o incoherencias eventuales de políticas contempladas por diversas instituciones; en cuanto a la relación de intensidad de las políticas que se adopten y al acceso o disponibilidad de recursos”<sup>80</sup>.*

Asimismo, en opinión de Seguel, los criterios de ejecución en el FMI, o el sistema de *tranches* en el caso del Banco Mundial —para controlar la aplicación de políticas— solían plantear también tensiones o dificultades, por cuanto eran simplificaciones o aproximaciones establecidas en períodos cortos e implementadas, a veces, de un modo mecánico.

## **Fórmulas novedosas en las renegociaciones de la deuda externa y los contratos de “dinero nuevo”**

En una primera etapa, según consignó la *Memoria* de 1985, la elaboración del programa macroeconómico exigió comprometer previamente con la comunidad financiera internacional los créditos necesarios para solventar las necesidades del país para el bienio 1985-1986.

En este proceso, que comenzó en marzo con la definición de los montos a solicitar y culminó a fines de año con el ingreso de las primeras cuotas, se obtuvo el refinanciamiento a 12 años plazo, con 6 de gracia, de un total de US\$5.900 millones de amortizaciones que vencían en el período 1985-1987; la prórroga de la disponibilidad del servicio de créditos comerciales por US\$1.700 millones hasta 1987 y créditos frescos y otros financiamientos por un monto de US\$1.955 millones, monto suficiente para saldar la balanza de pagos de los años 1985 y 1986<sup>81</sup>.

La declaración conjunta de los ministros de Economía, Hacienda y del presidente del Banco Central, en junio de 1985, destacó como características de esta etapa las *“arduas negociaciones que duraron cuatro meses”* con el Comité representante de los bancos acreedores y con la *“decidora participación del FMI y del Banco Mundial”*<sup>82</sup>.

Las negociaciones con el Comité se prolongaron de marzo a junio de 1985.

---

80. *Ibid.*, p. 2589.

81. MABC 1985, p. 22.

82. Collados, Modesto, Hernán Büchi y Enrique Seguel (1985). *Op. cit.*, p. 1679.

Se obtuvo también rebajas en las tasas de interés que representaron un ahorro del orden de US\$300 millones. Asimismo, se logró excluir de las reestructuraciones las obligaciones asociadas a la inversión extranjera y con proveedores con garantías oficiales, lo cual se consideró importante para no afectar la inversión directa ni las importaciones de bienes de capital.

Otro aspecto relevante que enfatizaron las autoridades fue que en esta renegociación se había atendido adecuadamente el legítimo interés nacional de "*evitar la extensión sin costo del aval que se vio obligado a conceder el Estado a las deudas del sistema financiero renegociadas en 1983-1984*".

En efecto, luego de una compleja conciliación de intereses contrapuestos se resolvió que los acreedores tuvieran opción al referido aval sobre la deuda del sector privado financiero a reprogramarse. Para ello se estableció el pago de una prima creciente a cancelar entre los años 1987 y 1994. Al sector privado no financiero no se le otorgó aval. De esta manera, según enfatizaron las más altas autoridades económicas "*La ciudadanía puede estar segura de que las condiciones obtenidas en este aspecto fueron fruto de arduas negociaciones, que no era prudente alargar más sin incurrir en costos mayores*"<sup>83</sup>.

En estos contratos también se establecieron cláusulas de flexibilización para el manejo de la deuda, tales como las de *onlending* (mecanismos que permitían a los bancos comerciales canalizar fondos de los "dineros nuevos" a usuarios finales específicos) y de *relending*, también para transferir recursos reestructurados a clientes delimitados. Ambos mecanismos permitían a los bancos acreedores, bajo ciertas condiciones y compensaciones, seguir operando en Chile con la moneda nacional que no podía convertirse ni remesarse en divisas en las fechas originalmente convenidas. Generalmente el banco acreedor debía comprometerse también a participar con más dinero fresco.

En una segunda etapa de negociaciones, durante 1986, se abordó el financiamiento externo para el bienio 1987-1988.

El Banco destacó, esta vez en su *Memoria* de 1986, la reestructuración de créditos por US\$12.500 millones, incluyendo el acuerdo para que la totalidad de los créditos y de los dineros nuevos negociados con posterioridad a 1983 no tuvieran vencimientos sino hasta 1991.

Asimismo, se negoció un cambio de frecuencia de pagos de intereses de semestral a anual —el denominado *retiming*— lo cual significó que en 1988 el país pudiera ahorrar US\$447 millones en el servicio de la deuda. Igualmente, se acordó una rebaja

---

83. *Ibid.*, p. 1682.

en las tasas de interés —el denominado *repricing*— lo que significó un ahorro de US\$63 millones para el bienio y de US\$606 millones a lo largo de la vida de los créditos involucrados.

Esta etapa de negociación incluyó también la prórroga de la vigencia de la línea de crédito comercial por un mínimo de US\$1.700 millones hasta fines de 1989. El Banco destacó que en esa etapa el país había obtenido el financiamiento necesario para 1987-1988 “*sin incrementar sus índices de endeudamiento*”<sup>84</sup>.

En definitiva, los resultados de las renegociaciones de este período se pueden apreciar de manera simplificada en el siguiente cuadro.

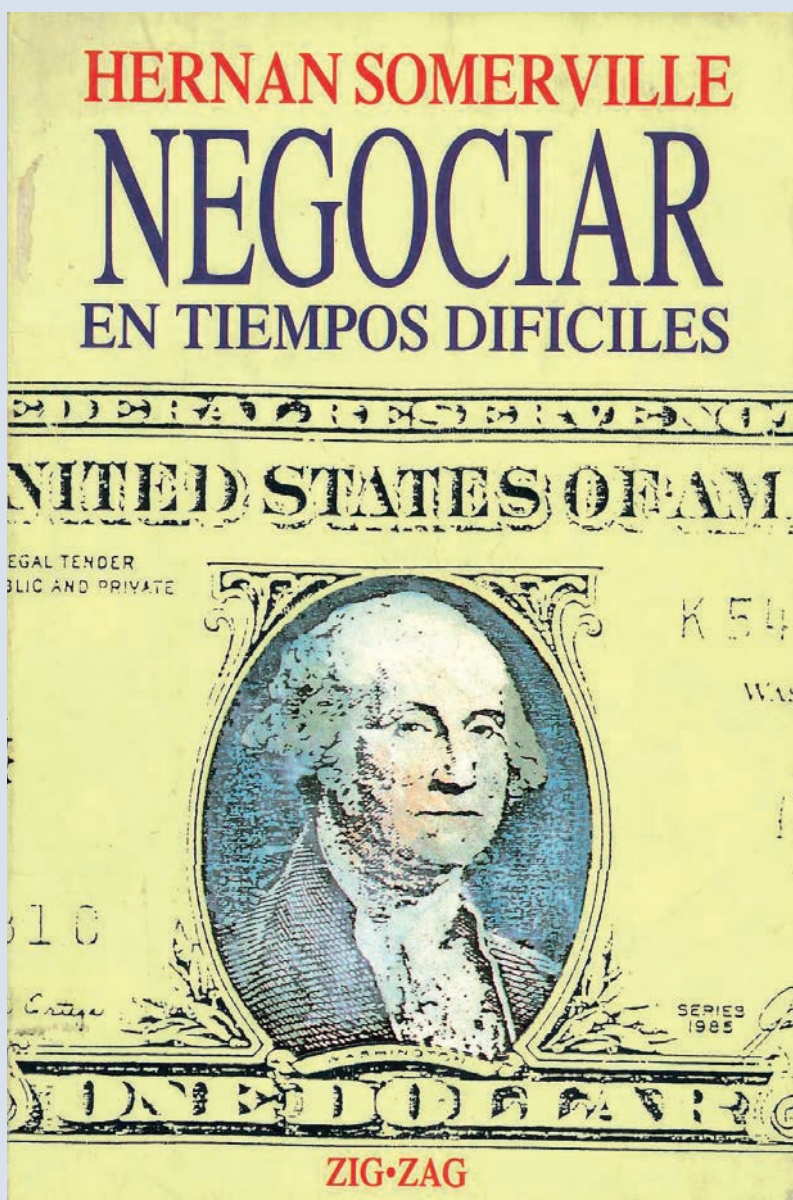
RENEGOCIACIÓN DE LA DEUDA EXTERNA DE CHILE 1983-1988			
Especificación	Monto US\$mm	Plazo	Otras condiciones
<b>Fase 1: años 1983-1984 (ac.29.04.83)</b>			
1.- Bancos acreedores			
- Reprogramación amortizaciones 83-84	3.140	8 (4)	Garantía Estado a sector público y privado financiero
- Dinero nuevo 1983	1.300	7 (3)	Garantía del Estado al Banco Central como deudor
- Facilidad crediticia comercial de corto plazo	1.700		Vigencia 83-84. Garantía del Estado al sector público y privado financiero nacional
2.- FMI			
- Crédito <i>stand by</i>	500 (DEG)	8 (3)	Fecha acuerdo: 10.01.83. Período desembolso: 1983-1984
- Crédito compensatorio	295 (DEG)	5 (3)	Fecha acuerdo: 10.01.83. Período desembolso: 1983
<b>Fase 2: año 1984</b>			
1.- Bancos acreedores			
- Dinero nuevo 1984	780	9 (5)	Garantía del Estado al Banco Central como deudor

84. MABC 1986.

## RENEGOCIACIÓN DE LA DEUDA EXTERNA DE CHILE 1983-1988 *continuación*

Especificación	Monto US\$mm	Plazo	Otras condiciones
<b>Fase 3: años 1985-1987 (ac.01.11.85)</b>			
1.- Bancos acreedores			
- Reprogramación amortizaciones 85-87	4.500	12 (5)	Garantía del Estado al sector público y privado financiero nacional. <i>Relending</i> .
- Dinero nuevo 1985-86	785	10 (5)	Garantía del Estado al Banco Central como deudor. <i>Onlending</i> .
- Cofinanciamiento 1985-86	300	12 (10)	50% garantiza el Banco Mundial. El deudor es el Estado.
- Facilidad crediticia comercial de corto plazo	1.700		Vigencia 85-87. Garantía del Estado al sector público y privado financiero nacional.
- Enmienda N° 1			Se rebajan t. de interés, se cambia período de pagos y se amplían algunos plazos.
2.- Banco Mundial			
- SAL 1	250	15 (3,5)	Contrato: 25.10.85. Desembolso: 85-86.
- SAL 2	250	15 (3,5)	Contrato: 14.12.86. Desembolso: 86-87.
- SAL 3	250	17 (4)	Contrato: 16.12.87. Desembolso: 87-88.
3.- FMI			
- Crédito de facilidad ampliada	750(DG)	8 (3)	Contrato: 30.08.85. Desembolso: 85-88.
- Crédito compensatorio	71(DEG)	5 (3)	Contrato: 20.08.85. Desembolso: 1985.
4.- Club de París 1985-1986			
- Reprogramación amortizaciones julio 85-diciembre 86	145	7((3,5)	Participan: EE.UU., Japón, Inglaterra, Alemania, Francia, España y Austria.
<b>Fase 4: años 1988-1991 (acuerdo 17.06.87)</b>			
1.- Bancos acreedores			
- Reprogramación amortizaciones 88-91	1.310	15 (5,5)	Garantía del Estado al sector público y privado financiero nacional.
- Enmienda N° 2			Se rebajan tasas de interés, se cambia periodicidad de pagos y se amplían algunos plazos.
2.- Club de París 1987-1988			
- Reprogramación amortizaciones abril 87-diciembre 88	175	8	Participan: EEUU, Japón, Inglaterra, Alemania, Francia, España y Austria.
<b>Fase 5: revisión términos años 1983-1991 (acuerdo 15.04.88)</b>	Entre otras: se rebajaron las tasas de interés de varias reestructuraciones y dineros nuevos; se autorizó – sujeta a ciertos límites - la colateralización de futuros dineros nuevos; se amplió la posibilidad de pagos en pesos; se autorizó usar hasta US\$500 millones para rescatar deuda con descuento; se estableció un límite de US\$2.000 millones al cambio de deuda nueva por deuda vieja.		

Fuente: Garcés, Francisco (1988), Comentarios sobre manejo de deuda externa de Chile: Un análisis comparativo, en *Estudios Monetarios X*, p. 151.



Portada del Libro escrito por el Director coordinador de la deuda externa, Hernán Somerville.



## 7. NACEN LOS EXITOSOS MECANISMOS DE CONVERSIÓN DE DEUDA

En el segundo trimestre de 1985, el Banco comenzó a estudiar un “*esquema operativo y regulatorio*” que permitiera canalizar las crecientes proposiciones y solicitudes tendientes a aprovechar el descuento que existía en el mercado —respecto a su valor par, cercano a 30%— de títulos de deuda externa con garantía del Estado.

Según lo relató el director internacional, Francisco Garcés,

*“El National Commercial Bank, de Saudi Arabia, fue el pionero en las capitalizaciones de deuda operando la primera solicitud de inversión capítulo XIX, que ayudó en su oportunidad a definir conceptos y políticas a través del desafío de un caso concreto”<sup>85</sup>.*

El director Garcés también destacó las múltiples razones que llevaron al Banco a reglamentar estas operaciones de conversión de deuda, que tuvieron su punto de partida en la negativa de algunos bancos acreedores de aportar dinero nuevo y su preferencia por capitalizar la deuda, sumado al surgimiento de un embrionario mercado secundario de títulos de deuda externa de países latinoamericanos.

Cabe señalar que los esquemas de conversión de deuda se aplicaron, con distinto éxito, en varios países latinoamericanos, intentando aprovechar los sustanciales descuentos con que se cotizaban algunos pagarés de la deuda externa, tal como se ejemplifica en el siguiente cuadro.

### COTIZACIÓN DE PAGARÉS DE LA DEUDA EXTERNA

(% valor par comprador; promedio a fines de cada trimestre)

País	1986	1987	1988	1989	1990
Argentina	64	48	24	16	15
Brasil	74	53	47	30	25
Chile	66	62	58	60	67
Colombia	81	79	63	59	62
Ecuador	65	44	23	13	17
México	58	53	48	39	43
Perú	20	11	5	4	5
Venezuela	75	64	50	37	44

Fuente: Ffrench-Davis, Ricardo, *“Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad. Tres décadas de política económica en Chile”*, Dolmen Ediciones, 1999, p. 232.

85. Garcés, Francisco (1987). “Comentarios sobre conversiones de deuda externa en Chile”. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 710, abril, p. 859.

A lo anterior se sumó el análisis que hizo el Banco sobre los beneficios de establecer un programa de conversión de deuda en capital de riesgo, destacando no solo el obvio mejoramiento de los índices de endeudamiento externo, sino también las ventajas atribuidas a la inversión extranjera y a la llegada de capitales que ayudarían a los procesos de privatizaciones en que se encontraba el país.

El ministro Büchi señaló, a fines de 1986, que la aplicación de estos mecanismos, que han recibido la unánime aprobación de la comunidad financiera internacional

*"[...]implica aprovechar para el país, a través de libres transacciones entre particulares, la existencia de un mercado secundario en el cual sus títulos de deuda externa se transan con un descuento, descuento que, desde luego, la política económica chilena no ha hecho nada por fomentar"<sup>86</sup>.*

Los mecanismos básicos establecidos *ad hoc* para conversión de deuda externa fueron dos y ellos requirieron acuerdos específicos del Comité Ejecutivo del Banco.

En mayo de 1985 se aprobaron los capítulos XVIII y XIX del *Compendio de Normas de Cambios Internacionales* (CNCI), los cuales experimentaron algunas modificaciones y perfeccionamientos posteriores y se constituyeron en los principales instrumentos de canalización de las operaciones que permitieron una significativa disminución de la deuda con los acreedores extranjeros.

El Comité Ejecutivo destinó una parte sustantiva de sus sesiones, durante este cuatrienio, a analizar las múltiples y diversas operaciones específicas de conversión de deuda, muchas de las cuales requirieron un trabajo previo inédito en el Banco. Como se verá, parte de la estructura organizativa de la institución debió adaptarse a estas nuevas funciones y responsabilidades del instituto emisor.

El presidente Seguel destacó, a mediados de 1987, que al examinar la evolución del mercado financiero y sus perspectivas,

*"no es posible desconocer la influencia que han tenido los mecanismos de conversión de deuda en el fortalecimiento del mismo. Esta contribución se ha manifestado no solo a través de una mayor actividad de intermediación, sino que muy especialmente a través del fortalecimiento de la situación patrimonial de bancos y empresas"<sup>87</sup>.*

---

86. Büchi, Hernán (1986b). *Op. cit.*, p. 3104.

87. Seguel, Enrique (1987b). *Op. cit.*, p. 2269.

En 1988, la *Memoria* institucional destacó que ese año las reducciones de deuda por los diversos mecanismos de conversión habían alcanzado a más de US\$2.900 millones, acumulando con ello más de US\$6.200 millones desde mediados de 1985.

Esta última cifra representaba alrededor de 36% de la deuda externa total de mediano y largo plazo a fines de 1984.

## **El capítulo XVIII del CNCI: conversión sin acceso a compra de divisas**

El capítulo XVIII reglamentó la adquisición de títulos de deuda externa para efectuar operaciones en el país, sin que se originase por esto derecho de acceso al mercado de divisas para remesar capital y utilidades.

En términos generales, la adquisición de títulos bajo este capítulo requería la suscripción previa de un convenio entre el adquirente y el deudor, por el que se estipulaba que la obligación sería pagadera en Chile, de inmediato, contra la entrega del documento, al contado, con o sin descuento, y en moneda nacional. Alternativamente, se podía sustituir el título en Chile por uno o más documentos, expresados en moneda nacional, en unidades de fomento o en moneda extranjera pagadera en pesos chilenos.

En el mismo convenio, el deudor original debía renunciar al acceso al mercado de divisas para el pago de la deuda externa y devolver al Banco Central de Chile el certificado respectivo que le otorgaba dicho acceso, para su inutilización o modificación, según correspondiera.

Cada operación debía efectuarse utilizando la intermediación de una empresa bancaria. De esta manera, las personas que adquirieran títulos de deuda externa bajo el capítulo XVIII debían entregarlos a un banco que actuaba como mandatario para solicitar al Banco Central el canje del título de deuda original y completar el proceso de conversión.

Las empresas bancarias debían participar en un sistema de licitación de cupos que, quincenal o mensualmente, llamaba el Banco Central y que en definitiva fijaba el límite máximo del valor de los títulos que podían canjearse por este mecanismo. No obstante, en agosto de 1986 se agregó una modalidad diferente al capítulo XVIII, el anexo 4, que permitió efectuar operaciones de conversión fuera de cupos, con autorización caso a caso del Banco Central, cuando se cumplieran ciertos requisitos en empresas productivas que desearan capitalizar sus deudas.

De acuerdo al director internacional del Banco, los efectos negativos en el mercado cambiario informal o paralelo, podían provenir esencialmente de las demandas excesivas

originadas en el capítulo XVIII para compra de títulos de deuda externa por residentes chilenos que no disponían de tenencias de divisas en el exterior. Ello se reflejaría en una diferencia demasiado grande entre la cotización oficial y la del mercado paralelo —digamos mayor de 10%— la cual pudiera generar expectativas de devaluación u otras consecuencias indeseadas.

El funcionario sostuvo que la brecha entre ambas cotizaciones habría fluctuado entre 23% y 4% en los últimos dos años. El mercado paralelo, según Garcés, “tiene por base de legitimidad el principio de libertad individual y la ‘no habitualidad’ de las transacciones” y estaba regido por el artículo 12 de la Ley de Cambios y el capítulo VII del *Manual de Cambios Internacionales*<sup>88</sup>.

Al finalizar 1988 se había reducido la deuda externa por un total de US\$2.130 millones a través de operaciones acogidas al capítulo XVIII, en sus diversas modalidades.

## **El capítulo XIX del CNCI: inversiones extranjeras con títulos de deuda externa**

Esta normativa reglamentó las operaciones para permitir que personas con residencia y domicilio en el exterior pudieran realizar inversiones en Chile, a través de la adquisición y uso de títulos de deuda externa, pudiendo el Banco Central otorgarles el acceso al mercado de divisas para remesar el capital y las utilidades que generara la inversión.

Las personas interesadas en invertir debían presentar al Banco Central una solicitud con una serie de antecedentes de los potenciales inversores y del destino de los recursos que se invertirían en el país. La moneda nacional que recibía el inversionista, en canje de los títulos de deuda externa, solo podía ser utilizada en la materialización de la inversión autorizada por el Banco Central. Dicha inversión quedaba sometida a vigilancia del Banco por toda su vida útil.

Se consideró que las operaciones del capítulo XIX no deberían afectar los mercados cambiarios —paralelo y oficial— en la medida en que estuviera bien identificado el inversionista y este cumpliera con las normas.

Para el director internacional del Banco, la experiencia chilena en esta materia demostró que los potenciales efectos macroeconómicos desestabilizadores de las conversiones de

---

88. Garcés, Francisco (1987). *Op. cit.*, p. 867.

deuda externa sobre la tasa de inflación, el déficit fiscal o el mercado cambiario, “*podieron ser efectivamente anulados*”<sup>89</sup>.

Las solicitudes presentadas al Banco podían ser aceptadas o rechazadas por el Comité Ejecutivo, sin expresión de causa, o condicionadas a algún requisito especial, por ejemplo, que la inversión fuera complementada por una proporción con divisas de libre disponibilidad.

El Banco podía otorgar al inversionista, nominativamente, acceso al mercado de divisas para transferir el capital y las utilidades que la inversión pudiera originar. En todo caso, los capitales no podían remesarse antes de transcurrido un plazo de diez años, contado desde la fecha de materialización de la inversión, y las utilidades no podían remesarse antes de un plazo de cuatro años, contado desde esta misma fecha. El tipo de cambio aplicable para las remesas era el del mercado bancario.

Hay que señalar que las inversiones extranjeras bajo el capítulo XIX, además de la exigencia de mayor plazo de remesa del capital y utilidades, no gozaban de varias de las ventajas que tenían las acogidas al régimen general del DL 600. Entre otras, se puede mencionar la formalización mediante un contrato con el Estado, la opción de invariabilidad tributaria y otros beneficios de tipo cambiario para inversiones mayores.

A juicio del presidente del Banco, al evaluar la importancia del esquema establecido por el capítulo XIX, era necesario mencionar que a través del mismo

*“[...]se ha concretado la participación en nuestra economía de importantes empresas internacionales, tales como: Bankers Trust, Santillana de España, The Gillete Co., Eastman Kodak Co., Banesto Banking Corp., Carter Holt y Shell, entre otras”*<sup>90</sup>.

No obstante, Seguel también enfatizó que la mayor parte de las operaciones —150 a abril de 1988— eran de tamaño medio y en rubros no tradicionales, con destino diferente a los grandes proyectos mineros o industriales que conociera el país en el pasado. Destacó, asimismo, que

*“En días pasados se autorizó la primera operación al amparo del anexo N° 2 del capítulo XIX, es decir, fondos de inversión internacionales, lo que significará*

---

89. Garcés, Francisco (1988). “Mecanismos alternativos para atenuar el problema del endeudamiento externo: la experiencia chilena reciente”. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 727, septiembre, p. 2361.

90. Seguel, Enrique (1987b). *Op. cit.*, p. 2269.

*un impulso adicional a los importantes avances experimentados por el país en sus mercados de capitales*"<sup>91</sup>.

Las operaciones de inversión bajo el capítulo XIX adquirieron volúmenes más importantes en el bienio 1987-1988, totalizando una disminución acumulada de deuda externa de US\$1.839 millones en todo el período.

En julio de 1988, el Comité Ejecutivo creó el Departamento de Control de Operaciones de Conversión Deuda Externa, bajo la dirección de Operaciones, cuyas funciones fundamentales se definieron como "*constatar la materialización de operaciones Capítulo XIX y Anexo 4 del Capítulo XVIII*", "*constatar la permanencia de las inversiones amparadas en el Capítulo XIX*" (incluyendo control en terreno), "*analizar modificaciones y/o interpretaciones de los acuerdos*", y "*establecer los derechos a remesas de utilidades de las inversiones Capítulo XIX*".

## **Canales adicionales de reducción de la deuda externa**

Otro procedimiento de conversión de deuda fue el artículo 2° letra (e) del Estatuto de Inversión Extranjera —Decreto Ley 600 de 1974— que autorizaba la inversión en títulos de deuda y que solo podía efectuarse en forma directa, vale decir, sin cambiar el deudor original. Para tal efecto, el inversionista ofrecía modificar sus antiguos contratos de DL 600, reemplazando el plazo de tres años de remesa de capital, renovándolos y aceptando los plazos definidos de 10 y 4 años para la remesa de capital y utilidades correspondiente a la inversión con títulos de deuda.

La capitalización de deuda bajo esta modalidad alcanzó a US\$250 millones en el cuatrienio y en su implementación debían intervenir tanto el Banco como el Comité de Inversiones Extranjeras.

Otra forma directa de reducir deuda externa se pudo comenzar a operar después que en agosto de 1988 se introdujeron varias enmiendas a los contratos con los acreedores, entre otras, la denominada cláusula 5.11.

Esta enmienda permitió al Banco Central utilizar hasta US\$500 millones de reservas para rescatar deuda externa con descuento en el mercado secundario, bajo ciertas condiciones que no fueran discriminatorias. Es así como el Comité Ejecutivo acordó "*formular una propuesta de pago anticipado en dólares[...]de los créditos que adeuda*

---

91. Seguel, Enrique (1988a) *Op. cit.*, p. 1198.

*el Banco Central con ocasión de los contratos de reestructuración y de dinero nuevo, en las condiciones previstas[...]”.*

En el memorándum de oferta, según lo atestiguaron el ministro de Hacienda y el presidente del Banco,

*“El Banco Central cree firmemente que la participación de sus acreedores en la oferta de compra mejorará sustancialmente la situación de deuda externa de Chile y beneficiará a sus acreedores, incluyendo aquellos que puedan elegir no participar”<sup>92</sup>.*

En definitiva, en la primera operación de acuerdo a la cláusula 5.11, el Banco recompró títulos de su propia deuda externa por valor nominal de casi US\$300 millones, utilizando solo US\$170 millones de sus reservas internacionales, provenientes del Fondo de Estabilización del Cobre (FEC).

## **8. OTRAS POLÍTICAS MODERNIZADORAS LIGADAS A LOS CONVENIOS CON EL BANCO MUNDIAL Y EL FMI**

En esta sección se destacarán algunos de los principales aspectos colaterales vinculados a los convenios negociados con el Banco Mundial y el FMI en el período 1985-1988 y en que tuvo participación el Banco.

### **Creación del Fondo de Estabilización de los Ingresos del Cobre (FEC)**

El FEC tuvo su origen en 1985, en el contexto de la negociación del programa de ajuste estructural con el Banco Mundial en su primer tramo (SAL I). Cabe recordar que Chile ya había establecido, mediante la Ley 3.653 de 1981, que los ingresos provenientes de precios del cobre por sobre un precio de “referencia” fueran utilizados solo en ciertos fines predeterminados.

En la carta de intenciones (*Letter of Intent*) de las autoridades chilenas se comunicó que para estabilizar la variación del tipo de cambio real, el gobierno de Chile había decidido establecer un Fondo de Estabilización de los Ingresos del Cobre, y agregó que

---

92. ASCE N° 1896, 8 de noviembre de 1988.

el FEC "será un depósito de la Tesorería en el Banco Central y será incorporado a las reservas internacionales del Banco"<sup>93</sup>.

Se acordó una fórmula para la determinación precisa de los depósitos o retiros que se podían hacer en o de la cuenta del FEC en el Banco Central. Los depósitos o retiros dependían de la diferencia entre el precio efectivo y el precio de referencia. Este último se estimó originalmente en 61,5 centavos de dólar por libra de cobre y se fue reajustando hasta llegar a 79 centavos en 1989.

En términos simples, si el precio efectivo excedía (o era menor) en 5 centavos o menos al de referencia, no se producían depósitos (retiros) en el FEC. Con diferencias mayores era necesario hacer depósitos (retiros) en porcentajes que eran crecientes acorde a la diferencial.

El FEC recibió críticas desde su implantación pues no se le consideró un mecanismo especialmente idóneo para el objetivo explícito que se le atribuyó, cual fue la estabilidad del tipo de cambio real. En todo caso, se reconoció su utilidad al obligar a ahorrar ingresos extraordinarios en tiempos de bonanza del precio del cobre.

De acuerdo al ministro Büchi,

*"La acumulación de reservas durante 1988 se gobernó básicamente por el procedimiento diseñado para el FEC, que obliga al fisco a ahorrar una porción de los excedentes de CODELCO, provenientes de un precio superior al proyectado, y al Banco Central a guardar esos recursos como reservas internacionales, o alternativamente, a rescatar con ellos la deuda externa"*<sup>94</sup>.

En 1988, la Ley 18.768 estableció que esos ingresos solo se podían utilizar en "amortizaciones extraordinarias de la deuda pública".

El FEC ascendió, al 31 de diciembre de 1988, a US\$524 millones y de esta cifra, US\$170 millones fueron utilizados para un rescate extraordinario (*pay back*) de deuda externa.

---

93. "Evaluation of the Chilean Copper Stabilization Fund", Chile, Current Macroeconomic Situation and Prospects, March 3, 1992, Document of the World Bank, p. 49.

94. Büchi, Hernán (1989). *Op. cit.*, p. 13.



## Medidas complementarias de fomento de las exportaciones

Además de las políticas cambiaria y arancelaria, consideradas como los instrumentos más poderosos de estímulo al sector exportador, durante el cuatrienio se adoptó una serie de medidas específicas —varias administradas por el Banco— que se sumaron a otras ya existentes en beneficio de los exportadores.

En el contexto del SAL se aprobó la Ley 18.480 que estableció un sistema simplificado de reintegro del 10% del valor fob líquido de retorno de las exportaciones, aplicable a aquellos productos que se habían exportado por montos inferiores a US\$2,5 millones, como promedio, en 1983-1984.

De esta manera, se explicó, las exportaciones menores quedaron con un mecanismo más ágil que el de devolución de gravámenes aduaneros establecido anteriormente.

Adicionalmente, se extendió el ámbito de acción de los almacenes particulares; se eximió del impuesto de Timbres y Estampillas a las operaciones de crédito para el financiamiento de exportaciones; se amplió los márgenes de crédito para prestar a una persona o empresa cuando fuera exportador; se creó líneas especiales de crédito con recursos estatales y del Banco Mundial, con énfasis en proyectos de exportación, y se estableció una línea de crédito del Banco Central para financiar exportaciones a América Latina<sup>95</sup>.

Todas estas medidas se sumaron a otras que establecieron diversos mecanismos de devolución de impuestos indirectos a los exportadores, además de otras modernizaciones que, tal como lo subrayó Büchi, promovían indirectamente las exportaciones, tales como: legislación laboral, modernización portuaria, modernización de la marina mercante y transporte, desarrollo del mercado de capitales, creación de Prochile y un clima propicio para el exportador.

Algunas de las disposiciones específicas destacadas por el ministro fueron:

- i) DH 409, que permitió que un exportador obtuviera un crédito fiscal por los gravámenes aduaneros correspondientes a los insumos importados incorporados en la producción de bienes finales exportados;
- ii) DH 224, que permitió la suspensión de gravámenes aduaneros para insumos;
- iii) DL 825, que otorgó el beneficio a los exportadores de recuperar el IVA pagado por aquellos insumos que se incorporan a una exportación;

---

95. Büchi, Hernán (1987). "Hacia una economía exportadora" *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 711, mayo.

- iv) DL 1226 que permitió diferir y, finalmente, no cancelar los derechos aduaneros correspondientes a bienes de capital importados y que fueran utilizados para producir una exportación, y
- v) a las *zonas francas* ubicadas en los extremos del país se les otorgó una serie de incentivos tributarios para el procesamiento y exportación de productos.

## La segunda ronda de privatizaciones

En esta etapa hubo importantes avances en el proceso de privatización de empresas públicas —paralizado durante la recesión—, reprivatización de otras y difusión de su propiedad.

La reprivatización de las empresas de la denominada “área rara” tuvo como objetivo que el Estado retornara al sector privado a aquellas empresas que habían pasado a sus manos durante los años 1982-1984 como consecuencia de las intervenciones bancarias y de los principales conglomerados económicos.

El “área rara” llegó a tener unas 40 empresas, algunas de ellas bastante grandes y representativas de una fracción importante del PIB.

Como ya se anticipó, el ministro Collados manifestó, en abril de 1985, que el gobierno,

*“[...] siempre fiel a su propósito de extender la propiedad masivamente entre los chilenos, ha creado el capitalismo popular para la recapitalización y la reprivatización de las instituciones financieras intervenidas”.*

El ministro agregó que, en la medida en que empresas claves de la economía nacional, como eran los bancos y las AFPs, pertenecieran a una gran cantidad de pequeños accionistas, “*surgirá un contrapeso de poder económico ante los grandes conglomerados[...]*”. El nombre “capitalismo popular” provino de la experiencia inglesa de las privatizaciones de comienzos de los años ochenta<sup>96</sup>.

Por otra parte, en esta etapa también se procedió a la privatización de un número importante de las empresas públicas tradicionales.

---

96. Collados, Modesto (1985). *Op. cit.*, p. 1126.

Algunas de las empresas que tradicionalmente habían sido públicas y fueron privatizadas en esta fase fueron: Cap, Chilmetro, Chilgener, Chilquinta, Ctc, Emec, Emel, Enaex, Endesa, Entel, Iansa, Laboratorio Chile, Pilmaiquén, Soquimich, Schwager y Telex.

A juicio de Rodrigo Vergara, el propósito de esta fase de privatización *“fue dar al sector privado, y a la economía en su conjunto, un impulso decisivo”*<sup>97</sup>.

Cabe recordar que una característica del contexto internacional de ese período, como lo destacaron las autoridades, fue la generalización de los procesos de privatización de empresas. Así lo consignó el ministro vicepresidente Ejecutivo de Corfo, Guillermo Letelier, al señalar que

*“Durante la década del 80, el concepto de “privatización” forma parte integrante de las políticas económicas de cualquiera de los actuales gobiernos. El proceso es férreo en la conservadora Inglaterra; está en práctica en Francia y España, gobernadas por mandatarios socialistas, y ha iniciado su aplicación en los países de la Europa Oriental”*<sup>98</sup>.

Efectivamente, en el período 1985-1988, de acuerdo con el ministro Letelier, se produjo la venta, por ofrecimiento general al público, de 27 empresas, la mayoría de gran tamaño. Aquellas que no fueron transferidas mediante el sistema de ventas a los trabajadores, ahorrantes o inversionistas pequeños, se enajenaron mediante un sistema de licitaciones públicas *“absolutamente transparente e informado”*.

Otra forma de visualizar la relevancia macroeconómica de las privatizaciones en este período es a través de su impacto en el balance del sector público, tal como se aprecia en el siguiente cuadro.

---

97. Vergara, Rodrigo (1996). “Privatización de la Banca: la experiencia chilena”, *Estudios Públicos* N° 63, invierno, CEP, p. 341.

98. Letelier, Guillermo (1988). “Privatización de empresas en Chile”, en *Estudios Monetarios X*, Banco Central de Chile, p. 113.

## PRIVATIZACIONES EN EL BALANCE DEL SECTOR PÚBLICO 1985-1988

(moneda nacional y extranjera en millones de pesos de 1987)

	1985	1986	1987	1988
Venta de activos financieros Corfo millones \$ 1987	1.709	47.793	78.056	118.127
% ingresos sector público	0,1	3,7	5,6	7,2
Total venta de activos sector público millones \$ 1987	35.442	71.251	108.134	144.766
% ingresos sector público	2,9	5,6	7,7	8,9
Balance sector público				
Déficit tradicional	-71.586	-21.292	105.068	184.388
Déficit ajustado <sup>(*)</sup>	-73.900	-41.051	63.404	91.426

(\*) Déficit tradicional menos venta de activos, menos recuperación préstamos, más inversión financiera.

Fuente: Mario Marcel, Privatización y finanzas públicas: el caso de Chile, 1985-88, *Colección Estudios Cieplan* N° 26, junio 1989, p. 39.

Sin duda el proceso de privatizaciones estuvo sujeto a numerosas críticas. Marcel aseguró que *"al tomar en cuenta sus efectos de largo plazo, el resultado sobre las finanzas públicas será negativo[...]"*<sup>99</sup>. En general, otras variadas críticas apuntaron, entre otras, a la venta de las empresas a precios inferiores a su valor económico, la concentración del ingreso y el *"timing"* inadecuado<sup>100</sup>.

Para el ministro Büchi —a vía de balance— a pesar de períodos transitorios en los cuales existió una mayor intervención estatal, *"rápidamente el gobierno volvió a reprivatizar empresas y a fortalecer la empresa privada en general, para así promover el crecimiento y la inversión del país"*<sup>101</sup>.

El ministro también destacó otras áreas de modernización institucional:

*"Otro aspecto importante de la política económica aplicada en los últimos cuatro años ha sido la consolidación de las modernizaciones previamente introducidas en la institucionalidad económica; particularmente en lo que se refiere al sistema previsional, legislación laboral y fortalecimiento en la eficiencia en el desempeño de las empresas públicas"*<sup>102</sup>.

99. Marcel, Mario (1989). Privatización y finanzas públicas: el caso de Chile, 1985-1988, *Colección Estudios Cieplan* N° 26, junio 1989.

100. Sánchez, Rafael (2005). "Privatizaciones: una revisión", Libertad y Desarrollo, marzo.

101. Büchi, Hernán (1988e). "Discurso en el Consejo de las Américas". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 726, agosto, p. 2094.

102. Büchi, Hernán (1988b). "Discurso del gobernador por Chile en la XXIX Asamblea del BID", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 721, marzo, p. 615.

## RECUADRO VII

### Nueva legislación para la banca reprivatizada

La superación de la crisis financiera requirió no solo de capitalización y reprivatización de la mayor parte de la banca sino también, y muy principalmente, de un nuevo marco regulatorio.

Se reconoció ampliamente que entre los principales factores causantes de la crisis estuvieron un ineficiente aparato de supervisión de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) —antes Superintendencia de Bancos—, con insuficiencia de mecanismos de “tipo preventivo”, falta de señales y transparencia para que los depositantes discriminaran entre bancos según el riesgo de sus carteras de inversiones, y ausencia de canales alternativos a la intervención oficial para resolver los problemas patrimoniales o de liquidez por el que las instituciones pudieran atravesar.

A solucionar estas debilidades se enfocó la Ley 18.576 aprobada a fines de 1986 y complementada por la Ley 18.707 de 1988. Las modificaciones quedaron incorporadas en la Ley General de Bancos<sup>1</sup>.

Hay que recordar, tal como se adelantó en el capítulo V, que desde comienzos de los años ochenta, la Superintendencia —fundamentalmente por la vía administrativa— había comenzado un tímido proceso de clasificación de cartera de colocaciones, medición de créditos relacionados y exigencia de constituir provisiones.

En ese aspecto, la nueva ley vino a crear un marco institucional para una “*banca realmente privada, competitiva y estable en el tiempo*”<sup>2</sup> y formalizar la mayoría de dichas iniciativas. Se reforzó la supervisión al convertir regulaciones previas de la Superintendencia en disposiciones legales y darle más poder a la SBIF.

Los principales cambios legislativos incorporados en 1986 estuvieron orientados al control preventivo, la transparencia, los mecanismos de ajuste y el tema de las presunciones de los problemas financieros en las instituciones bancarias.

---

1. Ramírez, Guillermo y Francisco Rosende (1989). “Análisis de la legislación bancaria chilena”, *Serie de Estudios Económicos* N° 35, Banco Central de Chile.

2. SBIF, Ley Bancaria Chilena, Santiago, 1986.

## Control preventivo y transparencia

En relación al control preventivo y transparencia del negocio bancario se le reconoció explícitamente a la SBIF, en varios artículos, un papel activo en la medición de la calidad de las inversiones bancarias.

Para tal efecto, entre otros mecanismos, se hizo referencia a una serie de indicadores que describieran adecuadamente cuál era la salud de la banca, y se requirió a la Superintendencia a publicar, a lo menos tres veces al año, un informe, pormenorizado e individual, que contuviera su opinión sobre la adecuación del capital de cada banco, el resultado de la clasificación de los activos, las provisiones que los cubrían y sus efectos patrimoniales.

Asimismo, se reglamentó el establecimiento de empresas privadas clasificadoras de riesgo y se estableció que cada entidad bancaria debía contar con dos evaluaciones privadas en el curso de un año.

Se implantó fuertes restricciones a la capacidad que tenían los bancos para realizar negocios con partes relacionadas, entre otras: el total de créditos otorgados a personas relacionadas no podría sobrepasar el capital pagado y reservas del banco, sin perjuicio de los límites individuales que ya eran aplicables a cada ente relacionado por separado; no se podían otorgar créditos a entidades relacionadas en condiciones más favorables que al resto de los deudores; la Superintendencia podía enunciar "presunciones de relación", y se estableció una definición más estricta del concepto de garantías reales.

Se incorporó exigencias adicionales de liquidez para los bancos, instaurando la presencia de problemas de liquidez cuando se incumplía la disposición que exigió mantener una reserva técnica por aquellas obligaciones a la vista que excedieran dos veces y media el capital y reservas.

Por último, se dispuso importantes limitaciones al "secreto bancario" en el ámbito de las colocaciones, reduciéndolo exclusivamente a lo relacionado con la protección de la privacidad del depositante.

## Mecanismos de ajuste

En lo referente a los mecanismos de ajuste, un objetivo básico fue que los riesgos de la actividad bancaria fueran compartidos entre los accionistas, los depositantes y el Estado.

Para este efecto, la nueva legislación dispuso, entre otros elementos, la plena convertibilidad, esto es, la garantía del Banco Central para las deudas líquidas del sistema bancario, definiéndolas como los depósitos a la vista y depósitos a plazo con plazo residual igual o menor a diez días.

Estrechamente ligado a lo anterior, se estableció la exigencia de una reserva técnica a la banca comercial, como ya se señaló, por las deudas líquidas que excedieran dos veces y media el capital y reservas, de manera que se pudiera pagar los depósitos a la vista en el caso de que la insolvencia de una institución financiera terminara en su liquidación forzosa.

Para casos de problemas moderados de solvencia, se exigió a los accionistas la reposición del capital en un monto necesario para encuadrar a la entidad bancaria en la relación 20:1 de deuda a patrimonio.

En casos de problemas severos de insolvencia o de iliquidez permanente, se dispuso que los acreedores o depositantes que tuvieran deuda bancaria a plazos diferentes a los pasivos líquidos, pudieran acordar con la entidad en crisis un convenio destinado a convertir dicha deuda en capital de la entidad.

De acuerdo con Ramírez y Rosende *"este mecanismo constituye pieza clave de la nueva ley y su aplicación es consustancial al principio de los riesgos compartidos"*<sup>3</sup>.

Como medida de transición, y considerando que se había otorgado garantía total a los depósitos hasta 1986, durante 1987 y 1988 se concedió garantía a los depósitos previo pago de una prima uniforme por el sistema financiero, a la cual adherían voluntariamente las instituciones.

El mecanismo consistió en un programa de reducción paulatina de la cobertura del seguro desde 90% a comienzos de 1987 hasta 60% a fines de 1988. Con posterioridad, regiría la garantía de 90% para depósitos a plazo hasta un monto

---

3. Ramírez, Guillermo y Francisco Rosende (1989). *Op. cit.*, p. 22.

aproximado de UF120 por depositante, con una prima anual de 0,0625% sobre el promedio de depósitos garantizados, y además, el cumplimiento de determinados “compromisos de capital”.

Por último, mediante la capitalización entre bancos, se permitió que entidades bancarias particulares participaran en el rescate de un banco en crisis, mediante un crédito subordinado computable como capital. En todo caso, ningún banco podía conceder créditos de esta naturaleza por una suma superior al 25% de su capital pagado y reservas.

La nueva ley, como se desprende de lo ya señalado, incorporó canales privados de ajuste, frente a problemas en los estados financieros de un banco, vale decir, se pretendió evitar que la intervención del gobierno fuera el único camino disponible para resolver eventuales dificultades que pudieran afectar al sector.

En este sentido, de acuerdo a Günther Held y Raquel Szalachman,

*“Se introdujo explícitamente presunciones sobre situaciones financieras problemáticas y medidas para superarlas, incluyendo aportes de capital por parte de los accionistas, la capitalización de depósitos y la remisión de parte de las obligaciones del banco o sociedad financiera”<sup>4</sup>.*

## Importancia de las presunciones de problemas financieros

En efecto, el nuevo Título XV de la Ley General de Bancos enunció diversas presunciones acerca de situaciones que comprometían la solvencia de las instituciones financieras, y la secuencia de medidas que debían adoptarse para superar tales situaciones.

Así, se presumiría una situación de inestabilidad financiera cuando, entre otras señales: i) la razón deuda-patrimonio excediera de 20 veces; o, ii) por efecto de pérdidas no provisionadas aparecidas en dos estados financieros consecutivos, se desprendiera que, de mantenerse la proporción de aumento de esas pérdidas, en los siguientes seis meses la razón deuda-patrimonio excedería las 20 veces.

---

4. Held, Günther y Raquel Szalachman (1989). “Liberalización, crisis y reforma del sistema bancario: 1974-1999”, en *Reformas, crecimiento y políticas sociales en Chile desde 1973*, Cepal, p. 59.



En estos casos se requería una capitalización “preventiva”.

Por otra parte, se presumían problemas severos de solvencia cuando en una institución: i) el valor de sus activos menos provisiones, deducidas las pérdidas no provisionadas, menos sus pasivos exigibles, fuera igual o inferior a 40% del capital pagado y reservas; o ii) se infringieran en forma reiterada las normas de administración financiera impuestas por el Banco Central para otorgar préstamos de urgencia a más de 15 días, o para renovar los ya concedidos.

En estos casos se presumiría que la institución financiera presenta problemas de liquidez permanente.

En estas últimas circunstancias, el directorio de la institución debería presentar convenios a los acreedores a plazo, los cuales debían contar con la aprobación de la Superintendencia y de la mayoría absoluta del pasivo pertinente. Si los acreedores rechazaban el convenio, la Superintendencia debía declarar la liquidación forzosa.

También se creó una tercera opción de regularización, cual fue el rescate mediante créditos concedidos por otras instituciones.

Finalmente, la reforma mantuvo la liquidación forzosa si la institución caía en una situación de absoluta insolvencia, la cual se declaraba previo acuerdo del Comité Ejecutivo del Banco Central. En cuyo caso el Banco gozaba de preferencia en el cobro de las acreencias.

Un requisito importante impuesto a los bancos fue la creación de incentivos para detectar los problemas financieros en un estado preliminar, para lo cual se requirió a la gerencia del banco reportar prontamente las anomalías que pudiera observarse en los estados financieros de la institución.

La legislación también incluyó medidas para evitar que instituciones financieras con problemas pudieran mantenerse líquidas captando recursos del público a través de mayores tasas de interés pasivas. Esto se llevó a efecto por una modificación a la Ley Orgánica de la Superintendencia —artículo 19bis— donde se estableció que se calificaría como inestable o con administración deficiente a la institución financiera que *“haya pagado tasas de interés al público que superen en un 20% o más los promedios que correspondan a instituciones financieras de su misma especie, en el curso de tres o más meses del mismo año”*<sup>5</sup>.

---

5. *Ibid.*, p. 68.

## Clasificación de créditos

Interesante resulta consignar que la Superintendencia informó por primera vez al público los riesgos de cartera del sistema financiero, en mayo de 1987. Las categorías de riesgo y sus pérdidas esperadas fueron las siguientes:

Clasificación de créditos	Categoría	Pérdida esperada (%)
Riesgo normal	A	0
Riesgo potencial superior al normal	B	1
Con pérdidas esperadas	B-	20
Con pérdidas esperadas significativas	C	60
Irrecuperables	D	90

Fuente: Held, Günther y Raquel Szalachman, Regulación y supervisión de la banca en la experiencia de liberalización financiera en Chile (1974-1988), Cepal, mayo 1989, p. 60.

En la información de mayo de 1987 se incluyó 41 instituciones, entre bancos y sociedades financieras, registrando un riesgo promedio —o “pérdida esperada”— para el sistema total de 6,58%.

Los bancos con los mayores indicadores fueron, en esa oportunidad, el Banco de Santiago (12,19%), el Banco de Colombia (10,59%), el Banco de Chile (10,38%), el Banco de Tokio (9,89%), el Centrobanco (9,28%) y el Banco del Estado (8,23%).

Según lo aseveraron Held y Szalachman,

*“A fines de 1986 alrededor del 95% de los activos (incluyendo inversiones, bienes y títulos recibidos en pago, activos fijos) de la banca eran objeto explícito de evaluación de riesgo y todos los riesgos se encontraban plenamente provisionados”<sup>6</sup>.*

## Comentarios y críticas

Al evaluar los cambios efectuados a la Ley General de Bancos en 1986, diversos analistas le atribuyeron incuestionables méritos en comparación con la legislación precedente, aunque también hubo espacios para su perfeccionamiento.

---

6. *Ibid.*, p. 60.

*“No cabe duda que las modificaciones representan un categórico avance en el modelo de regulación y supervisión de la solvencia de las instituciones financieras”, aseguraron Held y Szalachman.*

Entre las debilidades que todavía subsistían, mencionaron: el uso de variables distintas para definir las presunciones de inestabilidad financiera y de problemas de solvencia puede “traer consigo anomalías en los rangos en que actúan estas presunciones”; el retiro de la garantía de los depósitos no sería muy útil si los depositantes “continúan comportándose tal como si sus depósitos contaran con una garantía implícita del Estado”; en cuanto a las reservas técnicas “puede suceder que instituciones plenamente solventes tengan que inmovilizar recursos como reservas técnicas (y viceversa)”, y la Superintendencia todavía mantendría un “exceso de poderes discrecionales que no tienen un contrapeso adecuado”, aunque en algunos casos el Banco Central cumple el papel de instancia de apelación<sup>7</sup>.

Por otra parte, al comentar los “canales privados de ajuste” incorporados en la nueva legislación, Ramírez y Rosende señalaron que ello funcionaría solo si la autoridad enviaba señales claras al respecto:

*“La utilización de mecanismos de ajuste privados para los problemas de la banca, puede ser virtualmente invalidada si existe una tendencia de las autoridades a preferir los mecanismos históricos de apoyo, a través de la intervención bancaria”<sup>8</sup>.*

Finalmente, para el economista Andrés Velasco, la nueva legislación constituyó un interesante intento de equilibrar el deseo de minimizar la interferencia estatal con la banca privada y las responsabilidades propias del Estado en materias de política monetaria. En este sentido *“la ley parece asignar un mucho mayor grado de responsabilidad al Estado en asegurar un fluido funcionamiento del sistema de pagos que en proteger los depósitos a plazo y otros pasivos con el sector privado”<sup>9</sup>.*

---

7. *Ibid.*, p. 74.

8. Ramírez, Guillermo y Francisco Rosende (1989). *Op. cit.*, p. 36.

9. Velasco, Andrés (1988). *Liberalization, Crisis, Intervention: The Chilean Financial system, 1975-1985*, IMF, julio, p. 61.



CAPÍTULO **VIII**

TRANSICIÓN A LA DEMOCRACIA Y  
AL BANCO CENTRAL AUTÓNOMO: 1989







El último año calendario de gobierno del régimen militar fue atípico en muchos aspectos, comparado con los quince años previos.

Ya derrotado Pinochet en el plebiscito de octubre de 1988, se sabía con certeza que no seguiría gobernando después de marzo de 1990 y era necesario negociar la sucesión, la que, con alta probabilidad, sería favorable a la oposición política.

Efectivamente, el año 1989 fue intenso en negociaciones de diversa naturaleza. Se debatieron y concordaron cambios a la Constitución de 1980 y a otros arreglos institucionales. En los partidos políticos se convinieron los candidatos que disputarían las elecciones presidenciales a celebrarse el 14 de diciembre, simultáneamente con las elecciones para el primer Congreso de la futura democracia.

Aunque muchos temieron que la incertidumbre política afectara con fuerza las expectativas económicas, ello no se produjo como norma general y, en la práctica, la mayoría de los principales indicadores económicos experimentaron un muy favorable resultado.

En lo más específico del Banco Central, finalizó el estudio y discusión de la Ley Orgánica Constitucional (LOC) que fue promulgada en octubre.

Luego se acordó también la composición del primer Consejo que dirigiría al Banco Central, bajo la LOC que empezaría a regir el 10 de diciembre de 1989.

El capítulo comienza con la sección destinada al inédito contexto político y el triunfo electoral de Patricio Aylwin: "Contexto político: tiempo de negociaciones y cambios ministeriales"

En la segunda sección se aborda el escenario macroeconómico, con una economía creciendo fuerte y peligrosamente sobrecalentada: "El marco macroeconómico: ¿sobrecalentamiento en 1989?"

Las políticas delimitadas del Banco —monetaria y cambiaria— constituyen el tema de la tercera: “El Banco en el último año de su antigua institucionalidad”.

En la cuarta sección se analiza la rápida caída de la deuda externa en comparación al muy alto y complicado nivel de pocos años atrás: “Continúa la acelerada disminución de la deuda externa”.

La quinta se destina a un tema puntual, pero muy importante, cual fue la obligación subordinada que un grupo de bancos adquirió con el Banco Central en sustitución de sus deudas originadas en el rescate de los años previos: “Trascendente innovación para el Banco Central: nace la obligación subordinada”.

En la sexta se trata un tema relacionado, esto es, la discusión sobre la situación patrimonial del Banco: “El déficit cuasifiscal, pagarés fiscales y el ‘problema’ patrimonial del Banco Central”.

El proceso legislativo y de promulgación de la LOC se tratan en la séptima sección: “Proceso de discusión y promulgación de la nueva Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile”.

El debate y las fuertes críticas a que estuvo sometida la flamante LOC se analizan extensamente en la octava sección: “Debate sobre la autonomía y dura oposición a la LOC”.

Finalmente, el capítulo termina con la designación e instalación del primer Consejo del Banco Central autónomo: “Designación e instalación del primer Consejo del Banco Central autónomo”.

## **1. CONTEXTO POLÍTICO: TIEMPO DE NEGOCIACIONES Y CAMBIOS MINISTERIALES**

Carlos Cáceres, ministro del Interior, fue el encargado por Pinochet para liderar, por parte del gobierno, las negociaciones políticas posplebiscito. Su tarea no fue fácil pues no solo debió tratar con una oposición que no superaba la profunda desconfianza en el régimen, sino que dentro del propio gobierno había diversas posiciones que era necesario conciliar.

En el Ministerio de Hacienda se produjo la renuncia de Hernán Büchi, a comienzos de abril, con el propósito de asumir una candidatura presidencial de continuidad, entusiasmado por la buena gestión económica, apoyado por los principales partidos de derecha.



Lo sucedió el general Enrique Seguel, hasta ese momento a la cabeza del Banco Central, quien se mantuvo en el ministerio hasta diciembre, cuando retornó al Banco, esta vez en calidad de consejero. En los últimos meses del gobierno militar se desempeñó como ministro de Hacienda el economista y exdirector de Presupuesto, Martín Costabal.

Por el lado de la oposición, los principales negociadores estuvieron encabezados por Patricio Aylwin, en colaboración, entre otros, de Edgardo Boeninger y Francisco Cumplido. En Renovación Nacional (RN), que negociaba a nombre de la derecha más abierta a los cambios, lideraron Sergio Onofre Jarpa y Andrés Allamand.

A pesar de las esperables discrepancias, en la oposición se afianzó la Concertación de Partidos por la Democracia y el 12 de febrero se firmó un compromiso para apoyar a un candidato único en la elección presidencial. Se consensuó, asimismo, un programa de gobierno entre los 17 partidos que componían ese conglomerado político.

Se planteó a Pinochet una serie de cambios a la Constitución de 1980, algunos de los cuales se preveían de difícil aceptación, tales como la elección íntegra del Congreso Nacional, respetando la representatividad proporcional, y la eliminación de la inamovilidad de los comandantes en jefe de las FF.AA. Hay que recordar que en la Constitución se había considerado un número significativo de senadores designados o institucionales, y se había establecido un sistema de votación binominal.

RN también propuso modificaciones a la Constitución, varias de las cuales coincidieron con las de la Concertación.

A pesar de la obstrucción inicial de Pinochet, el ministro Cáceres recibió en definitiva la instrucción de conversar con los diversos partidos políticos y buscar un consenso.

El presidente había dado una señal de apertura a ciertos cambios que le parecían "admisibles", en su discurso del 11 de marzo.

Una propuesta conjunta de la Concertación y RN le pareció a Pinochet que alteraba lo sustantivo de la Constitución y manifestó que las FF.AA. estaban alertas frente a la extrema gravedad que *"una situación como la que se está configurando puede significar para los intereses permanentes y superiores de la Nación"*<sup>1</sup>.

Aylwin lo consideró una *"amenaza implícita de las Fuerzas Armadas y [...] esperaba la propuesta del gobierno"*.

---

1. *El Mercurio*, 6 de abril de 1989.

La renuncia del ministro Cáceres a fines de abril —posteriormente rechazada y respaldado por la Junta de Gobierno— puso más tensión a la negociación y a la situación política general. El 2 de mayo la Concertación desestimó la propuesta del gobierno, aunque reiteró la disposición a lograr un consenso.

Los partidos de izquierda señalaron que

*“A pesar de considerar que la Constitución era antidemocrática en sus contenidos y tenía vicios de legitimidad, apoyaban la introducción de reformas mínimas y decisivas para avanzar hacia la democracia. No obstante, se reservaban el derecho de realizar reformas para alcanzar una plena democracia”<sup>2</sup>.*

Finalmente, luego de sucesivas reuniones entre Aylwin, Jarpa y Cáceres, se logró un acuerdo, a lo cual contribuyó la presión ejercida por la Junta de Gobierno.

El 1 de junio, Pinochet anunció al país que se había alcanzado el consenso entre el gobierno y la oposición en torno a las reformas constitucionales, lo que significaba

*“[...] un desarrollo normal del final del período de transición que tenemos dispuesto en la Constitución y va a permitir también la normalidad de muchas materias que son un tanto confusas en la Constitución. Con esto se aclara el punto”<sup>3</sup>.*

## Tercer plebiscito: reformas a la Constitución de 1980

El plebiscito realizado el 30 de julio de 1989 tuvo una amplia participación y más del 85% de los votantes respaldaron las reformas. La extrema izquierda —partido Comunista y MIR, además de pequeños partidos de extrema derecha— llamaron a anular el voto.

Entre las reformas más importantes que entraron en vigencia en virtud de la Ley 18.825 del 17 de agosto de 1989, cabe mencionar:

- i) Se derogó el artículo 8º, que había prohibido los partidos de ideología marxista;

---

2. *El Mercurio*, 19 de mayo de 1989.

3. Tovar, Justo (1999). La negociación de la transición democrática en Chile (1983-1989), Estudio de caso N° 42, Universidad de Chile, Facultad de Ciencias Físicas y Matemáticas, Departamento de Ingeniería Industrial, octubre, p. 32.

- ii) Se suprimió la facultad del Presidente de la República para disolver la Cámara de diputados una vez durante su mandato;
- iii) Se derogó la facultad del Presidente de la República para expulsar a individuos del país durante el estado de sitio;
- iv) Se aumentó el número de senadores elegidos de 26 a 32;
- v) Se bajó el *quorum* requerido para aprobar, modificar o derogar las leyes orgánicas constitucionales;
- vi) Se reforzó la autonomía de las Fuerzas Armadas, estipulando que los nombramientos, promociones y llamados a retiro tenían que hacerse en conformidad a una ley orgánica constitucional sobre ellas;
- vii) Se incorporó al Contralor General de la República al Consejo de Seguridad Nacional, como un miembro con derecho a voto, produciendo así una relación de 4 a 4 entre los miembros civiles y militares;
- viii) Se derogó la incompatibilidad entre la militancia política y la dirigencia gremial,
- ix) Se hizo más flexible la Constitución de 1980 en relación con algunas futuras y eventuales modificaciones. Entre otras modificaciones, se derogó el artículo 118 que exigía el acuerdo de dos Congresos consecutivos para aprobar determinados cambios a la Constitución.

Cabe señalar que, como medida transitoria, se acortó la duración del primer período presidencial, señalándose que sería de solo cuatro años en lugar de ocho, sin posibilidad de reelección.

Después del plebiscito, el gobierno dictó nuevas leyes orgánicas constitucionales, entre las cuales estuvo la LOC del Banco Central.

A pesar de las modificaciones aprobadas, a juicio de sectores de la oposición, en el último año del gobierno militar se consolidaron ciertos “amarres autoritarios”, entre los que cabe destacar la Ley Orgánica Constitucional de las FF.AA. que proporcionaba a estas un margen de autonomía del poder civil.

Asimismo, entre esos “amarres” se consideró la ley que prohibió al Congreso ejercer su función fiscalizadora respecto de los actos de gobierno entre 1980 y 1989.

La oposición criticó también el intenso proceso de privatizaciones de última hora, y la designación, con una extensa duración en sus cargos, de numerosos miembros de la Corte Suprema y del Tribunal Constitucional.

## La elección de Patricio Aylwin como Presidente de la República

Para el 14 de diciembre estaba fijada la elección del Presidente de la República que gobernaría el país entre el 11 de marzo de 1990 y el 11 de marzo de 1994.

Los candidatos que llegaron al final de la campaña fueron Patricio Aylwin, Hernán Büchi y Francisco J. Errázuriz.

El primero, militante demócrata cristiano, fue proclamado como candidato de la Concertación, coalición de centro izquierda que había liderado la victoria del NO en octubre de 1988. Hernán Büchi, con cierta reticencia de su parte, se convirtió en definitiva en el candidato del gobierno de Pinochet y de los principales partidos de centro derecha. Büchi, según algunos, era la opción tecnocrática que podría continuar la obra pinochetista en su arista más exitosa: la económica. Finalmente, el candidato Errázuriz, empresario e independiente políticamente —populista de derecha a juicio de sus críticos— se presentó en representación de lo que autodenominó el verdadero centro político y fue apoyado por independientes y algunos partidos minoritarios.

Prácticamente sin excepción las encuestas serias dieron, desde temprano, como ganador a Aylwin, aunque al comienzo con menos de la mayoría absoluta necesaria para ganar en primera vuelta. Büchi fue perdiendo terreno a lo largo del año<sup>4</sup>.

En la elección, como se esperaba, y con una participación ciudadana cercana a 95% del universo electoral, ganó Aylwin con algo más del 55% de los votos, luego se ubicó Büchi con más del 29% y finalmente Errázuriz con poco más del 15%.

En las elecciones parlamentarias, la Concertación obtuvo 72 de los 120 puestos en la Cámara de Diputados y 22 de los 38 senadores elegidos.

## El programa básico de gobierno de la Concertación

El programa opositor consideró con especial énfasis —como era obvio— una serie de pasos para consolidar una democracia estable, después de casi diecisiete años de dictadura militar. El programa se refirió a diversos aspectos de la vida nacional, en algunos casos con cierto detalle y en otros mencionando solo objetivos o políticas globales.

---

4. Méndez, Roberto (1990). "La opinión pública y la elección presidencial de 1989", *Estudios Públicos* N° 38, Centro de Estudios Públicos, otoño.

Cabe recordar que esos años coincidieron con situaciones trascendentales a nivel internacional, tales como la caída del Muro de Berlín y el comienzo del colapso de la economía de la URSS, lo que dejaba sin alternativa ideológica a la izquierda chilena. Asimismo, el fracaso de políticas económicas heterodoxas, como la de Alfonsín en Argentina, o autocríticas de connotados personeros que habían participado del gobierno de la UP, explicaron de manera fundamental los enfoques programáticos del futuro gobierno de la Concertación<sup>5</sup>.

En varios de sus compromisos o propósitos se apreció el resultado de una negociación entre diversas visiones políticas.

Para los fines de este capítulo, sin embargo, bastará con hacer breve mención a algunos tópicos, con especial relevancia de la parte referida al programa económico y social, y los temas que interesaban más directamente al Banco Central. A continuación se transcriben algunas citas<sup>6</sup>:

*“Como expresión concreta del compromiso con la estabilidad, reafirmamos, [...] nuestra concordancia en orden a garantizar constitucionalmente el derecho a la propiedad privada de los medios de producción, condición necesaria para estimular la iniciativa individual, bajo distintas formas de organización y actividad económica. En este contexto declaramos que no contemplamos la expropiación de patrimonio como instrumento de política económica”.*

*“Expresamos, también, nuestro compromiso con una política económica que asegure la mantención de los equilibrios macroeconómicos básicos, en el entendido que en tal concepto se incluye la situación de empleo, el control de la inflación y el equilibrio de la balanza de pagos”.*

En la sección denominada “El compromiso con el crecimiento” se afirmó, entre otras materias:

- i) Postulamos una tasa promedio de crecimiento superior a los niveles históricamente alcanzados (las metas cuantitativas solo se establecerán al asumir el gobierno);
- ii) la primera prioridad será la creación de trabajo productivo estable;
- iii) reconocimiento de la empresa privada como principal agente productivo directo;
- iv) postulamos un rol conductor del Estado en la formulación de los grandes objetivos y metas nacionales (un Estado activo que configura una economía mixta);

---

5. Bitar, Sergio (1996). *El gobierno de Allende. Chile 1970-1973*, Editorial Pehuén.

6. Ortega, Eugenio y Carolina Moreno (2002). “Programa de la Concertación” en *La Concertación Desconcertada*, LOM Ediciones, p. 185.



v) postulamos el derecho y la necesidad del Estado a la libre y expedita formulación de la política económica (*"no creemos en el ajuste automático"*);

vi) *"en el caso del Banco Central se procurará reflejar en su conducción la necesidad de asegurar permanentemente un adecuado equilibrio entre los requerimientos de una política macroeconómica responsable de corto plazo y los criterios que se derivan de una estrategia de desarrollo equitativo"*;

vii) el desarrollo económico y sostenido de la economía chilena implica la orientación hacia la exportación, complementada por una sustitución selectiva y eficiente de importaciones;

viii) sostenemos que en una política económica eficiente no hay lugar, en situaciones normales, para políticas de control de precios;

ix) en el sector financiero: no se contempla expropiación ni nacionalización de activos bancarios; cuando la recompra de cartera vencida pueda lograrse en plazos generosos y a tasas de interés razonables se mantendrá el sistema vigente. Si tal solución no resulta viable, se procederá a la capitalización de las deudas por el Estado; lo anterior no debe conducir al control estatal permanente de bancos que actualmente se encuentran en manos privadas; se separará tajantemente la participación patrimonial en empresas productivas del control accionario de instituciones financieras; se respetará la inversión extranjera ya realizada en activos bancarios, desalentándose una participación mayor a la ya alcanzada;

x) aumento del ahorro público mediante modificaciones al sistema tributario (IVA diferenciado, aumento de impuestos a las utilidades), y

xi) revisión de la normativa de los capítulos XVIII y XIX y de la inversión extranjera en general, respetando lo ya realizado.

A juicio de Edgardo Boeninger, *"El programa económico-social refleja, pues, un cambio profundo de los partidos de la Concertación, con la aceptación explícita de la economía de mercado y del rol de la empresa privada"*<sup>7</sup>.

## 2. EL MARCO MACROECONÓMICO: ¿SOBRECALENTAMIENTO EN 1989?

En su exposición sobre el estado de la Hacienda Pública en 1988, el ministro Büchi se refirió también al programa macroeconómico para 1989 y algunas perspectivas para los años posteriores.

---

7. Boeninger, Edgardo (1997). *Democracia en Chile. Lecciones para la gobernabilidad*. Editorial Andrés Bello, p. 359.



El secretario de Estado enfatizó, optimista, que *“desde hace quince años y con renovado énfasis en los últimos cinco, se ha venido levantando en Chile un modelo de desarrollo que se propone poner al país en la ruta definitiva del progreso”*.

Büchi recordó que a partir del estallido de la crisis de 1982, el financiamiento básico de la balanza de pagos había provenído de los llamados *“new monies”* concertados con la banca acreedora, los llamados *“retiming”* o modificación de la periodicidad del pago de intereses y los tres créditos SAL, obtenidos del Banco Mundial.

En este contexto, subrayó el ministro, *“el programa de 1989 es el primero, desde entonces, en no contar con ninguno de estos proyectos especiales”*<sup>8</sup>. En el caso del FMI, la vigente Facilidad Crediticia Ampliada vencía en agosto de 1989.

## Favorable escenario internacional

El año 1989 continuó presentando condiciones internacionales relativamente favorables para el país, más allá del insólito episodio de la *“crisis de la fruta”*, que se explica más adelante. El precio del cobre promedió casi 130 centavos, significativamente más alto que el promedio de la década y mayor que la ya buena cotización del año anterior. El precio del petróleo se mantuvo en niveles moderados.

El dólar norteamericano se apreció significativamente en los mercados externos durante los primeros meses del año, como resultado de la política contractiva seguida por la Reserva Federal de los Estados Unidos, lo que generó una moderada baja en la tasa de crecimiento de algunos productos de exportación y un estímulo a una expansión aun mayor del gasto, en especial a través de la aceleración de algunas importaciones.

Las tasas internacionales de interés subieron levemente, pero el país pudo beneficiarse de los buenos resultados obtenidos en las reestructuraciones de la deuda externa negociadas en los años precedentes, así como de la sustancial disminución de la misma a través de los mecanismos de conversión.

En la práctica, en 1989 se produjo una relativa holgura en el *“frente externo”*.

Las cifras de crecimiento chileno contrastaron en ese momento con lo publicado por la Cepal, que destacaba a la década de los ochenta como una *“década perdida”* para América Latina.

---

8. Büchi, Hernán (1989). *“Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública en 1988”*, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 731, enero, p. 18.



Según el organismo internacional, la región era del orden de 8 por ciento más pobre en 1989 que en 1980, lo que se desprendería de la revisión del producto per cápita que solo había aumentado en Colombia (13,9%) y Chile (9,6 %)⁹.

## Las proyecciones y los resultados: fuerte expansión del gasto agregado

Las proyecciones del ministro Büchi para 1989 incluyeron un crecimiento del orden de 4 a 5%, una caída en la tasa de desempleo, inflación entre 10 y 15%, y superávit comercial de 1.300 millones de dólares suponiendo un precio promedio del cobre de 79 centavos de dólar la libra. El déficit en cuenta corriente alcanzaría a 4,3% del PGB, completamente financiado, y una variación nula de reservas internacionales.

En el campo fiscal, el déficit del presupuesto consolidado del sector público no financiero se proyectó en 0,4% del PGB bajo el supuesto del mencionado precio del cobre.

El ministro señaló también que las perspectivas para los años venideros eran similares a las de 1989. En efecto, el titular de Hacienda aseguró, poco antes de dejar su cargo para convertirse en candidato presidencial, que

*“[...]efectuada la proyección sobre bases conservadoras en materia de precio del cobre, tasas de interés y otras condiciones externas, es posible concluir que están dadas las condiciones para sostener un crecimiento al ritmo de 4-5% al año[...].”*<sup>10</sup>.

Sin duda que los resultados macroeconómicos se alejaron considerablemente de las proyecciones oficiales de comienzos de año.

Efectivamente, el PGB creció más de 10%, en tanto que la inflación alcanzó a 21,4% y la balanza comercial registró un superávit de 1.588 millones de dólares, permitiendo una acumulación de reservas de 480 millones de dólares<sup>11</sup>.

En la exposición del estado de la Hacienda Pública de 1989, el ministro Costabal destacó que dicho crecimiento era el más alto registrado durante el gobierno militar y que como resultado de ello el PGB había excedido ese año en 22,5% al registrado en 1981, año en

---

9. Cepal, Estudio preliminar de la situación económica en América Latina, 1989.

10. Büchi, Hernán (1989). *Op. cit.*, p. 18.

11. MABC 1989.

que la actividad económica había alcanzado su máximo nivel antes de la recesión de comienzos de la década<sup>12</sup>.

Agregó que “*el vigoroso crecimiento fue impulsado principalmente por el comportamiento de la inversión y de las exportaciones*”, lo cual concordaba plenamente con las señales que el gobierno había entregado en el programa de ajuste estructural iniciado cinco años antes.

La formación bruta de capital fijo se incrementó más de 19% y el ministro destacó el fuerte crecimiento experimentado por la inversión privada —aproximadamente 25%— lo cual en cierta medida habría desmentido la supuesta incertidumbre que podrían haber provocado los trascendentales cambios políticos que se avecinaban.

Importante, en todo caso, es precisar la participación en estas cifras de inversión de los denominados “grandes proyectos”, en especial en el sector minería. Entre otros, se señaló a “La Escondida”, proyectos desarrollados por la Compañía Minera “El Indio” y por la Compañía Minera La Disputada, además de otros en el sector forestal y la producción de papel y celulosa, tales como Celulosa Arauco y Constitución, y Compañía Industrial Forestal Santa Fe. También la construcción de centrales hidroeléctricas, como Pehuenche, El Alfalfal y Canutillar<sup>13</sup>.

El ahorro nacional bruto volvió a subir en 1989, hasta 16,9% del PGB.

De acuerdo con el Banco, este último resultado fue notable ya que más que duplicó el promedio de 8,2% alcanzado en el período 1980-1988. Por el contrario, la contribución del ahorro externo al financiamiento de la inversión se redujo al equivalente de 2,9% del PGB en 1989.

Por otra parte, el fuerte incremento de la actividad económica permitió también un aumento del consumo de 8,1%, concentrado exclusivamente en el consumo privado.

La trayectoria del crecimiento durante el segundo semestre del año fue moderadamente declinante, pues las autoridades económicas tomaron medidas para provocar una desaceleración en la expansión del gasto, situación que se arrastraba desde el año anterior.

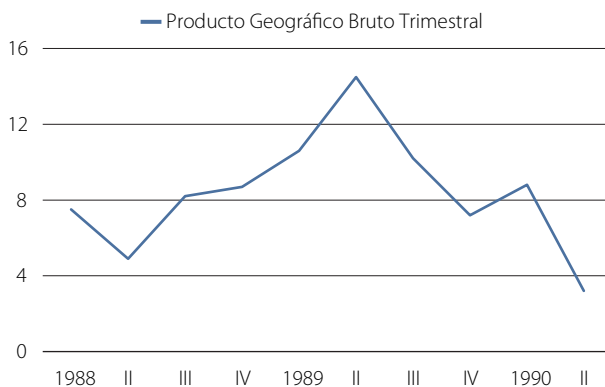
El siguiente gráfico refleja la evolución del PGB trimestral.

---

12. Costabal, Martín (1990). *Exposición del estado de la Hacienda Pública 1989*, 6 de marzo de 1990, Dirección de Presupuesto, p. 3.

13. *BMC*, septiembre 1989, p. 2262.

**GRÁFICO VIII-1. PRODUCTO GEOGRÁFICO BRUTO TRIMESTRAL**  
(variación porcentual en 12 meses)



Fuente: *Boletín Mensual del Banco Central de Chile*, noviembre 1990.

## Avance del empleo y deterioro de la inflación

La situación laboral fue también altamente favorable en comparación con cualquier otro período del gobierno militar.

En el trimestre móvil octubre-diciembre la tasa de desocupación a nivel nacional alcanzó a 5,3%, un punto porcentual menos que el año previo.

Las autoridades destacaron, además, que este avance se había logrado junto con haber terminado en febrero de 1989 con los programas de empleo de emergencia PEM y POJH, vigentes desde 1982.

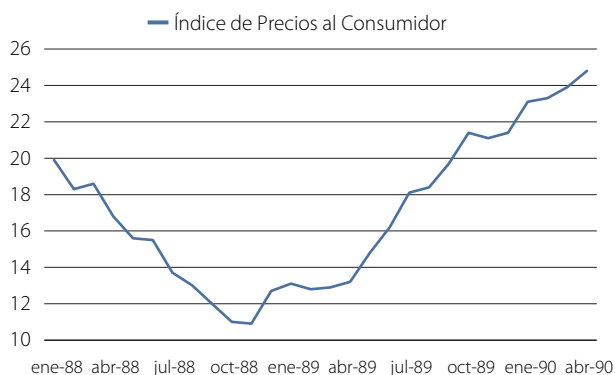
Junto al mejoramiento en el empleo se observó un incremento de las remuneraciones reales de 3,1% entre los meses de diciembre de 1988 y 1989. En promedio, durante el año, el aumento fue de 1,9%.

La inflación, sin embargo, experimentó un retroceso, al registrar el IPC un alza de 21,4%, comparado con 12,7% del año precedente.

Para el ministro Costabal, en todo caso, lo anterior no representó necesariamente una reversión de la tendencia inflacionaria decreciente, pues diversos elementos puntuales habrían explicado la fuerte caída de la inflación en 1988 y luego el alza en 1989.

En el primero de estos años, la reducción del ritmo inflacionario se vio favorecida por la disminución de la tasa del IVA desde 20 a 16%, la reducción del impuesto a los combustibles y el menor precio internacional del petróleo de 29%. Por el contrario, en 1989 el hidrocarburo subió más de 31% y a ello se sumó una devaluación real del peso de 7% durante el año<sup>14</sup>.

**GRÁFICO VIII-2. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR**  
(variación porcentual en 12 meses)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

## Gran incremento de las importaciones y aumento del flujo de inversión extranjera

En el sector externo se reflejó con fuerza tanto el alto crecimiento de la actividad económica como el precio del cobre muy superior al inicialmente proyectado.

Las importaciones experimentaron un aumento de más de 34%, explicado tanto por bienes de consumo intermedio como de capital. La autoridad señaló que influyó también en el incremento del volumen de importaciones una mayor acumulación de inventarios que calificó como un fenómeno transitorio.

A juicio de Enrique Seguel, el aumento de las importaciones originado por los comicios electorales de fin de año era normal

14. Costabal, Martín (1990). *Op. cit.*, p. 14.

*"[...]ante las expectativas que siempre genera un cambio político, aumentadas en este caso por la falta de claridad de algunos programas sobre la eventual política de comercio exterior, unido a cambios tributarios anunciados"<sup>15</sup>.*

En cuanto a las exportaciones, su incremento cercano a 15% se desglosó en un incremento del orden de 11% de ventas al exterior no cobre y 19% de aumento en las exportaciones de cobre.

El déficit en cuenta corriente de balanza de pagos tuvo un alza importante en comparación con el año anterior, aunque el flujo de inversión extranjera y créditos asociados permitió financiarlo con creces y generar un aumento en las reservas internacionales, acorde con el precio del cobre superior al programado.

Al respecto, continuó operando el Fondo de Estabilización del Cobre, el cual a fines de año alcanzó a un monto de 1.100 millones de dólares.

## **Política fiscal permite amortizaciones extraordinarias al Banco Central**

En cuanto a la política fiscal, el ministro Costabal explicó que el sector público no financiero registró en 1989 un superávit estimado en torno a 0,5% del PGB, *"cifra que excluye los ingresos extraordinarios producto de un mayor precio del cobre respecto de su tendencia de mediano plazo"*<sup>16</sup>.

El secretario de Estado agregó que la tasa de ahorro del sector público se había mantenido en alrededor de 5% durante los últimos años, nuevamente excluyendo los ingresos extraordinarios del cobre, lo cual era fruto de la moderación del crecimiento de los gastos corrientes del fisco. Estos últimos representaron 20% del PGB en 1989, comparados con aproximadamente 23% en 1988.

En relación con los ingresos tributarios, el ministro manifestó que la recaudación neta consolidada a moneda nacional aumentó en términos reales en 4% respecto de 1988. Lo anterior debía analizarse tomando en consideración la rebaja del IVA a mediados de 1988 y una modificación significativa en la forma de efectuar los pagos provisionales del Impuesto a la Renta, introducida a comienzos de 1989.

---

15. Seguel, Enrique (1989d). "La inversión, desafío permanente para nuestro desarrollo económico", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 738, agosto de 1989, p. 1995.

16. Costabal, Martín (1990). *Op. cit.*, p. 19.

Por último, también destacó que parte de los mayores ingresos provenientes del extraordinario precio del cobre permitió efectuar durante 1989 amortizaciones extraordinarias a la deuda del fisco con el Banco Central. La deuda devengaba un interés anual equivalente a la tasa *Libor* más 0,5%.

Ese año, la amortización alcanzó a 15,3% de la deuda, muy por encima del 2% mínimo obligatorio de acuerdo a los contratos.

### 3. EL BANCO EN EL ÚLTIMO AÑO DE SU ANTIGUA INSTITUCIONALIDAD

Los programas macrofinancieros negociados con el FMI —característicos de los años previos— dejaron de estar presentes en 1989, lo mismo que el programa de ajuste estructural con el Banco Mundial y el proceso de renegociación de la deuda externa.

Más precisamente, aunque formalmente hubo acuerdos con el Fondo, la preocupación de la autoridad monetaria ya no estuvo en el cumplimiento de metas comprometidas con los organismos internacionales —como condición para girar recursos— ni con la banca acreedora, de manera que se retornó a un manejo menos rígido de las políticas propias del Banco.

El vicepresidente Serrano reconoció en septiembre que a diferencia de años anteriores

*"[...]y en virtud del satisfactorio desempeño de la economía chilena desde que iniciara este tipo de programas con el FMI, este nuevo acuerdo no impone límites cuantitativos sobre el manejo de determinadas herramientas de política económica como condición para realizar los desembolsos, sino que solamente se establecen metas de tipo indicativo"*<sup>17</sup>.

El Fondo, sin duda, aplicó "mano blanda" ante el evidente desvío de las metas originales, en particular en cuanto a los objetivos inflacionarios, aunque no dejó de expresar su "preocupación por la intensificación de las presiones de demanda interna"<sup>18</sup>.

---

17. Serrano, Alfonso (1989b). "Evolución de la economía chilena durante el primer semestre de 1989", Comunicado de prensa, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 739, septiembre, p. 2264.

18. *Staff Appraisal, Chile: Staff Report for the 1989 Article IV Consultation and Request for Stand-By Arrangement.*

## Autoridades superiores durante la transición

Hasta el 9 de diciembre, fecha en que empezaría a regir la nueva LOC y asumiría el Consejo, el Banco continuó dirigido por el Comité Ejecutivo, según lo disponía la anterior ley orgánica de 1975.

El presidente, general Enrique Seguel, se mantuvo en el cargo hasta el 5 de abril, fecha en la cual renunció para ejercer como ministro de Hacienda, reemplazando a Hernán Büchi.

En el Banco asumió como presidente el brigadier general Manuel Concha, exministro de Economía, Fomento y Reconstrucción, quien permaneció en el cargo hasta el 9 de diciembre.

Los otros dos miembros del Comité, que permanecieron en sus cargos hasta su término, fueron el vicepresidente Alfonso Serrano y el gerente general Jorge Correa.

En la parte alta del organigrama se mantuvieron siete direcciones, además de la fiscalía.

Hubo dos remplazos, pues se retiraron del Banco el director de Política Financiera y el de Operaciones. En las gerencias de área no hubo grandes cambios, manteniéndose básicamente las mismas personas en las 19 gerencias<sup>19</sup>.

El 10 de diciembre, como se pormenorizará más adelante, asumió el Consejo de cinco miembros, como órgano máximo de administración del Banco.

El presidente del Consejo y del Banco fue Andrés Bianchi, mientras los otros cuatro consejeros fueron Juan Eduardo Herrera, Enrique Seguel, Alfonso Serrano y Roberto Zahler. Interinamente, el Consejo eligió a Alfonso Serrano como vicepresidente.

Finalmente, en el cargo de gerente general fue designado por el Consejo, también en calidad de interino, el fiscal José Antonio Rodríguez.

## Año de frecuentes ajustes en las proyecciones

Las proyecciones contenidas en el programa macroeconómico de 1989 fueron sobrepasadas muy tempranamente.

---

19. *Recuadro VIII-1.*

El propio director de Estudios, ya a fines del primer trimestre, previó un año económico mejor que las estimaciones algo conservadoras del programa macrofinanciero con el FMI y, más específicamente, el tema era cómo asegurar un “aterrizaje suave”.

La actividad económica “*lleva un ritmo de expansión superior al proyectado*” aseguró Fontaine, apuntando a un crecimiento cercano a 6%. Lo anterior lo atribuyó a tres factores:

- i) la dinámica del crecimiento se echó a andar y está provocando un aumento generalizado de la inversión: solo el proyecto “La Escondida” implicaba en 1989 un gasto en inversión de alrededor del 1,5% del PGB;
- ii) la mantención de un cuadro externo favorable, y
- iii) “*la inercia de los aumentos fuertes en el gasto, el empleo y los salarios de la segunda mitad del año pasado asegura un considerable ritmo de expansión durante el año*”<sup>20</sup>.

Por su parte, en abril el vicepresidente Serrano se refirió al programa macroeconómico para 1989 negociado con el FMI a fines del año anterior, haciendo ver que el crecimiento apuntaba ahora a un rango de 5 a 6% y el supuesto de precio del cobre había que cambiarlo a 1,12 centavos como promedio anual. Serrano señaló que en el programa macroeconómico se proponía que la economía tendiera gradualmente hacia un crecimiento más sostenible a mediano plazo. Agregó, sin embargo, con algo de ambigüedad, que

*“Mientras las condiciones externas se mantengan tan favorables, no hay ninguna urgencia en acelerar dicha convergencia. El Banco Central, no obstante, tiene el ineludible deber de precaver la gestación de cualquier desequilibrio en esta materia”*<sup>21</sup>.

También con innegable vaguedad, el ahora ministro de Hacienda, Enrique Seguel, aseguró en agosto que “*la evolución que han mostrado las variables claves es la adecuada para lograr la convergencia de la economía a su trayectoria de mediano plazo*”.

Recordó que el precio interno del dólar había subido más de 9% en los últimos tres meses, las tasas de interés reales eran dos puntos porcentuales más altas que en diciembre, y que el M1A había crecido solo 5,9% en los primeros siete meses del año<sup>22</sup>.

En septiembre, el vicepresidente Serrano corrigió nuevamente las proyecciones para el año, esta vez apuntando a un crecimiento de 8,5%.

---

20. Fontaine, Juan Andrés (1989). “Programa macrofinanciero y perspectivas políticas 1989-1990”, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 734, abril., p. 914.

21. Serrano, Alfonso (1989a). “Perspectivas de la economía mundial y su impacto en Chile”, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 734, abril, p. 907.

22. Seguel, Enrique (1989d). *Op. cit.*, p. 1997.



## Debate sobre el tipo de cambio real y alteraciones de la regla cambiaria durante 1989

El tipo de cambio real y su relación con la política antiinflacionaria y el equilibrio externo fue objeto de discusión durante todo el período de recuperación 1985-1989. Conceptualmente se decía que no había que utilizar el tipo de cambio como herramienta antiinflacionaria pues daría origen a desequilibrios en el "frente externo". Lo anterior, sin embargo, no debía confundirse con tratar de imponer un objetivo específico sobre el tipo de cambio real. Para el Banco Central la prioridad era la inflación, pero sin descuidar la trayectoria del tipo de cambio real. En la práctica, no siempre fue fácil compatibilizar estas formulaciones teóricas.

El gerente de Estudios advertía en junio de 1985 que

*"El establecimiento de una 'política de tipo de cambio real', esto es, de indexación del tipo nominal, aun cuando puede ser útil en los períodos de turbulencia como una forma de estabilizar las expectativas acerca de la trayectoria futura de esta variable, puede, en definitiva, generar desequilibrios significativos, en tanto no se permita al mercado establecer el nivel del tipo de cambio real, en función del nivel de gasto de la economía".*

En el mismo contexto señalaba que *"aunque puede resultar defendible, e incluso apropiada, la fijación de variables nominales, como por ejemplo el tipo de cambio o la cantidad de dinero, no debe olvidarse que las magnitudes reales son determinadas básicamente por el mercado"*<sup>23</sup>.

Rosende agregó, en 1987, que *"el uso del tipo de cambio real ocupó un lugar preponderante como herramienta para elevar el nivel de actividad"*<sup>24</sup>. Destacó también que la trayectoria a la baja de las tasas de interés reales durante el ajuste que empezó en 1985 se vio *"fuertemente influida por la elección de la política cambiaria como principal herramienta dentro de este proceso"*<sup>25</sup>.

Corbo y Fischer también coincidieron en que *"la sostenida depreciación real fue uno de los factores claves que explicaron la recuperación y crecimiento post 1984"*<sup>26</sup>.

---

23. Rosende, Francisco, (1985). "Tipo de cambio y salarios reales: consideraciones sobre el caso chileno", *Serie de Estudios económicos*, Banco Central de Chile, junio, p. 21.

24. Rosende, Francisco, (1987). "Ajuste con crecimiento: el caso chileno", *Serie de Estudios Económicos*, Banco Central de Chile, diciembre, p. 23.

25. *Ibid*, p. 23.

26. Corbo, Vittorio y Stanley Fischer (1993). "Lessons from the Chilean Stabilization and Recovery", *Documento de Trabajo N° 158*, Pontificia Universidad Católica de Chile, Instituto de Economía, agosto, p. 39.

Arellano recordó que el tipo de cambio real se devaluó cerca de 40% entre 1980 y 1987 y analizó esta significativa devaluación real sin aceleración inflacionaria. Le interesó examinar qué es lo que hizo posible la devaluación real, vale decir, *“en qué medida ella obedece a aumentos en la productividad de los factores productivos y en qué grado se ha traducido en caídas del ingreso real de los factores productivos nacionales”*<sup>27</sup>.

Su conclusión fue que *“la devaluación real se ha conseguido a través de una importante caída de los ingresos reales de algunos factores productivos, en particular del trabajo”*.

Señaló también que *“La desindexación de los salarios en un contexto de aceleración inflacionaria y fuerte recesión, la caída en los precios internacionales y el atraso cambiario inicial explican el bajo impacto inflacionario de la devaluación ocurrida en esos años”, agregando que “en la medida que prevalezca un escenario favorable al país en términos de precios de exportación y tasas de interés internacionales, la alternativa de revaluación real cobrará importancia”*<sup>28</sup>.

Al comenzar 1989, el presidente Seguel había anunciado la política cambiaria que se aplicaría durante el año.

Recordó primero la continua tendencia alcista del tipo de cambio real en los últimos cinco años, asegurando que en 1988 superaba en más de 108% al de 1981. Señaló luego que en 1988 los precios en dólares de las exportaciones no cobre y de las importaciones no petróleo habían experimentado un alza del orden de 10%, lo que había derivado en una sobredevaluación del peso.

Más específicamente, Seguel aseguró que desde 1984 se habían venido registrando los tipos de cambio reales más altos de la historia, en relación con el promedio de los doce países que constituían nuestros principales socios comerciales.

En ese contexto, el presidente recordó que el Banco devaluó aceleradamente el peso en 1984 y 1985, *“para alcanzar una paridad real estimada de equilibrio en relación con las tendencias de mediano plazo de la balanza de pagos y suficiente para poner en marcha el dinamismo exportador que hoy se observa”*<sup>29</sup>.

En el gráfico siguiente se puede apreciar la sustancial devaluación real del peso —superior a 100%— en el período 1981-1988.

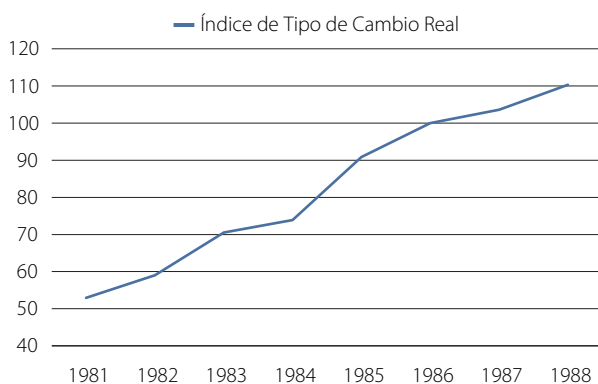
---

27. Arellano, José Pablo (1988). “Crisis y recuperación económica en Chile en los años 80”, *Colección Estudios Cieplan* N° 24, junio 1988.

28. *Ibid*, p. 79.

29. Seguel, Enrique (1989a). “Política cambiaria para 1989”. Declaración de prensa, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 731, enero, p. 30.

### GRÁFICO VIII-3. ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO REAL (1986:100)



Fuente: *Boletín Mensual del Banco Central*, enero 1989, p. 31.

El presidente notificó que, atendidas estas consideraciones, y en consonancia con la continuación de una política cambiaria realista y flexible, el Banco Central había resuelto introducir, a contar del 10 de enero de 1989, y por los próximos doce meses, "*una nueva regla cambiaria mensual*".

En efecto, el objetivo fue llevar al mercado a una revaluación gradual del peso, de hasta 4% en términos reales, acumulada en doce meses, de manera de situar el tipo de cambio real en el nivel existente a fines de 1986, que representaba en ese momento uno de los puntos más altos de esta variable en varias décadas.

Para ello, se decidió que el precio del dólar continuara reajustándose diariamente de acuerdo con la inflación del mes anterior, pero con un descuento que ahora sería equivalente a la inflación externa, estimada en 0,5% mensual, más un "factor de ajuste" del orden de 0,3% mensual.

El presidente reconoció que la sobredevaluación del peso estaba causando alguna presión inflacionaria y la medida anunciada corregiría dicha situación. Hay que recordar que en el último trimestre de 1988 la inflación había comenzado a acelerarse.

A mediados de 1989, sin embargo, el Banco decidió interrumpir la revaluación gradual ante el cambio en las condiciones, y continuar con una regla cambiaria que contemplara solo un descuento por inflación internacional, estimada ahora en 0,4% mensual, eliminando el "factor de ajuste"<sup>30</sup>.

---

30. ASCE N° 1938, 6 de junio de 1989.

Esta medida obedeció, a juicio del Comité Ejecutivo, a la apreciación que había experimentado la moneda norteamericana en los mercados externos durante los primeros meses del año.

Además, y para facilitar en lo sucesivo el acomodo de mercado en la paridad del peso a las continuas fluctuaciones cambiarias internacionales y las modificaciones en algunas circunstancias internas, el Comité resolvió también ampliar el margen de flotación permitida al tipo de cambio desde un rango de más/menos 3% a uno de más/menos 5%, respecto al valor referencial, esto es, el denominado dólar acuerdo.

En opinión ulterior del ministro Costabal, esta estrategia pareció particularmente prudente en un contexto de relativa intranquilidad de los agentes económicos, como resultado del proceso político<sup>31</sup>. Con estas medidas y con el desplazamiento de la cotización hacia el nuevo límite superior de la banda, se produjo, en definitiva, una devaluación real de aproximadamente 7,1% entre los meses de diciembre de 1988 y 1989, en contraposición a la revaluación de 4% que se pretendió al comenzar el año.

Las diversas medidas cambiarias, conjuntamente con la alta variabilidad de la denominada "inflación externa", derivaron en que el índice del tipo de cambio real que calculaba el Banco se apartara sustancialmente del objetivo muchas veces repetido de mantenerlo "alto y estable".

El tipo de cambio real promedio, en definitiva, fue 3,3% inferior al de 1988, pero en el año anotó variaciones tan fuertes como un alza de 12,8% entre mayo y diciembre.

En opinión del ministro Foxley, sucesor de Costabal, *"durante 1988-1989 se alteró frecuentemente la regla cambiaria para bajar la inflación atrasando el tipo de cambio"*<sup>32</sup>.

## Política monetaria: insuficiente ante la fuerte expansión del gasto

En el transcurso del año, el Comité Ejecutivo revisó en varias oportunidades las principales políticas, demostrando su preocupación por la trayectoria de algunos indicadores que se alejaban de lo planificado.

---

31. Costabal, Martín (1990). *Op. cit.*, p. 18.

32. Foxley, Alejandro (1990). *Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública*, Ministerio de Hacienda, 23 de octubre, p. 6.

De acuerdo al ministro Costabal, el objetivo general de la política monetaria en 1989 fue fundamentalmente el logro de una desaceleración en la tasa de crecimiento de la actividad económica y el gasto, *"fenómeno que se arrastraba desde el año anterior"*<sup>33</sup>.

En este sentido, el secretario de Estado alabó la labor del Banco:

*"Cabe destacar la actitud seguida por el instituto emisor durante el período de ajuste de la economía chilena, y en especial durante 1989. Cuando no obstante la presencia de favorables condiciones externas, las que eventualmente habrían permitido sostener un aún más fuerte crecimiento de la actividad productiva durante algún tiempo adicional, se anticipó a la eventualidad de cambios adversos a nuestra economía en variables tales como los términos de intercambio y las tasas de interés internacionales, promoviendo un gradual programa de ajustes en el gasto interno, de modo de cautelar la estabilidad del proceso de crecimiento"*<sup>34</sup>.

Al comenzar 1989, el *Informe Gemines*, entre otros analistas independientes, había puesto énfasis en lo que a su juicio podía ser un año complicado, debido a *"la sobreexpansión monetaria y la sobre devaluación cambiaria: dos equivocaciones del Banco Central que explican el rebrote inflacionario"*<sup>35</sup>.

Aunque el Banco ajustó periódicamente la tasa de interés de sus instrumentos de política monetaria durante 1989, a juicio de muchos, ello fue de manera tardía e insuficiente.

Cuando las tasas internacionales mostraron una tendencia al alza, en enero, el Comité Ejecutivo subió de 5,1 a 5,5% la tasa del PRBC a 90 días. En abril, se acordó un nuevo ajuste a 6,0% y luego, junto con las medidas cambiarias, nuevamente se alzó a 6,3%.

Aunque el temor inicial a una escalada en las tasas internacionales no se concretó, a partir de octubre la tasa a la cual el Banco vendió estos papeles fue de 6,8%. Con estos mini ajustes a lo largo del año 1989 se produjo un alza superior a tres puntos porcentuales en las tasas reales de mercado, tal como se visualiza en el siguiente gráfico.

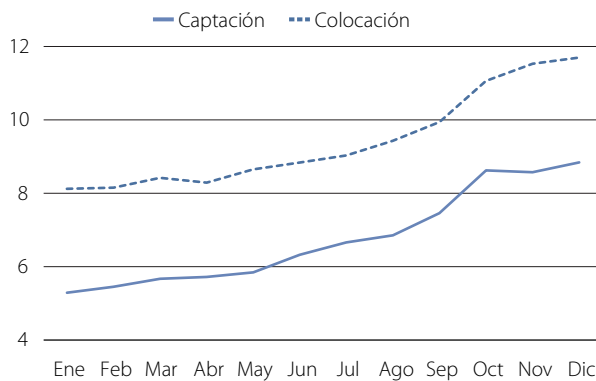
---

33. Costabal, Martín, (1990). *Op. cit.*, p. 20.

34. *Ibid.*, p. 22.

35. *Informe Gemines*, enero 1989, p. 3.

**GRÁFICO VIII-4. TASAS DE INTERÉS REAJUSTABLES DE 90-365 DÍAS: 1989**  
(porcentaje promedio mensual del sistema financiero)



Fuente: Boletín Mensual del Banco Central de Chile.

El gerente de Estudios reconoció, a mediados de año, que era complejo pronosticar la magnitud y velocidad de respuesta de la economía frente a las medidas mencionadas. Ello por cuanto la actitud de las personas frente a las mismas *“se encuentra en buena medida influida por su propia percepción acerca del curso futuro de la economía, y especialmente de la política económica que se seguirá en los próximos años”*.

En la misma oportunidad, Rosende se refirió a *“cierta inquietud en la opinión pública”* que estaría causando la cifra de 9,4% de crecimiento del PGB del primer trimestre, el notable crecimiento de las importaciones y una tasa de inflación creciente en los últimos meses.

*“Todo lo anterior, ha llevado a calificar el estado actual de la economía chilena como uno de sobrecalentamiento”*, comentó el ejecutivo, recordando varias de las medidas cambiarias y monetarias que había adoptado la autoridad con el propósito de sostener un crecimiento estable de la actividad económica.

Sobre esa base, el gerente de Estudios pronosticó una desaceleración para el segundo semestre que llevaría a la economía a un crecimiento del orden de 6% en el año y una tasa de inflación *“no muy diferente al 15% proyectado inicialmente”*<sup>36</sup>.

Sin embargo, y a pesar de ese incremento gradual de las tasas reales de interés, resultó claro que durante el año no se produjo un ajuste con suficiente fuerza.

36. Rosende, Francisco (1989). “La política económica actual y el mediano plazo”, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 736, junio, p. 1461.

En la práctica, el Banco pareció “quedarse atrás” del mercado y en algunos meses no pudo colocar sus papeles que no resultaban atractivos considerando la fortaleza de la demanda por crédito que enfrentaban los bancos.

La emisión y el dinero privado también tuvieron un comportamiento que reflejó la insuficiencia del ajuste.

Aunque los aumentos de la emisión se habían moderado durante gran parte del año, en diciembre se produjo un extraordinario incremento —19%—, en buena medida por el masivo rescate de PRBC.

Por su parte, el dinero ampliado (M1A), que también había moderado el crecimiento que en 1988 había alcanzado a un altísimo 50%, a fines de 1989 revirtió esa tendencia y terminó aumentando más de 25%.

## **Novedades en cuanto a los instrumentos monetarios y financieros**

Los instrumentos utilizados por la política monetaria para afectar la liquidez del sistema continuaron siendo casi los mismos que en los años inmediatamente precedentes, vale decir, la venta por ventanilla de PRBC y PDBC, la línea de crédito de liquidez o “redescuento” y las operaciones “*swap*”.

Sin embargo, vale la pena destacar algunas innovaciones que se agregaron hacia el final de esta etapa del Banco.

Al comenzar 1989, el director de Política Financiera hizo presente la necesidad de que el Banco Central contara con una mayor variedad de pasivos financieros, en cuanto a plazos y tasas de interés, que permitieran flexibilizar aún más su manejo monetario. El funcionario explicó que se había detectado que el mercado financiero y, en particular las administradoras de fondos de pensiones, requerían de mayor variedad de instrumentos para efectuar sus inversiones.

En ese contexto, el director propuso la creación de los pagarés del Banco Central con cupones a 10 años (PRC), la emisión de PRBC a 5 años y la flexibilización de los pagarés de tasa flotante (PTF) hasta 15 años<sup>37</sup>.

A partir de abril, el Banco comenzó a licitar PRC, aunque estas operaciones no fueron consideradas estrictamente como instrumentos de política monetaria. En efecto, los

---

37. ASCE N° 1909, 11 de enero de 1989.

papeles eran vendidos semanalmente en cupos relativamente constantes a un interés real del orden de 7%.

Su objetivo principal fue mejorar el perfil de pasivos del Banco, considerando su fuerte crecimiento de los últimos años, además de contribuir al desarrollo del mercado de capitales a mediano plazo.

Una preocupación importante en relación con el perfil de la deuda del Banco se produjo puntualmente a fines de 1989, debido al sustancial volumen de vencimientos de pagarés que se preveía para el primer semestre de 1990, lo cual era un factor más de dificultad para la política monetaria. Por esto pareció urgente modificar significativamente el perfil de la deuda interna del Banco Central, que comenzó mediante la venta de los mencionados PRC.

En esta materia, es interesante recordar que la composición del ahorro financiero privado representado por el agregado monetario privado más amplio, M7, experimentó un cambio sustancial en la década de 1980, como consecuencia de diversas causas, en particular del fuerte crecimiento de los pagarés del Banco Central después de la crisis bancaria y el rescate del sistema financiero.

En el cuadro siguiente se aprecia la radical modificación en la estructura del ahorro financiero y la participación del Banco como proveedor de activos financieros para el sector privado.

## AHORRO FINANCIERO (M7)

(porcentaje de participación en M7)

Diciembre	M1A	DP	DBC	Otros	M7
1980	32,5	42,8	5,5	19,2	100,0
1981	24,4	52,4	1,8	21,4	100,0
1982	20,0	50,1	2,2	27,7	100,0
1983	20,3	33,5	10,4	35,8	100,0
1984	17,1	36,5	11,6	34,8	100,0
1985	16,4	34,0	15,3	34,3	100,0
1986	17,6	29,7	16,9	35,8	100,0
1987	15,1	33,9	19,4	31,6	100,0
1988	16,7	32,2	19,8	31,3	100,0
1989	14,3	31,3	25,3	29,1	100,0

M1A: circulante más depósitos en cuenta corriente del sector privado no financiero netos de canje, más depósitos a la vista distintos de cuentas corrientes, más depósitos de ahorro a la vista.

DP: depósitos a plazo del sector privado.

DBC: documentos del Banco Central en poder del público (sector privado no financiero).

Otros: principalmente depósitos de ahorro a plazo, letras de crédito en poder del público y depósitos en moneda extranjera del sector privado.

Fuente: Elaborado con cifras del Banco Central.



En efecto, mientras a fines de 1981 el acervo de pagarés del Banco y de la Tesorería General de la República, en conjunto, representaban apenas 2% del ahorro financiero en poder del sector privado no financiero, a fines de 1989 se había elevado a algo más de 25%, habiendo desaparecido los pagarés de la Tesorería.

Ello trajo aparejado una disminución de la participación del dinero y depósitos en moneda nacional, en especial depósitos a plazo. Estos últimos cayeron desde 53% a 32% del M7, entre las mismas fechas.

Sin duda, otro factor fundamental para posibilitar el fenómeno fue la contribución de las administradoras de fondos de pensiones (AFP), donde los fondos previsionales se incrementaron rápidamente a partir de su creación en 1981, con el pago de las cotizaciones y la rentabilidad. A fines de 1988, los pagarés del Banco en poder de las AFP representaban 47% del total de pagarés en manos del sector privado.

El acervo de los diversos tipos de pagaré en manos del sector privado, entre diciembre de 1981 y el mismo mes de 1989, se multiplicó por 22 en términos reales, mientras que los del Banco Central se multiplicaron por 32.

Otra novedad en materia de instrumentos de la política monetaria durante 1989 fue la creación de una cuenta de depósito en el Banco Central con recursos de la Cuenta Única Fiscal en el Banco del Estado (BECh).

De acuerdo con el director de Política Financiera, esta medida pretendió “neutralizar los efectos de las significativas fluctuaciones en la posición de caja del Banco del Estado que se transmiten al resto el sistema”. La aludida cuenta recibiría depósitos a un día y la tasa de interés no podría ser mayor que la del tercer tramo de la línea de redescuento<sup>38</sup>.

Por último, es necesario señalar que en 1989 el Banco continuó ejerciendo su función de agente fiscal como ejecutor de algunos programas financieros, en colaboración con el Banco Mundial.

En efecto, en abril de ese año se anunció que el gobierno de Chile, con la cooperación del BIRF, había diseñado un Programa de Financiamiento Industrial (PFI) con el objetivo de

*“[...]refinanciar créditos que otorguen las instituciones financieras a empresas privadas productivas de los sectores industrial, agroindustrial, pesquero, forestal, minero y servicios anexos a cualquiera de dichas actividades” y que “el Banco Central, en su calidad de agente fiscal, será el encargado de administrar el PFI y velar para que los recursos se asignen de acuerdo a los objetivos perseguidos”.*

---

38. ASCE N° 1917, 24 de febrero de 1989.

Se estableció también que, en su función de ejecutor del Programa, el Banco Central contaría con la asesoría de una Unidad Técnica cuya existencia se determinó como condición básica para el otorgamiento del préstamo por el Banco Mundial, una línea de 125 millones de dólares.

La Unidad Técnica, anteriormente denominada Dirección Secretaría Ejecutiva de la Unidad Técnica del Programa de Reestructuración Financiera, pasó a denominarse Dirección de Programas de Financiamiento, quedando a cargo del director Enrique Tassara<sup>39</sup>.

#### 4. CONTINÚA LA ACELERADA DISMINUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA

Durante 1989 no hubo gestiones adicionales para reestructurar vencimientos de la deuda externa.

En abril, el nuevo ministro de Hacienda, Enrique Seguel, manifestó que para el país podía resultar más conveniente esperar los resultados que pudiera reportar el *Plan Brady*, antes de renegociar con la banca acreedora los vencimientos de 1991 y años posteriores.

El *Plan Brady* reemplazó al *Plan Baker*, ya mencionado, y creó expectativas de un recorte de la deuda externa para un grupo de países deudores. En lo fundamental, este plan propuesto en 1989 por el Secretario de Estado de EE.UU. estableció incentivos para que la banca acreedora llegara a acuerdos voluntarios con los países deudores para recortar las deudas. En ese sentido, Chile se había anticipado con los esquemas de conversión de deuda iniciados en 1985.

Gran parte de las sesiones semanales del Comité Ejecutivo, durante 1989, estuvieron destinadas a analizar, y aprobar en la gran mayoría de los casos, las presentaciones de inversionistas para acoger alguna operación a las disposiciones de los capítulos XVIII o XIX, con lo cual se cumplía el objetivo de bajar el nivel de la deuda.

#### La “crisis de la fruta” y el uso de los pagarés de deuda externa

El episodio que, al comenzar el año, se conoció como “de las uvas envenenadas” tuvo preocupado al país durante algunas semanas.

---

39. ASCE N° 1942, 21 de junio de 1989.

Enrique Seguel, en discurso ante la Asamblea de Gobernadores del BID, denunció que *“lamentablemente, en días pasados la exportación de fruta chilena se ha visto gravemente amenazada debido a la sobrereacción que tuvo un país frente a un acto terrorista”*<sup>40</sup>.

En efecto, el descubrimiento de dos granos de uva aparentemente inyectados con cianuro, en uno de los numerosos embarques de fruta desde Chile a Estados Unidos, llevó a ese país a prohibir el ingreso de fruta chilena a partir del 13 de marzo de 1989.

Diversas negociaciones condujeron a que la medida se levantara en pocos días, pero, a juicio de las autoridades chilenas, el daño causado a los productores nacionales ya se había producido y era de magnitud significativa.

El gobierno diseñó un plan para “mantener al sector en marcha”, el que incluyó la compra a precios de costo en Chile, por parte del Estado, de la fruta atrapada en los frigoríficos, la indemnización fiscal por la fruta destruida en el exterior, la puesta en marcha de un sistema de precio mínimo asegurado por el Estado que “cubre los costos marginales de cosecha y embalaje”, y la autorización para retornar el producto de las ventas de frutas en el exterior en títulos de deuda externa del Banco Central<sup>41</sup>.

La última de estas medidas significó que el exportador pudo recibir US\$1,6 aproximadamente por cada US\$1 de ventas, por un período limitado. De acuerdo con Gustavo Díaz, director de Comercio Exterior,

*“El Banco Central se encuentra facultado para autorizar que el retorno se verifique mediante determinados títulos de deuda externa, los que tendrían el carácter de instrumentos de cambios internacionales para tal efecto”*<sup>42</sup>.

Esta fue una forma adicional de aprovechar, esta vez en beneficio de los exportadores de fruta, 40% o más de descuento con que se transaban los pagarés de deuda del Banco Central.

A juicio del director de Estudios, el embargo de la fruta podría significar, en el peor de los casos, un uso adicional de reservas del orden de 300 a 400 millones de dólares y consideraba improbable que el efecto sobre el crecimiento del PGB superara 0,5%<sup>43</sup>.

Estimaciones posteriores, en todo caso, disminuyeron estas proyecciones.

---

40. Seguel, Enrique (1989b). “Discurso ante la XXX reunión anual de Gobernadores del BID”, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 733, marzo, p. 610.

41. Fontaine, Juan Andrés (1989). *Op. cit.*, p. 912.

42. ASCE N° 1924, 28 de marzo de 1989.

43. Fontaine, Juan Andrés (1989). *Op. cit.*, p. 912.

## Características de las nuevas y cuantiosas conversiones de deuda en inversiones extranjeras

Las autoridades del Banco manifestaron gran confianza en los diversos mecanismos que el mercado ofrecía para lograr nuevas disminuciones de la abultada deuda externa que en los años previos había acumulado el país.

Al respecto, el vicepresidente Serrano afirmó, en abril de 1989, que

*“Debe reiterarse que la principal ventaja de estos mecanismos —y una que suele ignorarse en el debate al respecto— es que contribuyen a reducir la vulnerabilidad de la economía nacional ante cambios desfavorables de las tasas de interés y de los precios de las exportaciones”.*

Sobre el tema, Serrano destacó la reciente iniciativa internacional —el ya mencionado *plan Brady*— que ponía énfasis en la reducción de deuda vía acuerdos voluntarios con los acreedores, señalando que *“en este sentido es muy similar a los programas adoptados en Chile”*<sup>44</sup>.

Durante 1988 y 1989 se incrementaron las transacciones destinadas a convertir deuda externa en inversión extranjera, acogiéndose al Capítulo XIX del CNCI.

Como se aprecia en las siguientes estadísticas, el número de operaciones autorizadas en 1989 llegó casi al centenar, cuyo análisis ocupó a varios profesionales y dio lugar a extensos debates en el Comité Ejecutivo, en el transcurso del año.

### OPERACIONES CAPÍTULO XIX

(operaciones autorizadas y concretadas)

Año	Monto (US\$ millones)		Número operaciones	
	Autorizado	Concretado	Autorizado	Concretado
1985	43,3	32,3	8	6
1986	293,2	213,5	53	49
1987	676,6	707,3	64	72
1988	860,0	855,7	97	87
1989	1.253,6	1.261,0	98	101
<b>Total</b>	<b>3.126,7</b>	<b>3.069,8</b>	<b>320</b>	<b>315</b>

Fuente: Banco Central de Chile.

---

44. Serrano, Alfonso (1989a). *Op. cit.*, p. 909.

Las operaciones analizadas y aprobadas por el Comité fueron de montos desde aproximadamente 300 mil dólares hasta algunas que superaron los 80 millones de dólares.

Entre las operaciones más grandes aprobadas en 1989 —sobre 50 millones de dólares— destacaron como empresas “receptoras”: Hotel Corporation of Chile S.A., Celulosa Simpson Chile Ltda, D.B. Investment Inc., Agencia en Chile, Chile Cellulose Investment Co., Agencia en Chile, DCI Celpac Ltd, y Stora Cell Chile Ltda.

Interesante resulta señalar que, en promedio, durante 1989 los pagarés se transaron en el mercado secundario internacional al 60% de su valor par, mientras la redenominación en Chile se efectuó al 84%, con un diferencial de precio de alrededor de 40%. En los dos años precedentes, el diferencial se aproximó a 50%.

El destino económico del total de operaciones en el período 1985-1989 fue, en términos gruesos, 36% al sector manufacturero, 24% a agricultura, silvicultura y pesca, 13% a minería, 10% al sector financiero y 6% tanto a transportes como al sector comercio.

Por otra parte, una clasificación de las operaciones según el objetivo de la inversión mostró que 45% fue destinado a proyectos nuevos y/o expansiones, 17% a transferencia de activos, 12% a compra de empresas del “área rara” en poder de los bancos y/o Corfo, y 11% a incrementar capital de trabajo y/o pago de deudas internas.

## Deuda del Banco Central: rescate directo de pagarés con descuento

Como ya se mencionó, en septiembre de 1988 el Banco, haciendo uso del cupo que los nuevos contratos de reestructuración de la deuda le permitieron rescatar anticipadamente, amortizó 300 millones de dólares con un uso de reservas de aproximadamente 170 millones de dólares, resultando por tanto un precio ponderado a pagarse algo superior a 56%, siendo el precio máximo pagado de 57,6% del valor nominal de los títulos.

Según relató el director Internacional, poco antes de que entrara en vigencia la nueva LOC,

*“En el presente año, ante la posibilidad de contar con recursos extraordinarios de los organismos multilaterales debido al llamado Plan Brady, llevó al Banco Central a la decisión de efectuar una nueva operación de rescate de deuda externa”.*

El plan propuesto en 1989 por el secretario de Estado norteamericano Nicholas Brady en efecto complementó el plan Baker poniendo especial énfasis en las operaciones de reducción de la deuda externa comprometiendo recursos internacionales para incentivarlas.

Con esto, recordó el director Garcés, se disminuiría el nivel de la deuda aprovechando directamente y en su totalidad los descuentos del mercado, con lo cual se podría obtener una utilidad no despreciable <sup>45</sup>.

En efecto, esta vez el Banco diseñó una operación de rescate de deuda por un monto máximo de uso efectivo para pago de deuda (capital) de US\$330 millones, mediante un sistema de licitación abierta —es decir, los acreedores ofrecían sus créditos al precio que estimasen conveniente— con participación de todos sus acreedores bancarios. El monto máximo era lo permitido en ese momento según los contratos de reestructuración.

En el memorándum enviado a los bancos para que hicieran ofertas, el ministro Seguel y el presidente Concha hacían ver los que, a su juicio, serían beneficios de la operación:

*“Así, a través de una transacción en un mercado totalmente voluntario, el Banco Central y sus bancos acreedores alcanzarán los siguientes objetivos fundamentales: reducción inmediata de la deuda externa vigente y correspondiente reducción en los costos de su servicio; para los bancos que elijan participar, aumento de la liquidez de su cartera y reducción de su exposición internacional; para aquellos que elijan no participar, el incremento de la solvencia de Chile y del valor del portfolio chileno de esos bancos”<sup>46</sup>.*

En definitiva, el análisis de las ofertas recibidas “y tomando en consideración el precio de mercado de la deuda chilena”, llevó al Comité Ejecutivo a aceptar todas las ofertas de un precio de 59% o inferior, con lo cual se rescataron solamente US\$140 millones de deuda —valor nominal— a cambio de un pago efectivo de US\$81 millones.

De esta manera, en dos recompras directas —en 1988 y 1989— el Banco rebajó su deuda externa en US\$440 millones, utilizando reservas por solo US\$251 millones.

## Evaluación final de los mecanismos de rescate de deuda externa

En el siguiente cuadro se puede apreciar un detalle de los resultados de los diversos mecanismos que dieron origen a disminuciones de la deuda externa desde 1985 a 1989.

---

45. ASCE N° 1972, 22 de noviembre de 1989.

46. ASCE N° 1965, 11 de octubre de 1989.

## RESCATE DE DEUDA EXTERNA DE CHILE SEGÚN OPERACIONES DE CONVERSIÓN NORMADAS POR EL BANCO CENTRAL DE CHILE<sup>(1)</sup>

(US\$ millones)

Años	Capitalizaciones DL 600 y otras	Capítulo XVIII	Capítulo XIX	Canje de cartera	Otras	TOTAL
1985	53,0	115,2	32,3	41,0	88,7	330,2
1986	56,3	410,6	213,5	27,2	275,9	983,5
1987	124,6	695,8	707,3	–	451,0	1.978,7
1988	39,3	909,3	885,9	67,6	1.026,0	2.928,1
1989	2,4	409,8	1.321,8	19,7	1.013,5	2.767,2
<b>Total</b>	<b>275,6</b>	<b>2.540,7<sup>(2)</sup></b>	<b>3.160,8<sup>(3)</sup></b>	<b>155,5<sup>(4)</sup></b>	<b>2.855,1<sup>(5)</sup></b>	<b>8.987,7</b>

(1) Operaciones materializadas. Los títulos de deuda externa se consideran a su valor nominal.

(2) Incluye US\$197,7 millones correspondientes a Capítulo XVIII, Anexo 4 y US\$370,5 millones del Capítulo XVIII, Anexo 5 del CNCI.

(3) Incluye US\$90,6 millones correspondientes a Capítulo XIX, Anexo 2.

(4) Implica transformar deuda "externa" a deuda "interna" en moneda extranjera.

(5) Incluye US\$439,6 millones correspondientes a licitaciones del Banco Central; US\$356,7 millones correspondientes al Acuerdo 1924-01 y US\$505,6 millones de prepagos de la cláusula 5.12 del convenio de reestructuración de la deuda externa (prepagos en pesos a algún acreedor en particular, previa autorización del Banco Central. Tenía un efecto equivalente a un Capítulo XVIII sin cupo).

Fuente: *Boletín Mensual Banco Central de Chile*, enero 1990, p. 125.

Cabe agregar que de los casi 9.000 millones de dólares de pagarés rescatados, casi 40% correspondió a deuda del sector público, incluyendo algo más de 2.300 millones de dólares del Banco Central. Del 60% correspondiente al sector privado, más de dos tercios fueron pagarés del sector privado financiero, mayoritariamente con garantía pública.

Algunos de estos mecanismos de conversión de deuda externa también estuvieron sujetos a críticas.

Ffrench-Davis asegura, entre otras críticas, que el Capítulo XIX implicó una ganancia considerable de capital o subsidio para los inversionistas que operaron con pagarés de deuda y que "el subsidio o diferencial tendió a desplazar la inversión extranjera en dinero efectivo, a favor de la inversión a través de pagarés"<sup>47</sup>. También señala que la conversión fue incentivada por los descuentos existentes en el mercado secundario de la deuda, pero que "el mismo hecho desincentivó la reanudación de los créditos voluntarios[...]"<sup>48</sup>

47. Ffrench-Davis, Ricardo (1999a). "Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad. Tres décadas de políticas económicas en Chile", Dolmen Ediciones, p. 246.

48. *Ibid.*, p. 254.

El ministro Foxley, al hacer una evaluación, en 1990, señaló:

*“Este programa de conversión de deuda es vulnerable a muchas críticas. Las más frecuentemente mencionadas son una contribución insuficiente a la formación de capital, la porción relativamente pequeña del descuento muchas veces capturada por agentes nacionales, el importante flujo de utilidades remesadas que generarán (con la consiguiente presión en la balanza de pagos), y los efectos alcistas que las recompras tienen sobre el dólar paralelo. Cabe destacar también el manejo fraudulento en que incurrieron algunos operadores del capítulo XIX, con el consiguiente daño para el país. Pero más allá de estos problemas, y reconociendo que es muy temprano para hacer una evaluación definitiva del impacto de los programas de conversión, es evidente que ellos han conseguido reducir de modo importante el monto de deuda comercial de mediano y largo plazo”<sup>49</sup>.*

Otro dato ilustrativo lo entregó un estudio del Banco que estimó que las “utilidades remesables” correspondientes a las inversiones Capítulo XIX serían cercanas a los 100 millones de dólares anuales en el trienio 1991-1993.

## Nivel y estructura de la deuda al final de 1989

El siguiente cuadro muestra la evolución de la deuda externa como consecuencia conjunta de los procesos de reestructuración, contratación de dinero nuevo y operaciones de disminución de deuda, desde su nivel nominal más alto a fines de 1986 hasta diciembre de 1989.

### DEUDA EXTERNA AL FINAL DE CADA AÑO

(US\$ millones)

	1986	1987	1988	1989
I. Deuda externa total (II+III)	19.501	19.208	17.638	16.252
II. Deuda externa de mediano y largo plazo	17.504	16.712	14.722	12.535
III. Deuda externa de corto plazo <sup>(*)</sup>	1.997	2.496	2.916	3.717
<b>Banco Central con el FMI</b>	<b>1.328</b>	<b>1.452</b>	<b>1.322</b>	<b>1.268</b>

(\*) Excluye créditos de corto plazo para operaciones de comercio exterior.

Fuente: *Indicadores económicos y sociales de Chile 1960-2000*, Banco Central de Chile, p. 658.

---

49. Foxley, Alejandro (1990). *Op. cit.*, p. 89.



Del cuadro se deduce que en el trienio 1987-1989 se produjo una disminución de la deuda de mediano y largo plazo cercana a los 5 mil millones de dólares. Cabe agregar que una parte significativa de esta disminución —casi 2 mil millones de dólares— correspondió a deuda directa del Banco Central.

La rebaja sería de solo algo más de 3 mil millones si se considera que paralelamente hubo un incremento en la deuda a corto plazo. Esta última pasó a representar casi 23% del endeudamiento total, en contraste con el 10% tres años antes.

Otro hecho interesante fue el cambio que se produjo en pocos años en cuanto a la estructura de los acreedores.

Mientras al comenzar la crisis de la deuda una parte sustancial de ella se concentraba en la banca internacional —83% en 1983—, la situación se había modificado drásticamente a fines de 1989, cuando estos acreedores representaban solo 57% del total de la deuda de mediano y largo plazo.

Como contrapartida, los organismos multilaterales habían recuperado su importancia como proveedores de financiamiento, lo que a juicio del director de Estudios, en su mirada a mediano plazo, *"exigirá buenas relaciones con el FMI, el Banco Mundial y el BID"*<sup>50</sup>.

A fines de noviembre, el Comité Ejecutivo resolvió renovar, por séptima vez consecutiva, la Facilidad Crediticia Comercial de Corto Plazo para el período entre el primero de enero y el 31 de diciembre de 1990.

Cabe recordar que el compromiso de los bancos en esta modalidad crediticia sumaba aproximadamente US\$1.600 millones y cada institución acreedora debía recibir un télex del Tesorero General de República en que se otorgaba, hasta por los montos individualmente determinados para cada banco, la garantía del Estado a las operaciones crediticias comerciales de corto plazo, otorgadas por éstos a prestatarios del sector público y privado financiero chileno.

La garantía del Estado se otorgó por efecto de la Ley 18.829 de 1989 y el Decreto Supremo de Hacienda 800, del 8 de septiembre de 1989<sup>51</sup>.

---

50. Fontaine, Juan Andrés (1989). *Op. cit.*, p. 917.

51. ASCE N° 1973, 29 de noviembre de 1989.

## 5. TRASCENDENTE INNOVACIÓN PARA EL BANCO CENTRAL: NACE LA OBLIGACIÓN SUBORDINADA

Todavía en 1989 hubo situaciones delicadas en algunas instituciones financieras a las cuales se les aplicó la nueva legislación de 1986.

En efecto, por acuerdo 1931 del Comité Ejecutivo, en mayo se habilitó a la SBIF para someter al Banco Nacional a administración provisional por el plazo de un año. Tal decisión se tomó después de numerosas multas, por su *"sistemática rebeldía de ajustarse a la normativa vigente"* y por ser *"la institución financiera del país con mayor endeudamiento de personas naturales o jurídicas vinculadas a su propiedad o gestión"*.

La Superintendencia aseguró que la medida *"en nada empaña el saludable estado de nuestro sistema bancario"*. A fines de año se constituyó el Banco BHIF, producto de la fusión del Banco Nacional y del Banco Hipotecario Internacional de Fomento.

Sin embargo, lo más trascendente para el sistema bancario y para el Banco Central, en particular, fue la nueva Ley 18.818 que se promulgó el 1 de agosto de 1989.

Su artículo 3d agregó un artículo 15 a la Ley 18.401 —LOC del Banco Central— que permitió a las empresas bancarias y sociedades financieras que mantuvieran pendientes pactos de recompra de cartera con el Banco Central, solicitar al instituto emisor la novación de las obligaciones derivadas de los contratos de venta de cartera por una nueva obligación de carácter subordinado, cuyos requisitos consagró la ley, sin perjuicio de facultar al Comité Ejecutivo del Banco para fijar algunos otros adicionales.

Hay que recordar que el plazo máximo de recompra de los créditos vendidos al Banco Central alcanzaba a 15 años, a contar del 31 de diciembre de 1985, a excepción de algunos términos especiales fijados para las instituciones financieras sujetas a administración provisional.

Las proyecciones, sin embargo, indicaban que, con supuestos realistas de rentabilidad, varias instituciones financieras no lograrían extinguir la obligación de recompra en los referidos plazos.

### Motivos de las modificaciones

Durante el proceso de discusión de la mencionada Ley 18.818, el ministro de Hacienda manifestó que *"resulta particularmente importante para el Poder Ejecutivo dejar normalizada"*

*la situación del sistema financiero*", y procedió a explicar las razones que lo llevaban a proponer el citado artículo 15.

El ministro Seguel se refirió a los diversos contratos de recompra de cartera entre el instituto emisor y la banca comercial, los cuales ya cumplían cuatro años de vigencia y habían funcionado sin problemas.

Añadió que, a su juicio, *"perfectamente podrían haber seguido así si uno supone un ambiente de mucho profesionalismo y una actuación de los distintos actores involucrados, ajenos a las contingencias políticas"*<sup>52</sup>.

Continuó explicando que la preocupación fundamental alrededor de esta relación contractual entre la banca comercial y el Banco Central, *"surge a partir del 5 de octubre, cuando la banca comercial señala reiteradamente, y no sin razón, que esa relación contractual implica un riesgo enorme de que, eventualmente, se pueda mal usar[...]"*.

Al respecto, cabe recordar que el 5 de octubre de 1988 tuvo lugar el plebiscito que selló el término del gobierno de Pinochet, a partir de marzo de 1990.

Luego, el secretario de Estado se explayó:

*"Advirtiendo cómo el Banco podría hacer mal uso de esos contratos y, en definitiva, aseguró que en otras palabras, sería un expediente fácil de que el Banco Central pasara a ser prácticamente el dueño de toda la banca comercial chilena que le ha vendido cartera"*.

Es posible que las aprehensiones del ministro hayan tenido en cuenta lo que planteó el programa básico de la Concertación, cuando manifestó que

*"[...]rechazamos las transferencias masivas con que el gobierno favoreció a las instituciones financieras afectadas por la crisis de 1982, como asimismo las cuantiosas utilidades y transferencias de activos a bajo precio, producidas en diversas operaciones con pagarés de la deuda externa"*<sup>53</sup>.

De conformidad a la nueva legislación, el Comité Ejecutivo acordó, en agosto de 1989, establecer para las empresas bancarias y sociedades financieras que habían vendido su cartera de colocaciones al Banco y mantuvieran pactos pendientes de recompra, la opción

---

52. *Historia de la Ley 18.818*, pp. 186 y siguientes.

53. Ortega, Eugenio y Carolina Moreno (2002). *Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad. Tres décadas de políticas económicas en Chile*, Dolmen Ediciones.

de novación de todas las obligaciones que derivaran de estos contratos de compraventa de cartera, sustituyéndolo por una obligación subordinada que debía quedar estipulada en un contrato de novación<sup>54</sup>.

Cabe recordar que la venta de cartera al Banco se efectuó a partir de 1982 según Acuerdos 1450 de 1982 y 1555 de 1984, y sus modificaciones y complementaciones.

La opción fue tomada por todas las instituciones financieras involucradas, con excepción del Banco de Crédito e Inversiones, las cuales firmaron los nuevos contratos entre el 25 de octubre y el 10 de noviembre de 1989.

## Características de la obligación subordinada

El monto original de la obligación subordinada, expresada en UF, se constituyó por el saldo de la cartera cedida por las instituciones financieras al amparo del Acuerdo 1555, menos el pago al contado del valor económico de dicha cartera que las referidas instituciones debieron efectuar al Banco Central.

En efecto, los bancos que se acogieron a esta opción pagaron en dinero efectivo al Banco Central, en abono de la deuda asumida, los créditos que anteriormente se habían cedido al Instituto Emisor, y que a la fecha de la novación, no habían sido recomprados. El monto a pagar se determinó por la Superintendencia conforme al valor económico de los aludidos créditos.

De esta manera, a fines de 1989, trece instituciones financieras mantenían una obligación subordinada con el Banco Central por un total de 163,7 millones de unidades de fomento, equivalente a algo más de 3300 millones de dólares, o 13% del PGB.

Las instituciones financieras con obligación subordinada fueron: Banco de Chile, Banco de Santiago, Banco Concepción, Banco Nacional —que posteriormente se fusionó con el Banco BHIF— Banco de A. Edwards, Banco Osorno y La Unión, Banco Sud Americano, Banco Banesto, Banco BHIF, Banco O'Higgins, Banco Internacional, Banco del Desarrollo y Financiera Comercial.

El monto original debía incrementarse acumulativamente de acuerdo a la variación de la UF más 5% anual. El plazo de la obligación subordinada para las instituciones deudoras se estipuló como indeterminado, hasta su entero pago.

---

54. ASCE N° 1953, 16 de agosto de 1989.

La ley estableció que las instituciones deudoras debían destinar al pago de esta obligación subordinada los excedentes del ejercicio anual que definiera la SBIF —previa deducción de la parte que correspondiera a las acciones preferentes— pudiendo, además, en cualquier tiempo, pagar la obligación subordinada con recursos autorizados expresamente por la citada Superintendencia.

La recuperación de dicha obligación quedó, en consecuencia, sujeta a la generación de excedentes por parte de las instituciones financieras deudoras.

Diversas críticas recibió posteriormente este nuevo tratamiento legal que se dio a la obligación de recompra.

Así, en el 2002 el abogado y fiscal del Banco, Miguel Angel Nacrur, estimó que la nueva forma de pago de la obligación adeudada al Banco Central

*"[...]concedía un trato extremadamente favorable a las instituciones financieras deudoras, toda vez que esta nueva obligación carecía de plazo determinado, no tenía ningún resguardo o garantía que asegurara su cumplimiento y, por el contrario, en caso de insolvencia, el Banco Central se pagaba una vez cubiertos todos los créditos de los acreedores valistas y, finalmente, las propias condiciones de la ayuda otorgada por el Banco Central, se consideraban muy ventajosas[...]"<sup>55</sup>.*

La Ley 18.818 experimentó posteriormente, durante los gobiernos democráticos, una sustancial reforma que fue promulgada en 1995<sup>56</sup>.

## 6. EL DÉFICIT CUASIFISCAL, PAGARÉS FISCALES Y EL "PROBLEMA" PATRIMONIAL DEL BANCO CENTRAL

La obligación subordinada de los bancos, que se incorporó al balance del Banco de 1989 como un activo de dudosa recuperación total, constituyó solo uno de los factores que contribuyeron al deterioro patrimonial del instituto emisor, como consecuencia del rescate de gran parte de la banca en la década de los ochenta.

Durante los años previos, diversas leyes dispusieron el traspaso de pagarés de la Tesorería General de la República al Banco Central como una forma de cubrir las pérdidas en que

---

55. Nacrur, Miguel Angel (2002). "Obligaciones de recompra de cartera y subordinada contraídas con el Banco Central de Chile", *Mimeo*, Banco Central de Chile, noviembre, p. 40.

56. Marshal Rivera, Jorge (1995). "La obligación subordinada", Banco Central de Chile.

éste debió incurrir para solucionar, en sus diversas etapas, la profunda crisis financiera que explotó a fines de 1981.

De manera resumida, cabe recordar que por la Ley 18.267, de diciembre de 1983, el fisco transfirió pagarés al Banco por 100.000 millones de pesos a un plazo de 25 años.

Posteriormente, en los años 1984 a 1987 se transfirieron pagarés que totalizaron el equivalente a UF296 millones, de acuerdo con la Ley 18.401 y sus modificaciones.

Finalmente, por disposición de la Ley 18.768, de diciembre de 1988, se adoptó una importante determinación, cual fue la sustitución de los pagarés expresados en UF por pagarés expresados y pagaderos en dólares<sup>57</sup>.

Estos últimos mantuvieron como fecha de emisión y de vencimiento las mismas que tenían los respectivos documentos que se sustituyeron, venciendo la primera de las 40 cuotas de cada emisión el 15 de junio de 1995 y la última el 15 de diciembre del 2014<sup>58</sup>.

El saldo de estos pagarés fiscales en el balance de 1989 ascendió al equivalente a US\$6.972 millones o 26,8% del PGB.

Es importante destacar que las mencionadas transferencias de pagarés fiscales tuvieron un efecto equivalente a un financiamiento del Banco al fisco, de manera que las numerosas declaraciones de la época en el sentido que a partir de 1979 al Banco se le prohibió otorgar créditos al fisco resultaron, a lo menos, confusas. Es así como el fisco se hizo cargo de una parte de las pérdidas causadas por la crisis bancaria mediante un crédito a largo plazo del Banco.

Como lo explica Fontaine, la sola restricción de que *"ningún gasto público o préstamo podrá financiarse con créditos directos o indirectos del Banco Central"* no elimina absolutamente el financiamiento fiscal inflacionario. El Banco puede, a través de operaciones crediticias o cambiarias, asumir funciones cuasifiscales, transfiriendo subsidios, lo cual termina ocasionando pérdidas al Banco Central. Luego agrega:

*"Si estas son cubiertas por el fisco mediante la aportación de títulos de deuda, el resultado sería equivalente a un financiamiento del Banco Central al fisco."*

---

57. Artículo 75 de la Ley 18.768 del 29 de diciembre de 1988, complementado por los Decretos Supremos del ministerio de Hacienda 1257 del 29 de diciembre de 1988 y 330 del 4 de abril de 1989.

58. ASCE N° 1906, 30 de diciembre de 1988.

*Esta práctica fue intensamente aplicada para cubrir las pérdidas ocasionadas por el rescate bancario, luego de la crisis de 1982-1983*<sup>59</sup>.

## La deuda pública en manos del Banco

Las decisiones adoptadas para asignar a las instituciones del Estado que debían asumir las pérdidas a través del tiempo derivaron en que, en 1989 —año en que el Banco se convertiría en un ente autónomo— el balance institucional fuera, al menos, discutible desde el punto de vista de su fortaleza patrimonial.

En efecto, durante la década de los ochenta el Banco debió emitir pagarés en un volumen inédito para financiar los subsidios y créditos, cuya recuperación en muchos casos era a plazos indefinidos. De lo contrario, el efecto inflacionario hubiese sido catastrófico.

En la práctica, en Chile, la deuda pública quedó en manos del Banco Central y no de la Tesorería fiscal, como en la mayoría de los países.

De aquí que Tapia, en 1990, calificó al Banco como “Un Banco Central muy especial” con una estructura de balance completamente atípica en comparación con otros bancos centrales. Señaló, por ejemplo, que en los bancos centrales de Japón, Estados Unidos y Alemania, la emisión corresponde al 82, 90 y 70% de sus pasivos totales, respectivamente. En Chile, en cambio, es 4%. La relación de deuda total a emisión del banco central de estos países con estabilidad monetaria, en consecuencia, está entre 1,1 y 1,4 veces. En Chile es 25 veces<sup>60</sup>.

De acuerdo con Larraín y Vergara, la deuda interna del Banco se elevó desde 2,3% del PGB en 1981 hasta 30,6% del PGB en 1989, según la evolución que se aprecia en el siguiente gráfico<sup>61</sup>:

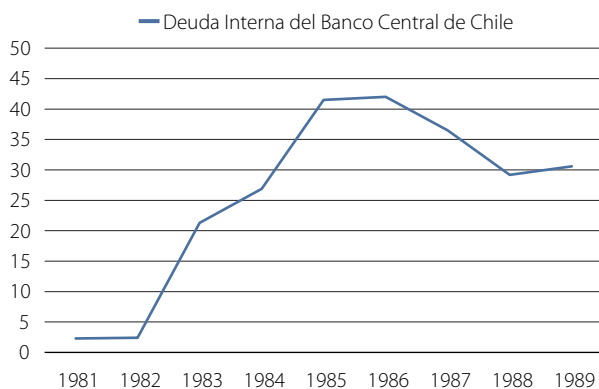
---

59. Fontaine, Juan Andrés (2000). “Banco Central autónomo: en pos de la estabilidad” en Larraín, Felipe y Rodrigo Vergara, *La Transformación Económica de Chile*, CEP, p. 396.

60. Tapia, Daniel (1991). “Un Banco Central muy especial”, en *Comentario Económico*, Banco BICE, noviembre.

61. Larraín, Felipe y Rodrigo Vergara (2000). “Un cuarto de siglo de reformas fiscales”, en Larraín, Felipe y Rodrigo Vergara, *La Transformación Económica de Chile*, CEP, p. 102.

### GRÁFICO VIII-5. DEUDA INTERNA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE (porcentaje del PGB)



Fuente: Larraín, Felipe, y Rodrigo Vergara, "La transformación económica de Chile", CEP, (2000), p. 102.

El aumento de esta deuda fue notable entre 1983 y 1985, coincidiendo con las operaciones cuasifiscales de ese período, después de la intervención masiva de los bancos, en enero de 1983.

En términos generales, el hecho que la deuda interna estuviese fundamentalmente en el Banco Central y no en el fisco, generó un escenario de déficit cuasifiscal al considerar que los intereses que recibía el Banco por sus activos eran inferiores a los de sus pasivos.

Para Tapia, el tema, sin ser crucial, tiende a confundir las responsabilidades entre el Banco Central y el fisco. Sin la "mochila" de la deuda pública el Banco quedaría "liberado para dedicarse a su objetivo de estabilidad monetaria".

En diciembre de 1989 los papeles emitidos por el Banco tenían la siguiente composición.



## DOCUMENTOS EMITIDOS POR EL BANCO CENTRAL DE CHILE

(miles de millones de pesos)

Pagarés reajustables del Banco Central	275,3
Pagarés reajustables con pago en cupones, PRC, Acuerdo 1909	294,6
Pagarés reajustables tasa de interés flotante PTF	65,7
Pagarés diferencial cambiario	201,0
Pagarés reprogramación de deudas	184,0
Pagarés compra cartera, Acuerdo 1555	121,3
Pagarés en US dólares	227,5
Letras emitidas por compra cartera	226,2
Títulos reconversión deuda Capítulo XIX CNCI	177,8
Pagarés por adquisición de letras de crédito	69,4
Certificados de depósitos intransferibles, Acuerdo 1649	71,2
Efectos de comercio por redenominación de títulos deuda externa	104,7
Pagarés en UF, Acuerdo 1836 provenientes de certificados en US\$	162,3
Otros documentos	66,6
<b>TOTAL</b>	<b>2.247,5</b>
<b>% del PGB</b>	<b>30,6</b>

Fuente: *Boletín Mensual del Banco Central de Chile*.

### Preocupaciones por el problema patrimonial: teoría y práctica

A fines de 1989 se plantearon algunas preocupaciones por el problema patrimonial que pudiese presentarse al flamante Banco Central autónomo.

Se dijo que su independencia para administrar la política monetaria podía verse en peligro si el público dejaba de ser suficientemente receptivo de los papeles emitidos por la institución.

El tema, sin embargo, no alcanzó a adquirir la urgencia de hacer necesaria alguna acción concreta en ese momento.

Cabe recordar, con anterioridad, que durante la discusión de la LOC se abordó la cuestión del capital inicial con que era necesario dotar al Banco Central autónomo y se llegó a la conclusión que la propuesta de 500 mil millones de pesos, lo que equivalía aproximadamente al 15% del PGB de 1989, era perfectamente suficiente. El punto, en todo caso, no fue de los prioritarios ni de los más controvertidos.

En la práctica, el patrimonio inicial del Banco autónomo, según balance practicado el 8 de diciembre de 1989, arrojó un patrimonio contable pagado de algo más de 425 mil millones de pesos —equivalente a unos 1.500 millones de dólares— con la expectativa de completar el mínimo legal a fines de 1991.

El patrimonio económico inicial, sin embargo, estuvo bastante lejos de esa cifra contable. Solo por anotar dos factores que lo disminuían fuertemente, habría que recordar el incierto porcentaje de recuperación de la obligación subordinada y la sustancial diferencia en la expectativa de rentabilidad futura de las transferencias fiscales —como importante activo interno— y la mayor parte de los documentos emitidos por el Banco Central.

La estimación del real patrimonio económico institucional solo pudo hacerse de acuerdo a supuestos sobre el comportamiento futuro de diversas variables.

## Algunos analistas tocaron el tema

En mayo de 1990, Aninat, Méndez y Asociados, por ejemplo, considerando que *"últimamente se ha producido un debate sobre la situación patrimonial y de caja del Banco Central de Chile"*, publicaron un documento con un modelo donde proyectaron el balance del Banco para 1990.

La principal conclusión fue que el Banco Central no enfrentaría problemas de caja en 1990, aunque podría enfrentar una pérdida significativa ante un atraso cambiario. Señalaron también que *"la política cambiaria y la política fiscal (entre otras los pagos del fisco al Banco Central) condicionarán claramente la caja del Banco para 1991"*<sup>62</sup>.

Eyzaguirre y Larrañaga analizaron las operaciones cuasifiscales que el Banco Central implementó en el período 1982-1987 para rescatar al sistema financiero.

En su investigación estimaron un costo de alrededor de 9.000 millones de dólares para el Banco, si se consideraban tanto *"los programas de apoyo directo al sector privado como las pérdidas de la institución al asumir la deuda externa privada"*<sup>63</sup>.

Concluyeron también que el financiamiento de estas operaciones se realizó en lo sustancial con emisión de deuda interna, *"de manera que las pérdidas descritas se difirieron en el tiempo"*.

---

62. Aninat, Méndez y Asociados (1990). *Separata Técnica, Análisis de la posición de Caja del Banco Central y sus implicancias*, mayo.

63. Eyzaguirre, Nicolás y Osvaldo Larrañaga (1991). "Macroeconomía de las operaciones cuasifiscales en Chile", *Serie Política Fiscal N° 21*, Cepal, 1991, p. 16.

Por ello, estimaron de la mayor relevancia medir el costo de las operaciones cuasifiscales en términos del *"déficit de caja que el Banco Central enfrentará en los años venideros"*.

Al respecto, estimaron este déficit en el equivalente de 1,5% del PGB, *"cifra que ya considera un aporte fiscal del orden de 0,4% del PGB anual"*, esto es, el pago de intereses que debía pagar el fisco por los pagarés entregados al Banco. Para los autores, este déficit sería manejable, aunque obviamente exigiría una mayor disciplina fiscal.

Arellano aseguró en 1988 que *"la situación patrimonial del sector público se ha deteriorado seriamente, con claras consecuencias para el manejo futuro de las políticas fiscal y monetaria"*<sup>64</sup>.

Años más tarde, Fontaine, haciendo una evaluación de la autonomía y solvencia del Banco entre 1989 y 1997, afirmó que *"un aspecto que parece haberse descuidado de los mecanismos de información y control público es la preservación del patrimonio del Banco Central"*<sup>65</sup>.

Señaló que el Banco había incurrido en una severa descapitalización que representaba un promedio anual equivalente a 0,9% del PIB en el período 1990-1997. Atribuyó las pérdidas principalmente a la política cambiaria y en segundo lugar a la obligación subordinada.

Concluyó, sin embargo, que esto no le impide cumplir sus funciones ordinarias, aunque *"en una eventual crisis bancaria tendría dificultades para desempeñar adecuadamente su labor de prestamista de última instancia"*.

Más adelante, Restrepo, Salomó y Valdés, también analizaron el tema, ya con un prolongado período de experiencia con el Banco Central autónomo.

Su trabajo confirmó que, en resumen, *"la principal causa del déficit patrimonial del Banco, muy por encima de otros factores, fue la crisis financiera de los ochenta, la cual fue cubierta solo en parte por el gobierno"*<sup>66</sup>.

Señalaron, además, que, aún veinticinco años después, la acumulación de reservas internacionales y la reducción de la inflación tuvieron una incidencia mucho menor en la magnitud del mencionado déficit.

---

64. Arellano, José Pablo (1988). *Op. cit.*, p. 75.

65. Fontaine, Juan Andrés (2000). *Op. cit.*, p. 422.

66. Restrepo, Jorge, Luis Salomó y Rodrigo Valdés (2009). "Macroeconomía, política monetaria y patrimonio del Banco Central de Chile", en *Revista Economía Chilena*, Volumen 12, N° 1, Banco Central de Chile, abril, p. 11.

Aunque escapa al período que aborda este libro, es interesante consignar brevemente que la preocupación teórica respecto al problema del déficit patrimonial que se planteó en 1989, no tuvo en la práctica el efecto previsto.

Los autores ya mencionados, veinticinco años después de la crisis, aseguraron que *“a pesar de su déficit, el Banco Central no tuvo en ningún momento dificultad para colocar en el mercado sus títulos de deuda a tasas de interés razonables”*. Los mismos autores exponen varias razones que explicarían la ausencia de problemas significativos con esta situación de patrimonio negativo del Banco Central<sup>67</sup>.

## 7. PROCESO DE DISCUSIÓN Y PROMULGACIÓN DE LA NUEVA LEY ORGÁNICA CONSTITUCIONAL DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

La Constitución aprobada en 1980 otorgó al Banco Central la jerarquía de órgano del Estado consagrado en la Carta Fundamental, estableciendo de esa manera una institucionalidad inédita en Chile y reforzando algunas de las características más relevantes de un instituto emisor independiente.

En la Constitución se fijaron únicamente las características fundamentales del Banco Central, dejándose entregada a una Ley Orgánica Constitucional (LOC), la composición, organización, funciones y atribuciones del Instituto Emisor, *“sin perjuicio de contemplarse también en la Carta Fundamental, ciertas limitaciones y prohibiciones de rango constitucional respecto de la actividad crediticia del Banco”*<sup>68</sup>.

Según se manifestó en la presentación del proyecto de LOC, la elevación del Banco Central a rango constitucional obedeció al propósito de *“buscar fórmulas institucionales que acotaran los poderes de que gozan los gobiernos en la administración de sus políticas monetarias y fiscales”*<sup>69</sup>.

Se introdujo así una trascendente innovación en la historia constitucional del país y Chile fue precursor en cuanto a otorgar rango constitucional a la autonomía del Banco Central.

En Chile se entiende por “leyes orgánicas constitucionales” aquellas que, estando expresamente contempladas en la Constitución Política, necesitan, para su aprobación,

---

67. *Ibid.*, p. 12.

68. Nacur, Miguel Ángel (2000). “El Banco Central de Chile en la Constitución de 1980”, *Mimeo*, Banco Central de Chile, diciembre, p. 11.

69. *BMBC*, noviembre de 1988, p. 2949.

modificación o derogación, del voto favorable de los 4/7 de los diputados y senadores en ejercicio. Estas leyes requieren, además, del control previo de constitucionalidad que debe efectuar el Tribunal Constitucional.

Cabe señalar que la reforma de los bancos centrales se convirtió, durante el decenio de los noventa, "en un componente fundamental del nuevo programa económico en la mayoría de los países latinoamericanos". De acuerdo con Carstens y Jácome,

*"La reforma de la banca central se emprendió en Chile (1989), El Salvador (1991), Argentina (1992 y 2002), Colombia (1992), Nicaragua (1992 y 1999), Venezuela (1992, 1999 y 2002), Ecuador (1992 y 1998), Perú (1993), México (1993), Bolivia (1995), Costa Rica (1995), Uruguay (1995), Paraguay (1995), Honduras (1996 y 2004), Guatemala (2001) y la República Dominicana (2002). Brasil no promulgó ninguna legislación para imponer reformas, pero persiguió el consenso social en favor de la independencia operativa del banco central y promulgó una Ley de Responsabilidad Fiscal que fortalece la autonomía financiera y la rendición de cuentas del banco central. Ecuador y El Salvador reformaron de nuevo su legislación de la banca central en 2000 y 2001, respectivamente, pero esta vez para adoptar el dólar estadounidense como su moneda de curso legal"<sup>70</sup>.*

Aunque en la mayoría de los países latinoamericanos se hace mención al banco central en la respectiva Constitución, son pocos los que establecen su autonomía explícitamente en la carta fundamental. Con distintas modalidades y énfasis habría que mencionar a Chile, Colombia, México Perú y Uruguay.

A continuación se tratará los aspectos más relevantes del proceso que siguió la discusión en Chile, tanto de las normas constitucionales como de la LOC, las que modificaron radicalmente la institucionalidad del Banco a partir de diciembre de 1989.

En el *Recuadro IX* se analiza las principales disposiciones del texto finalmente promulgado.

## Cuerpos legales que han regido al Banco Central

Antes de analizar en detalle las normas constitucionales y legales que establecieron la autonomía del Banco Central, es útil hacer un conciso recuento de los principales cuerpos legales que lo han gobernado a lo largo de los 65 años transcurridos desde su creación hasta 1990.

---

70. Carstens, Agustín y Luis I. Jácome (2004). "La reforma de los bancos centrales latinoamericanos. Avances y desafíos", <http://dx.doi.org/1020430/ete.v72i288.560>, nota 4.

El primero fue el Decreto Ley 486, del 21 de agosto de 1925, que fundó el Banco Central de Chile y se constituyó en su primera Ley Orgánica. El Banco fue concebido inicialmente como una persona jurídica de derecho público, independiente del gobierno, con un directorio integrado por representantes del Estado (fisco), las empresas bancarias y otros estamentos privados. Vale decir, esa primera legislación le dio al Banco un carácter autónomo con un directorio con participación privada y representación estatal minoritaria<sup>71</sup>.

Su objetivo fue regular el circulante y propender a la estabilidad de la moneda, entendida en el contexto de una relación fija entre esta y el oro.

Además, esa legislación inicial también se preocupó de poner un estricto límite al financiamiento que el Banco podía otorgar al fisco, el cual en líneas generales no podía superar el 20% de su capital y reservas, además de exigir *quorums* especiales.

En los años siguientes hubo modificaciones legales y administrativas que fueron debilitando la independencia del Banco.

Desde luego, cabe recordar que fue necesario renunciar al estricto patrón oro de los primeros años.

Una reforma de especial relevancia, en el sentido de pérdida de independencia del poder político, se produjo en diciembre de 1946 mediante la Ley 8.707, cuando se dispuso que se incorporaran al directorio dos representantes del Senado y dos de la Cámara de Diputados.

La legislación contenida en el DFL 106, del 6 de junio de 1953, fue considerada la segunda Ley Orgánica del Banco, con la característica fundamental de introducir modificaciones explícitas en los objetivos del Banco, involucrándolo activamente en el desarrollo de la actividad económica.

Su objetivo pasó a consistir en

*"[...]propender al desarrollo ordenado y progresivo de la economía nacional mediante una política monetaria y crediticia que, procurando evitar tendencias inflacionistas o depresivas, permita el mayor aprovechamiento de los recursos productivos del país"*<sup>72</sup>.

---

71. Carrasco, Camilo (2009). "El Banco Central de Chile 1925-1964. Una Historia Institucional", Serie "Banca Central: Análisis y Políticas Económicas", Banco Central de Chile, N° 14, p. 117.

72. *Ibid.*, p. 407.

La nueva legislación, en buena medida, eliminó la autonomía en el manejo monetario del Banco, al obligarlo a descontar determinados documentos de deuda pública y facultándolo para conceder créditos al fisco, instituciones semifiscales, de administración autónoma y municipalidades.

El énfasis pasó así desde la estabilidad monetaria al pleno empleo de los recursos productivos, solo que, “procurando evitar tendencias inflacionarias”.

El DFL 247, del 30 de marzo de 1960, se constituyó en la tercera Ley Orgánica, manteniendo el mismo objetivo que la Ley Orgánica anterior.

Destacó esta vez la ampliación de facultades del Banco, en particular en materia de regulación financiera, mediante la fijación de encajes y control del crédito.

Asimismo, se creó el Comité Ejecutivo —presidente, vicepresidente y gerente general—, al que se confirió la administración del Banco conforme a las normas y políticas fijadas por el directorio, aunque en la práctica el Comité lo conformaban personas proclives al gobierno.

Complementariamente, el mismo año se dictó el DFL 250, que otorgó al Banco la facultad exclusiva de dictar normas generales aplicables al comercio de exportación e importación y a las operaciones de cambios internacionales, que antes estaban radicadas en la Comisión de Cambios Internacionales, la cual fue fusionada con el Banco<sup>73</sup>.

La cuarta Ley Orgánica correspondió al Decreto Ley 1078, del 28 de junio de 1975, el cual creó el Consejo Monetario integrado básicamente por ministros de Estado, el que para determinados propósitos fue el órgano directivo máximo del Banco, en cuanto a formulación de políticas.

Desapareció el directorio y la administración superior quedó radicada en el Comité Ejecutivo, cuyos tres miembros debían ser designados por el Presidente de la República<sup>74</sup>.

Dicho texto legal mantuvo el objetivo del Banco de propender al desarrollo ordenado y progresivo de la economía nacional. Se dotó al Banco de capital propio, el que dejó de estar dividido en acciones en manos de cuatro diversos estamentos.

Esta última Ley Orgánica permitió el otorgamiento de créditos al fisco, aunque sujeto a expresa autorización legal y hasta por un límite máximo anual que debía fijar el Consejo Monetario.

---

73. *Ibid.*, p. 477.

74. Ver capítulo IV.

Sin embargo, en 1979, se introdujo una modificación al DL 1078 mediante el DL 3001 del 27 de diciembre de 1979, y se prohibió expresamente que el Banco Central otorgara créditos al fisco y a entidades del sector público o privado, excepto a las instituciones financieras.

## La autonomía del Banco Central en la Constitución de 1980

La Constitución de 1980 dispuso en su capítulo XII, titulado Banco Central, lo siguiente:

Artículo 97. Existirá un organismo autónomo, con patrimonio propio, de carácter técnico, denominado Banco Central, cuya composición, organización, funciones y atribuciones determinará una ley orgánica constitucional.

Artículo 98. El Banco Central solo podrá efectuar operaciones con instituciones financieras, sean públicas o privadas. De manera alguna podrá otorgar a ellas su garantía, ni adquirir documentos emitidos por el Estado, sus organismos o empresas.

Ningún gasto público o préstamo podrá financiarse con créditos directos o indirectos del Banco Central.

Con todo, en caso de guerra exterior o de peligro de ella, que calificará el Consejo de Seguridad Nacional, el Banco Central podrá obtener, otorgar o financiar créditos al Estado y entidades públicas o privadas.

El Banco Central no podrá adoptar ningún acuerdo que signifique de una manera directa o indirecta establecer normas o requisitos diferentes o discriminatorios en relación a personas, instituciones o entidades que realicen operaciones de la misma naturaleza<sup>75</sup>.

Cabe señalar que estos dos artículos que en definitiva quedaron en la Constitución fueron el resultado de un largo proceso de propuestas y contrapropuestas.

Ya a fines de 1977, en el documento "Orientaciones fundamentales para el estudio de la Constitución", el presidente Pinochet señaló a la Comisión de Estudio de la Nueva Constitución que

*"Es conveniente la creación de una instancia técnica, autónoma e independiente, que podría radicarse en el Banco Central o en un ente especial*

---

75. Constitución Política, *Diario Oficial*, 24 de octubre de 1980.



*para ello, destinada a procurar que la emisión monetaria no sea manejada como señuelo de promesas y acciones demagógicas. Dicho mecanismo no puede llegar a privar al gobierno de su responsabilidad en la conducción económica del país, pero debe contemplar reglas y controles que dificulten un manejo irresponsable de este instrumento vital de la economía”<sup>76</sup>.*

La propuesta de la Comisión de Estudio consistió en incorporar a la Constitución dos artículos, similares a los que se aprobaron en definitiva, aunque señalando directamente en la Carta Fundamental la composición del Consejo a cargo del Banco. La propuesta contempló un Consejo de siete miembros que durarían catorce años en sus funciones.

En una siguiente revisión, el Consejo de Estado planteó la necesidad de ser cuidadosos en cuanto a no crear un súper poder económico que afectara la función del Presidente de la República de administrar el Estado<sup>77</sup>. Su propuesta también incorporó en la Carta Fundamental la composición del Consejo y algunas de sus atribuciones. En este caso, el Consejo de Estado se inclinó por un Consejo ejecutivo de 6 miembros que durarían seis años en sus funciones.

En definitiva, la Junta de Gobierno resolvió establecer en la Constitución solo las características más relevantes de la institución, entendiéndolo por tales su carácter técnico y autónomo, dejando entregada a la LOC la determinación de la composición, organización, funciones y atribuciones del Banco Central.

De esta manera, además, el Banco *“solo se encuentra sometido en sus actuaciones a la Constitución Política y a la ley que conforme a ella regula su composición, organización, funciones y atribuciones”<sup>78</sup>.*

En la Constitución también quedó establecido el “carácter técnico” que se le dio al Banco Central. Aunque la expresión no se definió taxativamente por el legislador, se estimó que el constituyente consideró que las materias que normalmente tratan los bancos centrales presentan complejas disyuntivas técnicas —la necesidad de ponderar diferentes opciones para lograr un determinado fin— que son particularmente poco aptas para ser debatidas en otras instancias de la administración del Estado.

*“Cabe entender la autonomía en dos sentidos diferentes, pero complementarios”,* comentó el propio Banco<sup>79</sup>. Por una parte, el más evidente, se trata de la capacidad para auto determinar las decisiones técnicas que debe adoptar en el ejercicio de sus atribuciones.

---

76. Anteproyecto constitucional y sus fundamentos, Editorial Jurídica de Chile, Santiago, p. 5.

77. Nacur, Miguel Angel (2000). *Op. cit.*, p. 8.

78. *Ibid.*, p. 10.

79. *BMBC*, noviembre de 1988, p. 2949.

En otras palabras, la autonomía es apropiada para cautelar el carácter técnico de la institución.

Por otra parte, adicionalmente a la complejidad técnica, se consideró que la autonomía era necesaria para que el Banco pudiera cautelar ciertos “valores económicos fundamentales” establecidos en sus objetivos, vale decir, la estabilidad de la moneda y el normal desenvolvimiento de los pagos internos y externos<sup>80</sup>.

## Prohibición constitucional de financiar al fisco

Trascendental también fue la prohibición de rango constitucional que se estableció en relación a que el Banco Central pudiese otorgar financiamiento fiscal. En realidad se elevó a rango constitucional la norma dictada en 1979 por el DL 3001.

De esta manera, se independizó la conducción de la política monetaria de la administración del Estado, obligando al sector público a financiar sus operaciones con sus propios ingresos y/o mediante la obtención de créditos internos o externos.

En opinión de Miguel Angel Nacur,

*“Esta prohibición de financiar al sector público constituye una de las más estrictas que existen en la legislación internacional, si se considera que se encuentra incorporada a la Constitución, lo que de por sí hace muy difícil su modificación o derogación; y porque prácticamente no existen excepciones a esta regla, salvo en caso de guerra o de peligro de ella, extendiéndose esta prohibición a cualquier tipo de préstamo, con lo cual abarca incluso la adquisición de títulos fiscales, tanto en el mercado primario como en el secundario”<sup>81</sup>.*

En este tema es importante destacar la diferencia de Chile, donde no se puede financiar ni directa ni indirectamente al fisco, versus otros países donde hay financiamiento indirecto. En efecto, en varios países el banco central puede comprar documentos del Tesoro aunque solo en los mercados secundarios. En Chile, en cambio, no puede tener en su balance pues no puede comprar en ningún mercado.

---

80. *Ibid.*, p. 2951.

81. Nacur, Miguel Angel (2000). *Op. cit.*, p. 13.

En relación con esa disposición constitucional, el presidente Seguel destacó, años después, que *“el tema del financiamiento por parte del Banco Central al Fisco ya está sancionado y en plena vigencia a partir de 1980, en virtud de la norma constitucional antes citada”*.

Subrayó, en ese sentido, que la norma había superado las graves contingencias que creara la crisis financiera internacional de los años 1982 y 1983, *“no constituyendo impedimento alguno para que el gobierno aumentara su gasto público[...]*”<sup>82</sup>.

Sin embargo, cabe señalar que en esa ocasión el Banco, a través de operaciones crediticias o cambiarias, asumió funciones cuasifiscales, incurriendo en fuertes pérdidas que después tuvieron que ser cubiertas por el fisco<sup>83</sup>.

Finalmente, la norma constitucional estableció la sujeción del Banco Central al principio de no discriminación. Esto significa que en sus acuerdos no podrá establecer normas o requisitos que signifiquen tratamiento diferente o discriminatorio entre *“personas, instituciones o entidades que realicen operaciones de la misma naturaleza”*.

Con ello, el Banco quedó impedido de destinar recursos a determinadas personas o entidades sin justificación, o bien, la dictación de regulaciones que favorezcan arbitrariamente a unos en desmedro de otros<sup>84</sup>.

## Etapas de la discusión de la LOC de 1989

En cumplimiento de la disposición constitucional que disponía que existirá un Banco central autónomo, en 1981 se elaboró un primer anteproyecto.

En esa época regía la política de tipo de cambio fijo, cuyo requisito indispensable era la limitación de la expansión del crédito interno.

Al respecto, relata Juan Andrés Fontaine, *“se concibió entonces instituir mediante la nueva ley orgánica un régimen monetario de caja de conversión (currency board)”*<sup>85</sup>. Cabe acotar que un régimen monetario de caja de conversión consiste, en su versión más extrema, en la existencia de un instituto emisor que mantiene un tipo de cambio fijo con una

---

82. Seguel, Enrique (1988d). "Proyecto de Ley Orgánica Constitucional del Banco Central." Exposición en el Instituto de Estudios Bancarios. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 730, diciembre de 1988, p. 3261.

83. Fontaine, Juan Andrés (2000). *Op. cit.*, p. 396.

84. *BMBC*, noviembre de 1988, p. 2956.

85. Fontaine, Juan Andrés (2000). *Op. cit.*, p. 396.

moneda de reserva, plena convertibilidad, política monetaria neutra y sin posibilidad de otorgar financiamiento al fisco ni actuar como prestamista de última instancia.

Sin embargo, la discusión de ese proyecto se vio postergada a raíz de la crisis financiera de 1982 y 1983.

Con posterioridad, destacó el presidente Seguel, *"las lecciones de esa crisis fueron incorporadas a partir de 1986, año en que se reinició la discusión del proyecto de ley"*<sup>86</sup>.

Una comisión, al interior del Banco, trabajó en el anteproyecto, teniendo en cuenta los casos conocidos de la época de los bancos centrales de Alemania, Estados Unidos y Suiza.

Integraron esa comisión, por parte del Banco, el vicepresidente Alfonso Serrano, el fiscal José Antonio Rodríguez, el director de Estudios Juan Andrés Fontaine y, como miembros externos, Jorge Cauas —coordinador de la comisión— y el abogado Enrique Barros.

El 18 de agosto de 1987 el presidente Seguel se dirigió a los funcionarios del Banco, señalándoles:

*"[...]quiero anunciar que en el día de ayer el Banco Central ha despachado el proyecto de Ley Orgánica Constitucional a la Comisión de Estudios de Leyes Orgánicas Constitucionales, con lo cual se cumple una etapa fundamental para la tramitación de una de las leyes que mejor evitará, a futuro, que se reediten las consabidas prácticas demagógicas que, en materias cambiarias y monetarias, conociera el país hasta septiembre de 1973"*<sup>87</sup>.

Enrique Seguel aseguró que el proyecto no solo cumplía con el espíritu y la letra de lo que *"consagra nuestra Constitución Política de 1980, respecto del Banco Central"*, sino que definía con precisión el carácter autónomo y técnico del Banco Central

*"[...]recogiendo valiosas experiencias de otras economías desarrolladas y buscando una compensación a los poderes del gobierno central, para lograr una mayor estabilidad de la moneda y del sistema financiero, y el normal desenvolvimiento del comercio exterior y las operaciones de cambios internacionales"*.

Luego del exhaustivo estudio de parte del Banco, el proyecto fue enviado a la ya mencionada Comisión de Estudios de leyes orgánicas constitucionales y al Consejo de Estado.

---

86. Seguel, Enrique (1988d). *Op. cit.*, p. 3262.

87. Seguel, Enrique (1987a). "Discurso del 18 de agosto 1987", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 714, agosto, p. 1983.

De acuerdo con Seguel, *“estos organismos enriquecieron su contenido, a la vez que efectuaron numerosas consultas a entidades gremiales, académicas y a diversas personalidades”*<sup>88</sup>.

El proyecto solo fue dado a conocer a la opinión pública en noviembre de 1988 —después del plebiscito— cuando pasó a ser discutido en la Junta de Gobierno.

Al respecto, Seguel destacó que

*“Dada la importancia y trascendencia de la iniciativa, se ha dado la mayor difusión posible a este proyecto de ley. Por ello la H. Junta de gobierno, lo ha entregado a la opinión pública, al publicarlo íntegramente en el diario “La Nación” del día 23 de noviembre del presente año (1988)”*<sup>89</sup>.

Asimismo, en el *Boletín Mensual* de noviembre de 1988 se publicó el Proyecto, subrayando que *“el Banco Central de Chile ha estimado conveniente dar a conocer el proyecto de Ley Orgánica Constitucional que S.E. el Presidente de la República ha enviado recientemente a la H. Junta de Gobierno”*<sup>90</sup>.

La publicación incluyó una “presentación” con los rasgos fundamentales del proyecto que debía discutir la Junta de Gobierno, y luego el respectivo articulado.

En el mismo tema, el director de Estudios comentó posteriormente que en una acción inusual en esos tiempos, *“el Banco Central publicó íntegramente el proyecto de ley, el cual fue intensamente debatido en foros académicos y la prensa”*<sup>91</sup>.

Conforme a la mecánica legislativa de la época, la Junta decidió radicarlo en la denominada Comisión Conjunta encabezada por la Primera Comisión Legislativa —la cual celebró 20 sesiones entre abril y junio de 1989— con participación de personeros del Banco Central, incluyendo el presidente Seguel y el vicepresidente Serrano. Participaron, además, el Fiscal José Antonio Rodríguez, el director de Estudios Juan Andrés Fontaine y el abogado Enrique Alcalde.

El Informe de la Comisión Conjunta fue enviado a la Junta de gobierno al comenzar agosto de 1989, la cual preparó la versión final del proyecto y lo envió al Tribunal Constitucional para que se pronunciara sobre objeciones de constitucionalidad. Este último, en votación

---

88. Seguel, Enrique (1988d). “La inversión, desafío permanente para nuestro desarrollo económico”, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 738, agosto, p. 3262.

89. *Ibid.*, p. 3267.

90. *BMBC*, noviembre de 1988, p. 2949.

91. Fontaine, Juan Andrés (2000). *Op. cit.*, p. 398.

dividida, lo declaró constitucional salvo la redacción de algunos artículos que fueron debidamente corregidos.

La Ley Orgánica Constitucional fue publicada en el *Diario Oficial* del 10 de octubre de 1989 y entró en vigencia 60 días después.

Simultáneamente, se dispuso la supresión del Consejo Monetario y la derogación de la anterior Ley Orgánica (DL 1078 de 1975) y de la Ley de Cambios Internacionales (DL 471 de 1977).

## Modificaciones durante el proceso legislativo

Para efectos de la historia de la LOC es interesante mencionar algunas modificaciones que se introdujeron al proyecto original, explicando los argumentos que se dieron para los cambios más significativos, ignorando aquellos de forma y redacción que no alteraron aspectos sustanciales del proyecto.

Aunque en esta etapa no hubo negociaciones con la oposición, es posible que algunos de los cambios hayan tenido en consideración las ideas planteadas en los debates que tuvieron lugar después de noviembre de 1988, cuando se dio a conocer el proyecto original.

Una modificación importante al anteproyecto elaborado por el Banco se produjo respecto de su dirección y administración, pues inicialmente se propuso la existencia de un Comité Ejecutivo —además del Consejo— compuesto por el presidente, el vicepresidente y el gerente general, encargado de “cumplir los acuerdos que adopte el Consejo”. Este órgano desapareció en el trámite legislativo pues se estimó preferible trasladar sus funciones directamente al Consejo, o bien al presidente y/o al gerente general.

La supresión del Comité Ejecutivo llevó también a que se dispusiera que el Consejo celebrara reuniones ordinarias al menos una vez a la semana, en lugar de la frecuencia mensual establecida originalmente.

Otro significativo cambio fue la incorporación de un trascendente inciso al artículo 6°, a saber: “*El Consejo, al adoptar sus acuerdos, deberá tener presente la orientación general de la política económica del gobierno*”. Con ello se tomó en cuenta la inquietud expresada por diversos profesionales respecto a la autonomía “exagerada” del Banco.

La duración de 10 años en el cargo de consejero fue propuesta desde el comienzo, teniendo en consideración que ello era compatible con un período de 8 años del

Presidente de la República, consignado originalmente en la Constitución. De acuerdo al presidente Seguel, con la renovación cada dos años de un consejero, *“todos los Jefes de Estado renovarán a la mayoría de los consejeros designados por el presidente anterior”*<sup>92</sup>.

Sin embargo, la Constitución de 1980 fue modificada en 1989 y, entre otras materias, se aprobó un primer período presidencial de 4 años a partir de marzo de 1990, y períodos siguientes de 6 años. Esta modificación constitucional, curiosamente, no se tomó en cuenta en la redacción final de la LOC.

Relacionado con lo anterior, en el artículo transitorio que dispuso el nombramiento del primer Consejo se estableció que sus miembros durarían diez, ocho, seis, cuatro y dos años, según determinación del Presidente de la República.

Al respecto, la Comisión Conjunta, después de debatir ampliamente el tema

*“[...]acordó aprobar la norma por considerar que el régimen presidencial que viene podrá nombrar a dos consejeros y el próximo a cuatro de ellos, de modo que, mirando con cierta perspectiva el asunto, la forma propuesta de designación de los consejeros es equitativa, lo cual garantizará la independencia del Banco frente al Presidente de la República”*<sup>93</sup>.

En cuanto a las remuneraciones de los consejeros, aunque se mantuvo el procedimiento establecido originalmente que obliga a considerar una propuesta de una comisión *ad hoc* y tomar en cuenta las remuneraciones de mercado equivalentes, se suprimió la frase *“las remuneraciones que se establezcan en virtud de este artículo no podrán ser inferiores a un noventa por ciento de las propuestas”*.

En el proceso legislativo también se agregó un artículo —el N° 17— por el cual se dispuso que el Presidente de la República, por causa justificada y previo consentimiento del Senado, pudiera remover a alguno o la totalidad de los miembros del Consejo.

Se dispuso también que la asistencia del ministro de Hacienda a las sesiones del Consejo podría ser remplazada solo por el subsecretario de Hacienda, y no por “quien lo represente” como se estipulaba en el proyecto original.

En cuanto a las facultades para fijar los encajes sobre los pasivos financieros, durante el proceso legislativo se estimó que en el proyecto original *“la regulación de los encajes tal como venía en la iniciativa quedaba entregada totalmente al arbitrio del Banco Central”*.

---

92. Seguel, Enrique, Oficio Ordinario N° 6583/130/161, H. Junta de Gobierno, 1989, p. 56.

93. Informe de la Comisión Conjunta, p. 266.

El debate llevó a una modificación consistente en fijar un *quorum* especial del Consejo para adoptar acuerdos relativos a los encajes<sup>94</sup>.

Asimismo, se agregó un inciso en el cual se expresa que las tasas de encaje que se establezcan no podrán exceder en promedio del 40% tratándose de depósitos u obligaciones a la vista, ni de 20% en el caso de los restantes depósitos u obligaciones.

En relación a las facultades de orden cambiario, en el proceso legislativo se exigió *quorum* calificado para que el Consejo pudiera disponer que ciertas operaciones se realizaran exclusivamente en el Mercado Cambiario Formal (MCF).

Durante el trámite legislativo también se incorporó a la LOC la facultad del Banco para dar acceso en el MCF a la compra de moneda extranjera necesaria para que las administradoras de fondos de pensiones pudiesen efectuar inversiones en el exterior.

Otra innovación trascendente fue la que remplazó la obligación del Banco de fiscalizar los valores de bienes y servicios sujetos de comercio internacional por la expresión “podrá fiscalizar” y, en caso que así lo decida, sometiendo la operación a las instancias de apelación establecidas.

Por último, otra modificación fue disponer que el Banco “deberá” compilar y publicar las estadísticas macroeconómicas, incluyendo las Cuentas Nacionales, en lugar de utilizar el vocablo “podrá” de la propuesta original.

Asimismo, se facultó al Banco para “exigir” de los servicios públicos la entrega de información para la elaboración de las estadísticas, en lugar del menos imperativo “solicitar” primitivo.

## **Pronunciamiento del Tribunal Constitucional y promulgación de la LOC de 1989**

La Junta de Gobierno, como se anticipó, envió el texto del proyecto aprobado al Tribunal Constitucional para que este ejerciera el control de su constitucionalidad.

La sentencia del Tribunal fue que el proyecto era constitucional, con la salvedad de un reducido número de materias. Se trató fundamentalmente de incisos que hacían referencia poco precisa a otras leyes, de manera que su inconstitucionalidad no alteró materias significativas de la LOC.

---

94. Informe de la Comisión Conjunta, p. 133.



La sentencia a favor de la constitucionalidad fue aprobada por cuatro votos contra dos. Los votos favorables fueron emitidos por los ministros Enrique Ortúzar, Marcos Aburto, Hernán Cereceda y Luz Bulnes, y los votos en contra fueron emitidos por el presidente del Tribunal, Luis Maldonado, y el ministro Eduardo Urzúa.

Al fundamentar el voto favorable, el Tribunal recordó que la objeción de inconstitucionalidad que se había planteado

*"[...]se basa en que la iniciativa de Ley Orgánica Constitucional en trámite, al otorgarle autonomía al Banco Central con las atribuciones que contempla, cercenaría facultades que la Constitución confiere al Presidente de la República, específicamente la de ejercer la administración económica del Estado, llegando a sostenerse, por algunos, que constituiría un Estado dentro de otro Estado"<sup>95</sup>.*

Con una extensa argumentación, el Tribunal subrayó que la facultad de administrar que tiene el Presidente de la República "no comprende ni puede comprender a los organismos autónomos que contempla la Constitución, como la Contraloría General de la República, el Banco Central y las Municipalidades".

Agregó el Tribunal que lo anterior no significa privar al Presidente de la República de ejercer la administración económica de la Nación, recordando que, son atribuciones suyas, entre otras, la de fijar la política tributaria, arancelaria, presupuestaria, de fijación de precios, de remuneraciones, de creación de servicios públicos, de recaudación de las rentas públicas y de su inversión conforme a la ley, de seguridad social y negociación colectiva; la política minera, agropecuaria, forestal y pesquera.

El fallo favorable advirtió además que

*"Ningún precepto constitucional confiere al Presidente de la República las facultades que el artículo 97 y siguientes y su Ley Orgánica otorgan al Banco Central como organismo autónomo y de carácter eminentemente técnico"<sup>96</sup>.*

Por el contrario, dos ministros del Tribunal estimaron que el proyecto era inconstitucional pues

*"[...]le otorga al Banco Central una total autonomía en la formulación y ejecución de la política económica del país, con independencia del Presidente*

---

95. Sentencia del Tribunal Constitucional, Rol N° 78, Proyecto de LOC sobre Banco Central, 20 de septiembre de 1989. Considerando N° 4.

96. *Ibid.*, Considerando N° 26.

*de la República, quien es el Jefe de Estado y a quien corresponde el gobierno y la administración del mismo, conforme al artículo 24 de la Constitución Política*<sup>97</sup>.

Destacaron los ministros disidentes que “no debe dársele a la autonomía una extensión de tal magnitud que autorice para crear en el hecho otro Poder del Estado”<sup>98</sup>.

Entre los argumentos que subrayaron los ministros disidentes estuvo el que se derivaría del artículo de la LOC que dispone que “El Consejo, al adoptar sus acuerdos, deberá tener presente la orientación general de la política económica del gobierno”.

A juicio de los ministros Maldonado y Urzúa, en el resto del proyecto no se contemplaban disposiciones que efectivamente impidieran que el Consejo adoptara acuerdos contrarios a “la orientación general de la política económica del gobierno”.

Argumentaron que las normas, tales como, la composición del Consejo, asistencia del ministro de Hacienda a las sesiones del Consejo, derecho a veto, remoción de consejeros, serían insuficientes para garantizar el cumplimiento de la disposición destinada a tomar en cuenta la orientación general de la política económica del gobierno. En otras palabras, no existirían medios legales para hacer prevalecer oportunamente los criterios del gobierno.

Finalmente, cabe señalar que durante el proceso legislativo se produjo un reordenamiento de las materias tratadas en el proyecto original, de manera que el texto de la LOC se promulgó como Artículo Primero de la Ley 18.840, publicada en el *Diario Oficial* del 10 de octubre de 1989.

En el Artículo Segundo de la misma ley se reunieron una serie de disposiciones que derogaron o modificaron artículos de otras leyes que fue necesario adaptar para hacerlas compatibles con la nueva LOC. Entre otros, se modificaron artículos de la Ley General de Bancos (Ley 252 de 1960), Ley Orgánica de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (Ley 1097 de 1975), DL 600 sobre Inversión Extranjera, DL 1349 de 1976, que creó la Comisión Chilena del Cobre, y Ley 18.525 sobre la Comisión de Distorsiones.

En el Artículo Tercero se dispuso que la Secretaría Ejecutiva del Comité de Inversiones Extranjeras quedara adscrita al Ministerio de Economía, Fomento y Reconstrucción, poniendo fin a la situación previa que la tenía adscrita al Banco Central.

Por último, el Artículo Cuarto reunió disposiciones propias del período de transición.

---

97. *Ibid.*

98. *Ibid.* Incisos 15 y 16 del voto disidente.

Cabe señalar también que pocos días antes de la fecha de entrada en vigencia de la LOC, el Comité Ejecutivo acordó encomendar

*"[...]en forma conjunta, a los abogados señores Raúl Bertelsen y Guillermo Bruna, la elaboración de un Informe en Derecho acerca de la constitucionalidad de la LOC del Banco Central de Chile y sus aspectos más relevantes, en relación con esta materia"<sup>99</sup>.*

## 8. DEBATE SOBRE LA AUTONOMÍA Y DURA OPOSICIÓN A LA LOC

Andrés Bianchi, primer presidente del Banco Central autónomo, al referirse al muy difícil nacimiento de la reforma del Banco, comentó:

*"Por su origen en el régimen militar y, sobre todo, por el momento en que ella se aprobó, en las postrimerías de éste, la independencia del Banco Central, si bien legal, carecía entonces de legitimidad en la opinión de la mayoría política del país"<sup>100</sup>.*

Juan Andrés Fontaine, sobre el mismo tema, escribió: *"El debate público del proyecto fue intenso y no exento de prejuicios"*. Reconoció, sin embargo, que *"explicablemente, el hecho de que se suscitara a meses del cambio de gobierno creó la imagen de que el gobierno militar pretendía prolongar su poder a través del control del Banco Central"<sup>101</sup>.*

Aunque es efectivo que la tardía promulgación de la ley de autonomía contribuyó significativamente a las ácidas críticas que suscitó el tema en las postrimerías del gobierno militar, conviene señalar que el debate había comenzado con bastante antelación y se centraba tanto en aspectos técnicos como políticos.

*Discrepancias entre economistas sobre la iniciativa de un Banco Central "autónomo".*

El debate entre diversos profesionales de la economía sobre el tema de la independencia del Banco Central se inició antes que se conociera el primer proyecto de la LOC.

---

99. ASCE N° 1974, 1 de diciembre de 1989.

100. Bianchi, Andrés (2009). "La autonomía del Banco Central de Chile: Origen y Legitimación", *Economía Chilena*, Volumen 12 N° 3, Banco Central de Chile, p. 11.

101. Fontaine, Juan Andrés (2000). *Op. cit.*, p. 399.

Necesariamente, entonces, al comienzo los argumentos se refirieron básicamente a las disposiciones que sobre el instituto emisor quedaron plasmadas en la Constitución de 1980, las cuales eran categóricas en ciertos aspectos, pero incompletas en cuanto a detalles y matices.

En noviembre de 1987 se realizó el tradicional Encuentro Anual de Economistas Chilenos, donde una de sus actividades consistió en un panel de discusión sobre "La independencia del Banco Central"<sup>102</sup>. En el panel participaron Sergio De la Cuadra, Roberto Zahler y Francisco Rosende.

El primer panelista, Sergio De la Cuadra, en ese momento director del Instituto de Economía de la PUC, enfatizó en su exposición lo que denominó "*el comportamiento inflacionario del Instituto Emisor*". Manifestó que la inflación en Chile, antes de la creación del Banco Central en 1925, había sido razonablemente baja, mientras posteriormente se estableció un "pésimo récord monetario" y un ejercicio inmenso del poder del gobierno a través del Banco Central.

Para De la Cuadra, lo más importante que debería contemplar la nueva LOC era "*limitar el poder del Banco Central*"<sup>103</sup>.

El panelista Francisco Rosende, a la sazón gerente de Estudios del Banco, analizó el tema desde la perspectiva del establecimiento de reglas para el manejo de la política monetaria, propio del pensamiento monetarista, lo que propuso distinguir del tema de la independencia del Banco Central. Más aún, recordó el economista que

*"El propio Milton Friedman (1962) ha cuestionado la independencia del Banco Central como respuesta teórica a los planteamientos del monetarismo, señalando que ésta no garantiza un manejo estable y prudente de las herramientas de que dispone la autoridad monetaria"*<sup>104</sup>.

De acuerdo al gerente de Estudios,

*"Pareciera que la verdadera perspectiva para examinar la significancia de contar con un Banco Central independiente, radica en limitar la influencia de la autoridad política sobre la gestión de éste, más que someter el manejo de políticas, como la monetaria, a ciertas pautas predefinidas"*.

---

102. De la Cuadra, Sergio, Roberto Zahler y Francisco Rosende (1988). Panel sobre la independencia del Banco Central, *Colección Estudios Cieplan* N° 22.

103. *Ibid.*, p. 178.

104. *Ibid.*, p. 187.

Para Rosende, la independencia del Banco Central, con respecto al Poder Ejecutivo,

*"[...]procura suavizar y, en el extremo, eliminar la influencia de los ciclos políticos sobre la administración de este organismo, aun cuando a priori no implica establecer restricciones sobre el tipo de políticas que corresponde emprender".*

Finalmente, el funcionario del Banco resumió,

*"El otorgamiento de una mayor independencia para el diseño de la política monetaria, cambiaria y financiera no involucra necesariamente adoptar el uso de reglas a la Friedman, ni tampoco involucra promover un mayor grado de apertura a las transacciones con el exterior. De este modo, el argumento de fondo, detrás de la propuesta de una autoridad monetaria independiente, radica en aislar, en una medida significativa, la gestión de ésta de la influencia de los procesos políticos"<sup>105</sup>.*

Roberto Zahler, en ese momento asesor regional en políticas monetarias y financieras de la Cepal, fue el panelista más crítico de la idea de un Banco Central autónomo.

Para el economista, opositor al gobierno, un manejo autónomo e independiente del Banco Central presentaba múltiples inconvenientes de carácter político y técnico.

En un plano más político, Zahler destacó que

*"En cuanto a la autonomía del Banco Central, es notable que se piense que esta institución[...] pueda no depender del proceso político democrático. En otros términos, ¿por qué un conjunto de personas no representativas tendrían tanto poder y control sin asumir la responsabilidad política correspondiente?"<sup>106</sup>*

Desde una perspectiva empírica, y por citar solo algunos ejemplos, Zahler se preguntaba:

*"¿Qué hubiera ocurrido en Chile a fines de 1973 (cuando fue derrocado el gobierno de la Unidad Popular), a mediados de 1982 (cuando se decidió terminar con la política de fijar el tipo de cambio a \$39 por dólar) y a comienzos de 1983 (cuando se intervino la mayor parte del sistema financiero chileno, ante la evidencia de su insolvencia generalizada), si es que el Banco Central se hubiese manejado independientemente del gobierno?"*

---

105. *Ibid.*, p. 190.

106. *Ibid.*, p. 180.

Zahler pensaba que la demora en promulgar la Ley Orgánica del Banco —transcurridos siete años desde la Constitución de 1980— tenía como principal motivo que las autoridades del gobierno militar se habrían percatado que la crisis de 1982 hubiera sido inmanejable con un Banco Central autónomo<sup>107</sup>.

La disposición constitucional limitando el acceso del gobierno al crédito del Banco Central tampoco le parecía adecuada a Zahler, pues se “rigidizaba” la política económica. ¿Cómo se enfrentarían, en esas circunstancias y en un país como Chile, crisis económicas vinculadas a caídas inesperadas en el precio del cobre[...]?

Para Zahler, el Banco Central de Chile ha tenido y tiene en la actualidad una “*enorme cantidad de atribuciones*”, “*posee una cuota de poder excesivamente grande*”, de manera que más que independizarlo o tecnificarlo, lo que correspondería hacer sería dispersar dicho poder.

En otra arista del tema, el experto de la Cepal señaló que

*“Se suele argumentar que existe una alta correlación entre los bancos centrales dependientes del gobierno y los procesos inflacionarios crónicos, característicos de algunos países de América Latina. Sin embargo, abundan los contraejemplos, como son los casos de los países centroamericanos y especialmente Venezuela, entre mediados de los años 40 y mediados de los años 70”*<sup>108</sup>.

Zahler terminó su exposición subrayando que

*“La responsabilidad del Banco Central en la gestión macroeconómica global y, con ella, la conveniencia y la necesidad de que el Banco Central se coordine estrechamente con el gobierno, en lugar de ser independiente de él ni, menos aun, de que vea limitadas sus posibilidades de acción por normas constitucionales rígidas que, en la práctica, no podrán ser aplicadas”*<sup>109</sup>.

## Críticas específicas al proyecto de Ley Orgánica Constitucional

Un año más tarde, al hacerse público el proyecto de LOC, en noviembre de 1988, la revista *Cuadernos de Economía* invitó a un grupo de destacados economistas “*quienes de un*

---

107. *Ibid.*, p. 182.

108. *Ibid.*, p. 183.

109. *Ibid.*, p. 184.

modo u otro han estado vinculados al tema de los sistemas monetarios y el rol del Banco Central" a participar a título personal del análisis de la iniciativa<sup>110</sup>.

La ocasión, casi inmediatamente posterior al triunfo de la Concertación en el plebiscito de octubre, llevó a comentar a Andrés Bianchi que

*"En esas circunstancias, fue natural que en el debate que se suscitó sobre la materia se mezclaran, en forma estrecha, las diferencias de opinión de carácter técnico con las de naturaleza predominantemente política"*<sup>111</sup>.

Esta vez, ya derrotado Pinochet, Roberto Zahler enfatizó que el prisma bajo el cual desarrollaría su exposición era *"la eventual contribución de un Banco Central independiente, en Chile, en 1989, al fortalecimiento y consolidación de la futura democracia"*.

Reiteró su posición en el sentido de que

*"El conjunto de inconvenientes políticos y técnicos de un Banco Central independiente sugiere que si se desea limitar el impacto monetario del financiamiento con emisión del déficit del sector público, el diseño institucional más apropiado consiste, en líneas generales, en darle mayor autonomía al Instituto Emisor, pero limitando sus atribuciones a las estrictamente monetarias, o, alternativamente, mantener su dependencia del gobierno, pero permitiéndole un manejo autónomo respecto de los requerimientos de financiamiento del sector público"*<sup>112</sup>.

En este sentido, además de recordar las críticas que había planteado un año atrás, agregó lo que denominó "una cuestión de procedimiento" y citó a un director del Bundesbank: *"la independencia del Banco Central[...] debe basarse en un consenso político fundamental en torno a la prioridad de la política monetaria en la lucha contra la inflación[...]"*<sup>113</sup>.

Al respecto, Zahler cuestionó el *"timing"* y la modalidad utilizados en Chile para reformar el Banco Central, manifestando que era difícil negar que la intencionalidad de la creación de un Banco Central independiente no haya sido otra que la de velar por la mantención de las reglas del juego existentes en 1980, cuando se aprobó la Constitución, y porque el manejo macroeconómico se viera libre en el futuro de las presiones gubernamentales y de los "políticos".

---

110. *Cuadernos de Economía* N° 77, Instituto de Economía UC, 1989.

111. Bianchi, Andrés (2009). *Op. cit.*, p. 13.

112. Zahler, Roberto (1989). "La inserción institucional del Banco Central de Chile", *Cuadernos de Economía* N° 77, abril, p. 112.

113. *Ibid.*, p. 100.

Asimismo, consideró que los ocho años transcurridos para proponer la nueva LOC hacían suponer que las propias autoridades del gobierno militar se habrían percatado que las crisis vividas entre 1981 y 1983 hubiesen sido inmanejables si la letra y el espíritu de los artículos 97 y 98 de la Constitución hubieran estado en plena vigencia<sup>114</sup>.

Para Zahler se hacía difícil pensar que hubiera existido algún otro factor distinto al resultado del plebiscito de octubre de 1988 para explicar el *timing* de la presentación del proyecto.

En síntesis, agregó el economista,

*“La cuestión de fondo parece consistir en la falta de confianza de parte de las actuales autoridades respecto de los mecanismos del régimen democrático para la formulación e implementación de la política económica y la formación de equipos económicos”;*

Consideró que no debería ser difícil buscar un acuerdo nacional, ampliamente mayoritario, en torno a aquellos aspectos de autonomía, organización y funcionamiento del Banco Central que tiendan a preservar los equilibrios macroeconómicos básicos; sin embargo, finalizó planteando:

*“El escenario democrático para un asunto de esa envergadura es obviamente el Congreso Nacional y no los mecanismos legislativos, con su conocida falta de representatividad popular y transparencia de los últimos meses del régimen militar”<sup>115</sup>.*

Carlos Massad, experto principal del Proyecto Conjunto PNUD/Cepal sobre “Financiamiento del Desarrollo” y expresidente del Banco Central (1968-1970), basó su exposición en explicar y distinguir la función técnica y la función política del Banco Central.

Señaló al respecto que

*“Si la formulación de la política monetaria y la mantención de la normalidad en los pagos no son funciones esencialmente técnicas, sino que tienen un alto contenido político, entonces no parece razonable concebir el Banco Central como una institución completamente autónoma, única responsable de*

---

114. *Ibid.*, p. 100.

115. *Ibid.*, p. 101.



*la formulación y ejecución de la política monetaria y cambiaria y de la mantención de la normalidad de los pagos externos e internos*<sup>116</sup>.

Al respecto, Massad marcó una diferencia esencial entre la “formulación” y la “ejecución” de las políticas, siendo la primera una tarea fundamentalmente política. Sería un grave error pretender “despolitizar” la formulación de las políticas, no así la ejecución de las mismas pues ésta es una tarea eminentemente técnica.

Agregó Massad que *“El poder sin responsabilidad, la falta de mecanismos de coordinación de políticas y la confusión entre formulación y ejecución de las políticas, son tal vez los aspectos negativos principales del proyecto”*<sup>117</sup>.

El expresidente consideró que el proyecto entregaba al Consejo del Banco un gran poder político, sin control político.

Como sugerencia concreta señaló que el Presidente de la República debería estar en situación de designar al comienzo de su mandato a una mayoría de los miembros del Consejo y al presidente del Banco, lo cual evitaría conflictos flagrantes entre el Banco y el Ejecutivo.

Asimismo, planteó la participación del presidente del Banco Central en las instancias políticas en las cuales se formule la política económica: Consejo Económico de Ministros, Comité Económico u otra similar. También propuso no eliminar la capacidad del Banco para utilizar depósitos previos de importación en determinadas circunstancias.

Finalmente, se mostró de acuerdo con mantener la prohibición de financiamiento directo e indirecto del Banco al sector público, aunque sugirió definir con mayor precisión lo que se entiende por “financiamiento indirecto”<sup>118</sup>.

Otro analista de oposición, José Pablo Arellano, director de Cieplan, destacó las excesivas atribuciones con que contaría el Instituto Emisor de acuerdo al proyecto y los potenciales problemas de coordinación con el Ejecutivo.

Subrayó que las atribuciones están referidas no solo a la regulación de la oferta monetaria sino también a otras materias, como la política cambiaria, la regulación de las instituciones financieras, la inversión extranjera, la contratación y servicio de la deuda externa.

---

116. Massad, Carlos (1989). “La función técnica y la función política del Banco Central: anatomía prenatal”, *Cuadernos de Economía* N° 77, abril, p. 83.

117. *Ibid.*, p. 87.

118. *Ibid.*, p. 90.

Dio una serie de ejemplos de lo que sucedería si en estos temas se produjeran discrepancias con el Ministerio de Hacienda, considerando que muchas de estas materias *“se apartan de la función de velar por la estabilidad de precios y se involucra en decisiones de política que son esenciales para el desarrollo económico del país”*<sup>119</sup>.

En todo caso, Arellano señaló que *“hay razones valederas para postular que es conveniente que el Banco Central no esté subordinado al Ministerio de Hacienda”* y que una fórmula posible para conseguir las ventajas de una mayor autoridad del Banco vis a vis Hacienda, pero sin caer en los problemas de la amplia autonomía que postula el proyecto, sería que el Presidente de la República tuviera la facultad de renovar parcialmente el Consejo cuando inicia su gestión. En esto coincidió con una sugerencia de Massad, al igual que con la inconveniencia de prohibir el uso de algunos instrumentos, específicamente los depósitos previos de importación.

El economista planteó también que le parecía excesivamente restrictivo establecer que, excepto en caso de guerra, ningún gasto público podría financiarse con créditos directos o indirectos del Banco Central. Al respecto señaló que

*“Más bien correspondería legislar limitando el endeudamiento máximo en que podría incurrir el sector público, independientemente de si esta deuda es con el Banco Central o con otras instituciones. Por ejemplo, este endeudamiento podría estar limitado a la inversión neta realizada por el Estado”.*

Por último, Arellano, refiriéndose a uno de los artículos transitorios, señaló que *“pretender que el general Pinochet, después del resultado del reciente plebiscito, designe el primer Consejo del Banco Central y a su presidente, resulta inaceptable para la mayoría del país”*<sup>120</sup>.

## Oposición frontal a la promulgación de la LOC

A medida que se acercaba la elección presidencial de 1989 y se preveía que sería promulgada la ley de autonomía del Banco, la prensa recogió diversas opiniones de economistas y políticos de oposición que opinaron sin censura sobre el destino que tendría la LOC de Pinochet en el futuro gobierno democrático<sup>121</sup>.

---

119. Arellano, José Pablo (1989). “Comentarios al proyecto de ley del Banco Central de Chile”, *Cuadernos de Economía* N° 77, abril, p. 92.

120. *Ibid.*, p. 96.

121. Bianchi, Andrés (2009). *Op. cit.*, p. 13.

El tenor de las declaraciones a la prensa no dejaba dudas sobre el carácter ilegítimo que los personeros opositores atribuían a la LOC y su clara disposición a derogarla o modificarla significativamente apenas asumiera el nuevo gobierno.

El economista socialista Jaime Estévez opinó en declaración a la prensa el 15 de agosto de 1989 que *"lo más grave es intentar dejar apenados e instalados en el Banco Central a personas de la confianza del actual Presidente de la República que no representan el sentir mayoritario del pueblo chileno"*<sup>122</sup>.

El 17 de agosto la Junta de Gobierno dio su aprobación final al texto de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central, quedando pendiente solamente el trámite en el Tribunal Constitucional y luego la publicación en el *Diario Oficial*.

Al día siguiente, entrevistado el economista Ricardo Ffrench-Davis, demócrata cristiano, sostuvo que constituía un "abuso de poder" y era "ilegítimo" que las autoridades del Banco Central fueran designadas por el actual gobierno, *"dejando apenados a funcionarios pinochetistas"*. Es más, según Ffrench-Davis, *"de triunfar la oposición en las próximas elecciones se modificaría inmediatamente la ley de autonomía del Banco Central aprobada ayer por la Junta de Gobierno"*<sup>123</sup>.

Su colega Joaquín Vial también declaró que *"una de las tareas futuras del nuevo gobierno democrático será reformular esta ley, de manera de permitir una coordinación entre el Banco Central y las autoridades económicas"*<sup>124</sup>.

Por su parte, el político del Partido por la Democracia, Sergio Bitar, consideró que la aprobación de la nueva ley constituía *"un intento de desestabilización de la futura política económica"* y que

*"La pretensión del gobierno de nombrar, a través de Pinochet, a quien sería el presidente del Banco Central durante el próximo gobierno de Patricio Aylwin configuraba una burla a los electores que deben elegir el presidente y el Parlamento"*.

En su opinión, un presidente del Banco designado de esa manera no podría mantenerse y concluyó preguntándose *"quién tendría la falta de realismo y sentido común para aceptar tal cargo ahora"*<sup>125</sup>.

---

122. *Ibid.*, p. 15.

123. *Ibid.*, p. 15, nota 9.

124. *Ibid.*, p. 15, nota 11.

125. *Ibid.*, p. 15, nota 9.

Alejandro Foxley, coordinador del equipo económico de la Concertación, declaró a la prensa que *“en cuanto el próximo gobierno esté elegido, vamos a plantear modificaciones sustanciales a la ley que otorgó autonomía al Banco Central”*<sup>126</sup>.

Con similar énfasis y claridad, una declaración dada a conocer por los connotados opositores Alejandro Foxley y Carlos Ominami, precisó que

*“La Concertación impugna la forma y el contenido de esta ley por considerar que el gobierno militar no cuenta con autoridad moral para tomar decisiones fundamentales que afectarán el manejo económico futuro, ni menos después del rechazo ciudadano manifestado en el plebiscito de octubre pasado”.*

Asimismo, la declaración sostuvo que la nueva ley

*“[...]convierte al instituto emisor en un cuarto poder del Estado, de carácter no representativo con el propósito de limitar constitucionalmente la facultad de diseñar y manejar la política económica a los futuros gobiernos democráticos”*<sup>127</sup>.

## 9. DESIGNACIÓN E INSTALACIÓN DEL PRIMER CONSEJO DEL BANCO CENTRAL AUTÓNOMO

En un marco de desconfianza propio del período que se estaba viviendo y, con un plazo bastante acotado, tuvieron lugar las reservadas negociaciones para la designación del primer Consejo que debía presidir el Banco Central de Chile bajo la nueva Ley Orgánica Constitucional (LOC), que entraría en vigencia el 10 de diciembre de 1989.

El ministro del Interior Carlos Cáceres, por parte del gobierno, y Alejandro Foxley, coordinador del equipo económico de la Concertación, por parte de la oposición política, fueron los protagonistas de esas conversaciones.

### Difíciles negociaciones

Había razones de sobra para prever una gran complejidad en las negociaciones.

---

126. *Ibid.*, p. 15, nota 11.

127. *Ibid.*, p. 15, nota 10.

Ya se ha señalado —e ilustrado— la fuerte resistencia que presentó la oposición a la LOC promulgada muy cercanamente a la fecha prevista para la instalación del Consejo y la intención explícita y reiteradamente planteada por connotados economistas y políticos de la Concertación de modificarla significativamente si se producía, como era probable, un cambio de gobierno.

Por otra parte, la legislación aprobada disponía que los cinco primeros consejeros fueran nombrados por Pinochet, lo cual en teoría le permitía, según algunos, dejar en el Banco un verdadero equipo económico “paralelo” con mucho poder para salvaguardar el modelo.

No obstante ese pesimista escenario, en opinión de Andrés Bianchi,

*“Gracias a la tenacidad y visión del ministro Cáceres y al realismo de Alejandro Foxley —quien como más seguro candidato al cargo de ministro de Hacienda comprendió las ventajas relativas que para el futuro gobierno representaba una solución de compromiso— se pudo avanzar desde una posición inicial, en que el gobierno proponía que el Consejo estuviese integrado por cuatro miembros vinculados al régimen militar y un independiente, a un acuerdo conforme al cual este estaría integrado por dos miembros vinculados al gobierno militar, dos economistas militantes de partidos de la Concertación, y un miembro de carácter independiente aceptable para ambos bandos, que presidiría el Consejo por dos años”<sup>128</sup>.*

El 4 de diciembre, apenas cinco días antes de que entrara en vigencia la LOC y diez días antes de las trascendentales elecciones de Presidente de la República y de parlamentarios, el gobierno de Pinochet anunció el acuerdo alcanzado y designó a los miembros del nuevo Consejo del Banco Central.

Como consejero por un plazo de diez años se eligió a quien se desempeñaba como vicepresidente en ese momento, el economista vinculado al gobierno militar, Alfonso Serrano; para el de ocho años, al economista demócrata cristiano y activo opositor, Roberto Zahler; para el de seis años, a Enrique Seguel, general de ejército, expresidente del Banco Central y a la sazón ministro de Hacienda; para el de cuatro al economista del Partido por la Democracia, de la izquierda opositora, Juan Eduardo Herrera, y para el de dos, al economista Andrés Bianchi, Secretario Ejecutivo Adjunto de la Cepal, quien, siendo el nombre de consenso aceptable para ambos sectores, ocuparía la presidencia del instituto emisor.

---

128. *Ibid.*, p. 16.

Bianchi no tenía militancia partidaria y había estado impedido de participar activamente en la contingencia política nacional debido a su alto cargo en un organismo de Naciones Unidas.

El motivo que explicó los diferentes plazos para los cuales fueron nombrados los cinco consejeros fue la necesidad de poner en marcha el sistema de renovación parcial y escalonada de los miembros del Consejo cada dos años.

Sin embargo, los plazos específicos para los que fueron designados los distintos consejeros reflejaron el fino equilibrio político de la negociación que condujo al acuerdo. Los plazos más largos fueron asignados a Serrano y Zahler, dos consejeros que presentaban menor resistencia en el respectivo bando adversario. Los consejeros Seguel y Herrera fueron designados para los plazos intermedios, justamente por ser nombres que eran más resistidos por las facciones opuestas.

Finalmente, en el caso de Bianchi, su corto período se consideró necesario para que el primer Presidente de la República del nuevo régimen democrático tuviera la oportunidad, a mediados de su mandato, de nombrar a un presidente del Banco Central de su plena confianza.

## Positiva reacción a la designación del primer Consejo

Al contrario de lo sucedido ante la promulgación de la LOC, el anuncio de la conformación del primer Consejo, efectuado el 4 de diciembre de 1989, fue recibido con una significativa y transversal satisfacción por la mayoría de los sectores del país.

El mismo día 4 de diciembre, el vespertino *La Segunda* destacó como primicia que “se había logrado consenso entre gobierno y oposición”, considerándolo como el “segundo gran acuerdo político después de las Reformas Constitucionales”<sup>129</sup>. En el mismo sentido, *El Diario*, matutino especializado en economía, tituló: “Banco Central: Nuevo Acuerdo Institucional”<sup>130</sup>.

A la vez, el diario gobiernista *La Nación* señaló que economistas y empresarios habían opinado que “Consejeros del Banco Central garantizan estabilidad”, destacando las positivas declaraciones de los presidentes de la Sociedad de Fomento Fabril (Sofofa) y de la Asociación de Exportadores de Manufacturas (Asexma).

---

129. *La Segunda*, 4 de diciembre de 1989.

130. *El Diario*, 5 de diciembre de 1989.

Los economistas Francisco Javier Labbé, vicedecano de la Facultad de Economía de la Universidad de Chile, y Jorge Desormeaux, del Instituto de Economía de la Universidad Católica, declararon, respectivamente: *"Lo más importante es que con la designación del Consejo se dará estabilidad y peso al instituto emisor"* y *"Esto será percibido como un hecho muy positivo de parte de los inversionistas que hoy tienen tranquilidad y este elemento la reforzará"*<sup>131</sup>.

El mismo matutino destacó al día siguiente: *"Aylwin y Lagos satisfechos por Consejo del Banco Central"*<sup>132</sup>. Lagos abogó, además, a favor de que este acuerdo se extendiera a otras áreas, como el Consejo Nacional de Televisión, *"para facilitar una transición efectiva y estable a la democracia"*<sup>133</sup>.

Fernando Léniz, exministro de Economía de Pinochet, destacó que *"la designación del directorio del Banco Central es un paso adelante muy importante en este manejo consensual y que nos asegura el manejo de la economía, salga Aylwin o salga Büchi"*.

Por su parte, el economista Pablo Baraona, jefe de la candidatura de Hernán Büchi, declaró que

*"Son personas a quienes conozco desde hace tiempo, sin perjuicio de sus posiciones políticas. Son eminentemente profesionales y nos parece muy bien que haya un acuerdo en estas materias y se demuestre que realmente al final hay un espíritu de entendimiento"*<sup>134</sup>.

El editorial de la revista de izquierda *Cauce*, del 11 de diciembre de 1989, destacó el acuerdo como una de las *"noticias más importantes de los últimos tiempos"* y afirmó que

*"Ahora, lo lógico sería que los cinco integrantes tuvieran un denominador común: actuar todos con absoluta independencia de los partidos políticos y grupos de presión, así como manejar las finanzas del país con criterios de profesionalismo, realismo y con espíritu constructivo independientemente del gobierno de turno"*.

Por su parte, la revista *Hoy*, vinculada al PDC, entre otros comentarios manifestó que el acuerdo anunciado el 4 de diciembre fue *"un reconocimiento más que tácito del inminente"*

---

131. *La Nación*, 5 de diciembre de 1989.

132. *La Nación*, 6 de diciembre de 1989.

133. *El Mercurio*, 6 de diciembre de 1989.

134. *El Mercurio*, 6 de diciembre de 1989.

*triumfo de Patricio Aylwin en las elecciones del 14". Señaló también que "Además, era la última oportunidad de evitar que la polémica ley no sea completamente desmantelada en el futuro".*

Aunque las reacciones ante el nombramiento del primer Consejo fueron, en general, ampliamente positivas, también hubo matices, pues diversos personeros de la oposición consideraron que ello no implicaba renunciar a estudiar modificaciones a la LOC.

Sergio Bitar, político y economista del PPD, destacó que la decisión sobre los integrantes del Consejo facilitaba la normalidad económica, aunque advirtió que para la oposición constituía *"un punto inicial que debe continuar más adelante, con los cambios a la ley del Banco Central, que una sana gestión económica hacen imprescindible"*<sup>135</sup>.

Alejandro Foxley, coordinador económico de la Concertación y principal negociador del acuerdo, aseguró que este cumplía con los requisitos de *"consolidar la democracia, mantener la estabilidad en la economía y avanzar en el esfuerzo social a favor de los sectores que han estado marginados durante estos 16 años"*. Agregó que *"hemos demostrado al país, esta semana antes de las elecciones, que somos capaces de buscar persistentemente el acuerdo"*.

Pero, al mismo tiempo, advirtió que no estaban renunciando a la posibilidad de proponer modificaciones posteriores a la ley del Banco Central, y precisó que

*"No nos interesa hacer tabla rasa de la ley. Estamos de acuerdo en el principio de la autonomía, pero la actual ley introduce alguna confusión en las responsabilidades que tiene respecto de algunas áreas de política económica"*<sup>136</sup>.

El candidato presidencial Patricio Aylwin señaló, en declaración pública, que el acuerdo alcanzado constituía *"un paso de gran significación, que el país debe valorar"*. Recordando que la Concertación deseaba asegurar que por todos los medios se resguardaran los equilibrios macroeconómicos, afirmó que *"consideramos que un Consejo como el que hemos acordado ayudará en tal propósito"*. En todo caso, también refrendó que la Concertación *"tiene reparos a la ley del Banco Central y creemos que es indispensable introducirle modificaciones"*, señalando que el acuerdo respecto al primer Consejo no implicaba renunciar a ese propósito<sup>137</sup>.

Años más tarde, Andrés Bianchi expresó que *"la designación de un Consejo pluralista constituyó un hecho político de gran significación"*.

---

135. *Fortín Mapocho*, 6 de diciembre de 1989.

136. *Las Últimas Noticias*, 7 de diciembre de 1989.

137. *Las Últimas Noticias*, 6 de diciembre de 1989.



En efecto, por una parte,

*"Este acuerdo suscitó el apoyo de la gran mayoría de los sectores del país, que constataron, con asombro, que tras dos décadas de divisiones, odios y conflictos entre los chilenos, era posible alcanzar soluciones de compromiso que podían contribuir a la estabilidad y desarrollo de la economía y a una transición pacífica a la democracia"*<sup>138</sup>.

Por otra,

*"La conformación de un Consejo pluralista evitó que la nueva ley del Banco fuera modificada temprana y sustancialmente, como lo habían propuesto sus críticos, y marcó el comienzo del proceso de legitimación de su independencia"*<sup>139</sup>.

## Instalación del Consejo

El sábado 9 de diciembre de 1989 tuvo lugar la sesión N° 1 del Consejo. El presidente saliente, Manuel Concha, señaló en su discurso de despedida que

*"Llega a su término una etapa muy importante en el desarrollo de las actividades del Instituto Emisor. Se abre, al mismo tiempo, un nuevo capítulo cuyas notas más relevantes, con el transcurso de los años, se incorporarán paulatinamente a su fecundo historial"*<sup>140</sup>.

Concha, además de dar la bienvenida a los miembros del Consejo, destacó como el logro más importante del período que finalizaba, quince años en que el Banco estuvo regido por el Comité Ejecutivo,

*"La comprensión y el reconocimiento de la importancia de los equilibrios macroeconómicos fundamentales como requisitos primordiales del crecimiento sostenido de los niveles de actividad, empleo e ingresos de la población"*.

Por su parte, al asumir como primer presidente del Consejo y del Banco, Andrés Bianchi, también destacó el hecho que *"por fortuna hay actualmente en el país, como nunca antes,*

---

138. Bianchi, Andrés (2016). "La independencia del Banco Central de Chile: los años iniciales" en 25 años de autonomía del Banco Central de Chile, Naudon, Alberto y Luis Álvarez, editores, *Serie Banca Central, Análisis y Políticas Económicas*, Volumen 23, p. 26.

139. *Ibid.*, p. 27.

140. *BMBC*, diciembre de 1989, p. 3103.

*un consenso muy amplio sobre la conveniencia de mantener los equilibrios macroeconómicos bajo control”.*

Bianchi enfatizó el papel decisivo que correspondía al Banco en la preservación de esos equilibrios y en evitar los enormes costos económicos y sociales y hasta amenazas a la estabilidad política que podían derivar de su pérdida.

Se mostró partidario de una adecuada autonomía del Banco y subrayó que *“el Consejo debería ejercer sus atribuciones con firmeza, pero en el marco de un espíritu de colaboración y no de confrontación con las demás autoridades económicas de gobierno”.*

Y agregó que

*“La práctica terminará por demostrar que la contribución al desarrollo y a la estabilidad del país que pueda hacer la nueva institucionalidad del Banco Central dependerá más de la sensatez y prudencia con que ella se use que del tenor literal de las disposiciones de la ley que ahora entra en vigencia”.*

El presidente terminó enalteciendo la manera en que se había conformado el Consejo, señalando que, a su juicio,

*“Esto constituye un ejemplo elocuente de que, por encima de nuestras legítimas y honestas diferencias de posición, los chilenos podemos construir consensos sobre materias que, como ésta, son fundamentales tanto para mantener y reforzar la estabilidad económica como para avanzar en paz por la senda que conduce a la plena democracia”.*

## **Críticas a algunas de las políticas aplicadas en 1989**

Ya se ha señalado que a lo largo del último año de vigencia del Comité Ejecutivo hubo críticas variadas a la política macroeconómica, básicamente por su incapacidad de lograr un ajuste efectivo.

A pesar de las sucesivas alzas en las tasas de interés decretadas por el Comité, con una política monetaria teóricamente “restrictiva”, lo cierto es que, a juicio de diversos analistas, ese enfoque exageradamente gradualista no dio resultado, tal como se demostraría a comienzos del año siguiente.

Las renovadas autoridades del Banco, en 1990, también tuvieron una visión más crítica sobre lo que había sucedido en 1989, tal como lo manifestaron en su primer Informe al Senado:

*"Al finalizar 1989, existía un amplio grado de coincidencia entre las autoridades económicas y los expertos privados en cuanto a la necesidad de corregir algunos desequilibrios que habían comenzado a manifestarse con fuerza en los meses precedentes"*<sup>141</sup>.

Asimismo, el ministro sucesor de Costabal, Alejandro Foxley, fue bastante negativo sobre lo sucedido en 1989, señalando que se había intentado crecer más allá de lo que era materialmente posible. *"El gasto interno se incrementó en forma alarmante, llegando a tasas de crecimiento del 12,7% en 1989 y del 22,8% para 1988-1989"*, sostuvo el secretario de Estado<sup>142</sup>.

En su opinión, se había llegado en el último trimestre a una situación insostenible, con una tasa de inflación anualizada del orden de 30% y con tendencia creciente.

El ministro de Hacienda del primer gobierno democrático aseguró que *"Este era el riesgo a fines de 1989, porque la holgura en la disponibilidad de capital productivo se había agotado, y la economía presentaba signos crecientes de desajuste"*<sup>143</sup>.

El ministro resumió su diagnóstico macroeconómico coyuntural:

*"En síntesis, el diagnóstico a comienzos de 1990 no era alentador, y así se lo hizo ver a las autoridades del Banco Central y del gobierno saliente: inflación alta y creciente, importaciones sobredimensionadas y creciendo más que las exportaciones, capacidad productiva sobre utilizada, situación fiscal preocupantemente restrictiva y la política monetaria fuera de control. Este diagnóstico fue compartido por los agentes económicos informados"*<sup>144</sup>.

## Los desafíos iniciales

Las señaladas críticas dan cuenta que el Consejo inició su labor en un contexto menos favorable del que se pudo prever con algunos meses de anticipación.

---

141. *Evolución de la economía chilena en 1990 y perspectivas para 1991*, Banco Central de Chile, septiembre 1990, p. 1.

142. Foxley, Alejandro (1990). *Op. cit.*, p. 6.

143. *Ibid.*, p. 7.

144. *Ibid.*, p. 42.

Con el objetivo claro de un Banco Central autónomo que debía preocuparse fundamentalmente de velar por la estabilidad de precios, resultó al menos incómodo partir con una inflación claramente creciente y tasas de interés reales ya bastantes altas en comparación con las internacionales.

El largo gobierno militar no había logrado ganar la batalla contra la inflación y probablemente al Banco autónomo, en democracia, se le exigirían resultados rápidos.

En lo externo se preveía el fin del buen ciclo del precio del cobre.

En este sentido, la herencia fue una coyuntura complicada, no obstante las auspiciosas cifras de crecimiento económico de los dos últimos años de la administración de Pinochet.

La superación exitosa de la mencionada coyuntura fue uno de los dos grandes desafíos a que debía dar respuesta el nuevo Banco Central, a fines de 1989.

El otro gran desafío, como se desprende de las opiniones, ya citadas, de importantes personeros políticos y económicos, fue legitimar sólidamente la autonomía que había nacido bajo el alero de un gobierno no democrático.

Ello iba a depender no solo del éxito en la tarea de controlar la inflación, sino, muy fundamentalmente, de la capacidad del Consejo de mantener una adecuada coordinación con las otras autoridades económicas y, en definitiva, de ganar la confianza de los diversos sectores del país.

Pero esa historia corresponde relatarla a otros autores.



Archivo del Banco Central de Chile.

El primer Consejo del Banco Central de Chile autónomo junto al ministro de Hacienda. De izquierda a derecha: Roberto Zahler, Enrique Seguel, Alejandro Foxley (ministro de Hacienda) Andrés Bianchi (Presidente), Juan Eduardo Herrera y Alfonso Serrano.

## RECUADRO VIII-1

### Al interior del Banco: 1985-1989

El último quinquenio de la antigua institucionalidad del Banco coincidió con igual etapa del gobierno autoritario de Pinochet.

El Banco, internamente, se caracterizó por su adaptación a un período de recuperación económica, con relativa estabilidad en sus autoridades, activa relación con organismos financieros internacionales como el FMI, Banco Mundial, y Banco Interamericano de Desarrollo (BID), renegociación de la deuda externa y reorganización del colapsado sistema financiero chileno.

En diciembre de 1989 asumió el Consejo como órgano rector máximo y autónomo, y la institución empezó a regirse por la nueva Ley Orgánica Constitucional.

### Autoridades y organigrama

A contar del 7 de enero de 1985, el gobierno designó a Enrique Seguel como presidente y a Alfonso Serrano como vicepresidente, remplazando a Francisco Ibáñez y Félix Ruiz, respectivamente. Seguel se mantuvo en el cargo hasta abril de 1989, cuando fue designado ministro de Hacienda. En la misma fecha asumió la presidencia del Banco el brigadier general Manuel Concha, quien fue el último presidente con la antigua institucionalidad, hasta diciembre de 1989.

El vicepresidente Alfonso Serrano, economista, se mantuvo en el cargo durante todo el quinquenio.

El tercer miembro del Comité Ejecutivo, el gerente general, cambió dos veces en el período. En septiembre de 1985 abandonó su cargo el coronel Carlos Molina, que ejercía desde septiembre de 1973, siendo remplazado por Jorge Court. Este último estuvo pocos meses y, en mayo de 1986, lo sucedió Jorge Augusto Correa, por el resto del quinquenio. Los gerentes generales durante todo el gobierno militar fueron uniformados.

La secuencia de quienes ejercieron como directores se puede apreciar en el siguiente cuadro:

Director	Nombre	Desde	Hasta
Fiscal	José Antonio Rodríguez	01.1985	12.1989
Administrativo	José Luis Corvalán	01.1985	12.1989
Estudios	Juan Andrés Fontaine	07.1986	12.1989
Comercio Exterior y Cambios	Gustavo Díaz	08.1986	12.1989
Internacional	Francisco Garcés	01.1985	12.1989
Política Financiera	Fernando Escobar	01.1985	01.1989
	Mario Barbé	02.1989	12.1989
Operaciones	Santiago Pollman	04.1985	07.1986
	Joaquín Cortez	08.1986	01.1989
	Fernando Escobar	02.1989	11.1989
Coordinador deuda externa	Hernán Somerville	01.1985	12.1988
Asesor Comité Ejecutivo	Claudio Pardo	01.1985	06.1985
Programa reestructuración financiera	Claudio Pardo	07.1985	08.1986
	Enrique Tassara	09.1986	12.1989
Oficina Nueva York	Enrique Tassara	01.1985	08.1986

El organigrama institucional se fue adaptando al desarrollo de las nuevas funciones y a la decadencia o extinción de otras. A continuación se menciona las modificaciones más importantes.

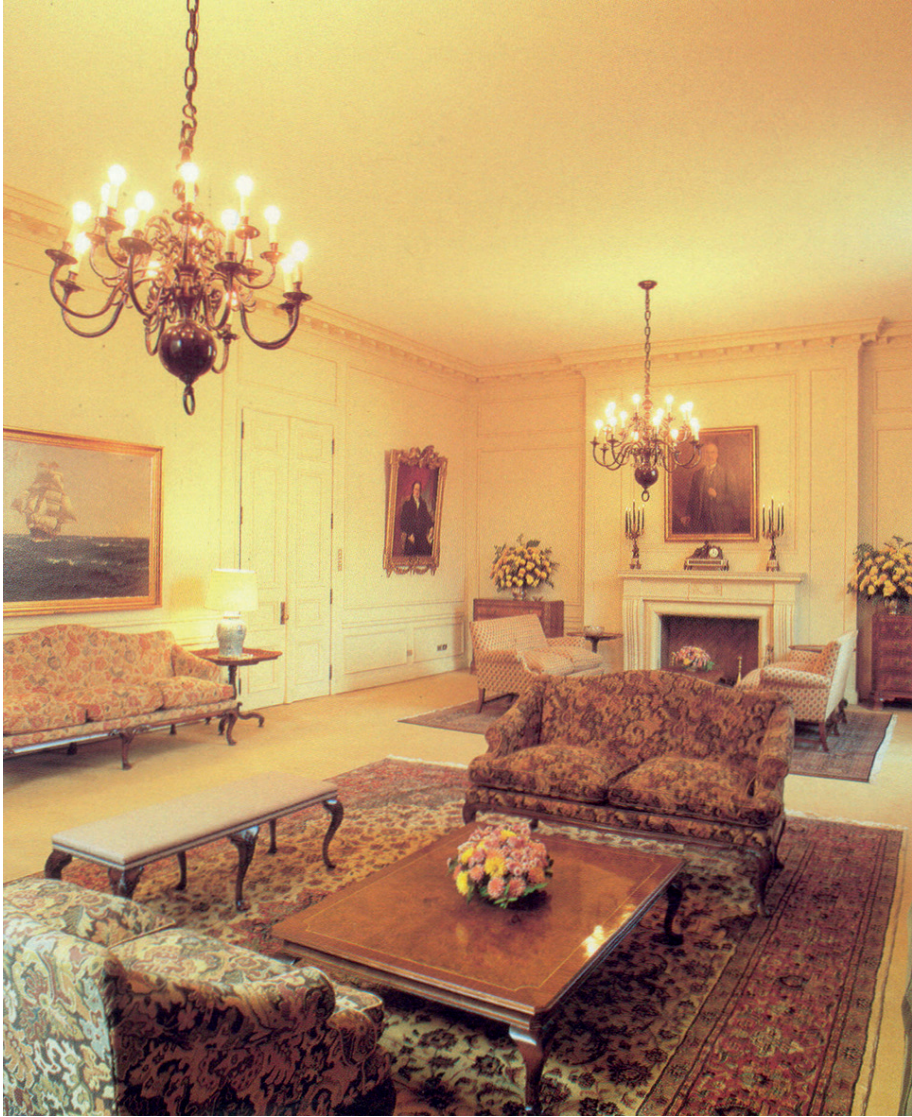
En mayo de 1985, debido al crecimiento explosivo de la Dirección de Operaciones, se dividió la gerencia de Administración Financiera perteneciente a dicha dirección en dos gerencias: de Financiamiento Interno —administración de las líneas de crédito a las instituciones bancarias— y de Financiamiento Externo encargada de la supervisión y control de las operaciones en moneda extranjera.

Un año más tarde, en julio de 1986, el Comité Ejecutivo consideró necesario dividir la Dirección de Operaciones y creó —o más bien restableció— la Dirección de Comercio Exterior y Cambios Internacionales, con dos gerencias a cargo de las operaciones en esas dos áreas<sup>1</sup>. En dicha dirección quedaron radicadas, en febrero de 1988, las funciones relativas a política comercial<sup>2</sup>.

1. ASCE N° 1742, 2 de julio de 1986.

2. ASCE N° 1849, 24 de febrero de 1988.





Archivo del Banco Central de Chile.

Salón de Protocolo



Razones similares llevaron a elevar el Departamento de Desarrollo y Operación de Sistemas a la categoría de gerencia de Sistemas, a cargo del desarrollo informático y elaboración de procedimientos administrativos<sup>3</sup>.

En julio de 1985 se creó la Secretaría Ejecutiva de la Unidad Técnica del Programa de Reestructuración Financiera, como un requisito planteado por el convenio suscrito con el Banco Mundial por 100 millones de dólares. Se fijó en 12 plazas la dotación de esa unidad y al Secretario Ejecutivo se le dio el rango de Director. En mayo de 1989 la unidad pasó a denominarse Dirección de Programas de Financiamiento, agregándole a sus funciones *"la administración y ejecución del nuevo Programa de Financiamiento Industrial acordado con el Banco Mundial y otros programas de crédito que le encomiende el Comité Ejecutivo"*<sup>4</sup>.

En julio de 1986 se creó la Dirección de Estudios, pasando la gerencia de Estudios a depender de esa dirección en lugar de la de Política Financiera.

De la mencionada gerencia dependieron el Departamento de Estudios con tres jefes de área —monetaria, balanza de pagos e investigaciones— y el Departamento de Cuentas Nacionales, también con tres jefes de área: síntesis sectores productivos, síntesis sectores de servicios y síntesis sectores de infraestructura. Como jefe de dicho departamento se desempeñó el economista Ricardo Silva hasta agosto de 1988 y luego se contrató a la economista María Luisa Duerr en diciembre de 1989. En la gerencia de Estudios se designó a Francisco Rosende, y como jefe de departamento a Luis Salomó. El Departamento de Estudios contaba con 18 plazas para profesionales<sup>5</sup>.

A fines de 1988 se suprimió la Dirección de Coordinación Deuda Externa, pasando algunas de sus funciones a la Dirección Internacional, entre ellas las correspondientes a la gerencia Coordinación Deuda Externa y a la gerencia de Organismos Internacionales y Conversión Deuda Externa.

En otras áreas, en agosto de 1986 se creó la Oficina de Prensa, dependiente *"en lo profesional de la Dirección de Estudios y en lo administrativo del gerente general"*,

---

3. ASCE N° 1649, 24 de mayo de 1985.

4. ASCE N° 1942, 21 de junio de 1989.

5. ASCE N° 1765, 19 de noviembre de 1986.

designándose a Félix Guerrero como Jefe de esa unidad. Simultáneamente se eliminó el Departamento de Relaciones Públicas<sup>6</sup>.

También en 1986 se cambió nombre al Departamento de Informaciones Estadísticas y Publicaciones por Departamento de Publicaciones e Informaciones<sup>7</sup>.

En diciembre de 1985 se creó el Departamento de Normalización de Instituciones Financieras Leyes 18.412 y 18.430, dependiente de la Dirección Administrativa<sup>8</sup>. Posteriormente, en 1986, esa unidad se trasladó a la Dirección de Política Financiera.

A mediados de 1988 se creó el Departamento de Control de Operaciones Conversión Deuda Externa, respondiendo al alto número de esas operaciones que estaban siendo aprobadas.

Asimismo, se centralizó en la Sección Administración de Valores de la Tesorería General las funciones de custodia, impresión, emisión, canje, entrega, pago y rescate de documentos de valor emitidos por el Banco Central, teniendo en consideración que con anterioridad intervenían seis secciones en el tratamiento de los 26 tipos de documentos de valor que emitía el Banco.

Al regir la nueva LOC se reestructuró la Secretaría General, a contar del 9 de diciembre de 1989, pasando a nivel departamento con dotación de 21 personas<sup>9</sup>. Renunció Carmen Hermosilla como Secretario General, pues la nueva ley disponía que el cargo debía ser ejercido por un abogado y asumió interinamente el abogado jefe Víctor Vial.

En definitiva, a fines de 1989, el organigrama con que se inició el Banco bajo su nueva institucionalidad dirigido por el Consejo contaba con siete directores y diecinueve gerentes, incluyendo el de la oficina de Valparaíso.

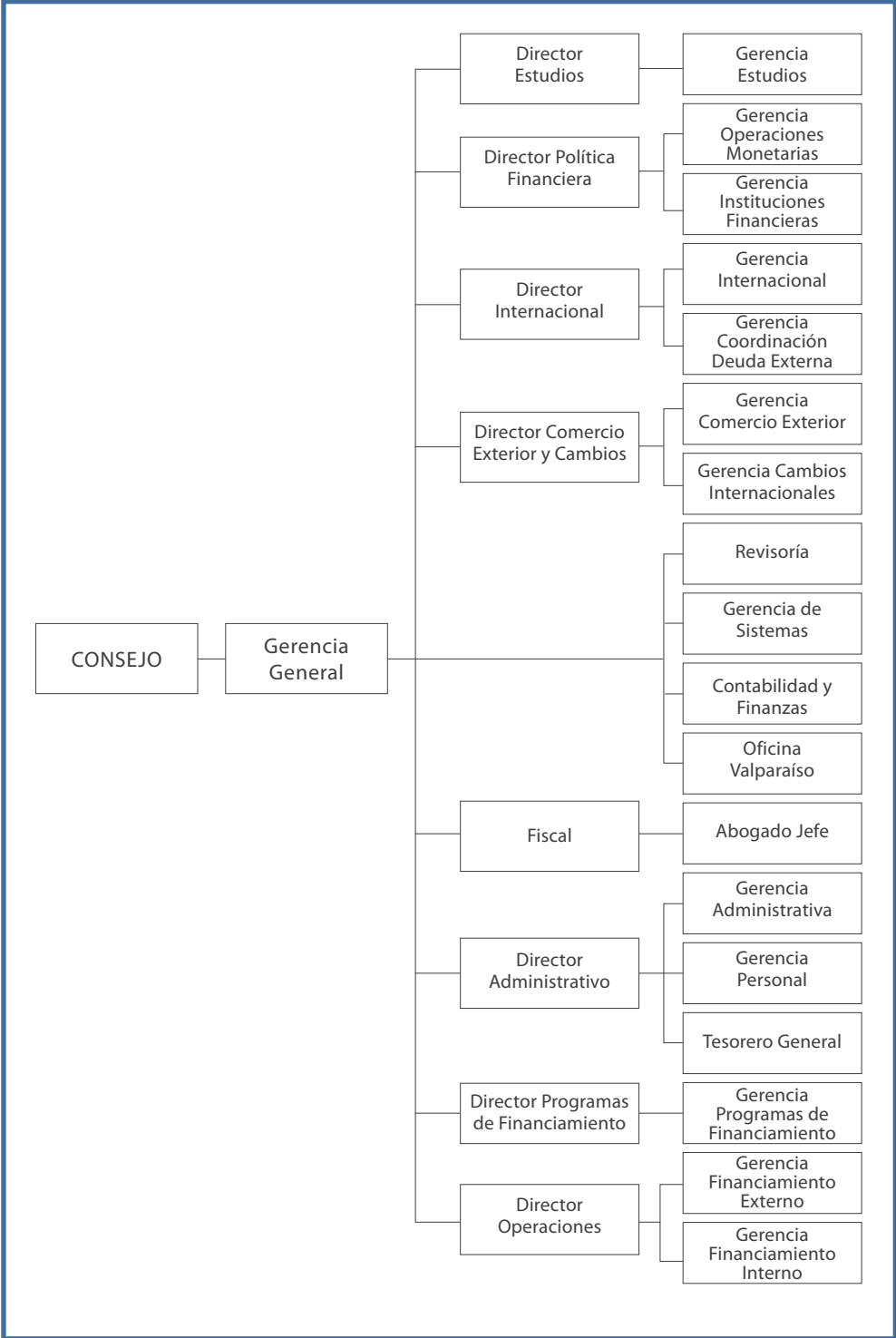
---

6. ASCE N° 1750, 27 de agosto de 1986.

7. ASCE N° 1765, 19 de noviembre de 1986.

8. ASCE N° 1693, 4 de diciembre de 1985.

9. ASCE N° 1975, 6 de diciembre de 1989.



La Secretaría Ejecutiva del Comité de Inversiones Extranjeras (CIE) continuó adscrita al Banco Central hasta fines de 1989. El Comité Ejecutivo se limitó a “tomar conocimiento” de los nombramientos que como Secretario Ejecutivo hacía el Presidente de la República. En el cargo se sucedieron Oscar Líbano, Luis Correa, Pedro Cabezón y Fernando Alvear. De acuerdo al artículo tercero transitorio de la nueva LOC, dicha Secretaría Ejecutiva pasó a estar adscrita al ministerio de Economía a partir del 1 de enero de 1990.

## Personal, remuneraciones y nuevos beneficios

El Comité Ejecutivo recibió continuas solicitudes de aumento de personal durante el quinquenio, justificadas en las funciones adicionales que debió asumir la institución en muy diversas áreas, tales como: Cuentas Nacionales, Programas de Financiamiento con Banco Mundial, Normalización Bancaria, Conversión de Deuda Externa, computación, y custodia de títulos de las AFP.

En definitiva, el período comenzó con un contingente total de 1.157 funcionarios<sup>10</sup> que fue aumentando en varias etapas y, finalmente, en marzo de 1988 se fijó una planta de 1.250 empleados. Además, en diversos períodos hubo personal temporal contratado para trabajar en proyectos específicos, como en el caso del Departamento de Cuentas Nacionales para un proyecto contratado con el Banco Mundial<sup>11</sup>.

En materia de remuneraciones, además de los reajustes periódicos —semestrales— para compensar la inflación, en junio de 1987 se estableció una “asignación de responsabilidad” sobre la remuneración única mensual, que ascendió desde 6% para los jefes de sección hasta 14% para los directores.

En 1988 y 1989 hubo significativos mejoramientos en las remuneraciones reales y los beneficios anexos.

En junio de 1988, junto con el reajuste voluntario de 11,5%, se acordó entregar cuatro veces al año vales canjeables por mercaderías, establecer un sistema de promoción automática por antigüedad cada dos años, crear una asignación de

---

10. ASCE N° 1629, 6 de febrero de 1985.

11. ASCE N° 1791, 15 de abril de 1987.

responsabilidad para determinados asistentes de servicios, crear una asignación de estímulo entre 10 y 20% según la antigüedad del trabajador, y aumentar las asignaciones de zona que podían llegar hasta 65% en Punta Arenas<sup>12</sup>.

En mayo de 1989 el Comité Ejecutivo acordó un conjunto de beneficios extraordinarios para diversas categorías de funcionarios, además de dos reajustes generales a partir de abril y octubre<sup>13</sup>.

Entre los nuevos beneficios cabe destacar: asignación de título de 10% de la remuneración única mensual de los ejecutivos categorías 1 a 5 con título de abogado, ingeniero o contador auditor; aumentar de 10 a 15% dicha asignación cuando se cumplan tres años de recibida; crear una asignación de título de 8% para los ingenieros de ejecución categorías 6 a 10; promoción al tramo inmediatamente superior a todo el personal encasillado entre los tramos J y N que tengan dos años o más de permanencia en dichos tramos, y eliminación del requisito de permanencia de tres años seguidos en un mismo tramo para tener derecho a promoción.

En noviembre de 1989, el Comité Ejecutivo acordó

*“[...] pagar al personal del Banco Central que se desempeñe en los cargos de categorías 2, 3, 4 y 5 la indemnización prevista en el inciso 2° del art 159 del Código del Trabajo, incluso en el evento que presenten su renuncia voluntaria a la institución. Esta indemnización será incompatible con cualquiera otra a que tuviere derecho el trabajador como consecuencia de la terminación de su contrato de trabajo”<sup>14</sup>.*

La indemnización por renuncia voluntaria tenía un tope de once meses de la última remuneración, sin que rigiera dicho tope para los trabajadores ingresados a la institución antes del 14 de agosto de 1981.

El gasto total en sueldos y salarios, de acuerdo a los balances anuales, se incrementó en 190% entre 1985 y 1989, en comparación a una inflación de aproximadamente 92% entre promedios anuales. En 1989 creció casi 30% en comparación a la inflación promedio de 17%.

---

12. ASCE N° 1871, 8 de junio de 1988.

13. ASCE N° 1934, 12 de mayo de 1989.

14. ASCE N° 1973, 29 de noviembre de 1989.

Los viáticos diarios para las comisiones de servicio al exterior de los miembros del Comité Ejecutivo y directores fluctuaban entre alrededor de 225 dólares para la mayoría de los países europeos y 125 dólares para los viajes a países latinoamericanos.

Entre otros beneficios a que podían optar los funcionarios activos estaba el plan colectivo de salud, con un costo mensual por funcionario que se elevó a UF4,8 en 1988. Entre septiembre de 1985 y octubre de 1987 fue administrado por la Isapre Cruz Blanca. Posteriormente lo administró Consalud y se prorrogó por dos años en julio de 1989.

También existía un plan de salud para los pensionados, subsidiado por el Banco, que a partir de enero de 1986 comenzó a ser administrado por una Isapre, en lugar de la Caja Bancaria de Pensiones<sup>15</sup>.

El beneficio de servicio de peluquería para funcionarias y funcionarios se prorrogó a comienzos de 1988. El Banco pagaba 50% y el funcionario el otro 50% por los servicios prestados en una oficina especialmente acondicionada. La peluquera Clemira Monares fue por muchos años la profesional encargada. El Comité Ejecutivo fijaba las tarifas, las que en enero de 1988 eran, entre otras, de \$302 para lavado y peinado damas, y \$226 para corte de varones<sup>16</sup>.

Por último, resulta interesante señalar que, en febrero de 1988, el Comité Ejecutivo acordó establecer como requisito de ingreso a la institución que el postulante acreditara fehacientemente que había cumplido con la recientemente promulgada ley de inscripción electoral, al igual que se exigía a los empleados públicos<sup>17</sup>.

## Avances en informática

La *Memoria* de 1985 destacó que

*“[...] en la actualidad existen dos configuraciones computacionales de gran tamaño dotadas de 143 terminales de video, 31 terminales*

---

15. ASCE N° 1701, 8 de enero de 1986.

16. ASCE N° 1840, 6 de enero de 1988.

17. ASCE N° 1848, 17 de febrero de 1988.

*impresores, 5 impresoras de alta velocidad y un sistema de comunicación de datos que permite la conexión con las principales sucursales a lo largo del país”.*

En octubre de ese año se compraron 10 microcomputadores marca Apple *“a fin de satisfacer las necesidades de las gerencias que solicitaron apoyo computacional”*<sup>18</sup>.

En mayo de 1986 se creó el Departamento de Auditoría Computacional, dependiente de Revisoría<sup>19</sup>.

Las necesidades computacionales fueron en continuo aumento, al igual que los respectivos presupuestos. En 1987 tuvieron especial relevancia los proyectos de Cuentas Nacionales y de Deuda Externa. En octubre se autorizó el proyecto Dendex que tuvo por objetivo el registro, seguimiento y proyección de la deuda externa chilena.

En agosto de 1988 se licitó el equipamiento computacional para remplazar el equipo B-6900 y sus sistemas<sup>20</sup> y en marzo de 1989 se autorizó a la gerencia de sistemas para arrendar equipos —microcomputadores— marca Apple o IBM modelo PS/2 y otros compatibles con dichas marcas, advirtiendo, en todo caso, que *“los arriendos de equipos IBM solo se realizarán cuando la funcionalidad requerida para la ocasión no sea factible en los equipos Mac-Intosh”*<sup>21</sup>. El costo mensual del arriendo de cada microcomputador era de aproximadamente 120 dólares, más costo de mantenimiento.

Faltando pocos meses para dar inicio a la nueva institucionalidad del Banco, el Director Administrativo destacó que *“las políticas de equipamiento computacional definidas para este Banco consisten en sistemas centrales marca Digital y Unisys y microcomputadores marca Apple e IBM”*, y se acordó hacer un estudio para regularizar el estado del *software* utilizado en los equipos Apple<sup>22</sup>.

Conviene señalar que hasta el año 1965 el balance del Banco incluyó un detalle de los gastos de administración, sana práctica que lamentablemente se discontinuó.

---

18. ASCE N° 1684, 23 de octubre de 1985.

19. ASCE N° 1728, 7 de mayo de 1986.

20. ASCE N° 1881, 3 de agosto de 1988.

21. ASCE N° 1922, 15 de marzo de 1989.

22. ASCE N° 1946, 5 de julio de 1989.

En 1985 los balances reanudaron la publicación de una partida denominada “Gastos de administración, intereses y varios”, de manera agregada. Entre 1985 y 1989 dichos egresos aumentaron 92%.

## Adquisición de edificios y otros activos – sucursales

A fines de 1985 se adquirió los pisos 7° y 8° del edificio de Huérfanos 1189, perteneciente a la Corporación Nacional del Cobre, para trasladar allí al Departamento de Cuentas Nacionales y luego al de Custodia de Títulos de las AFP.

En abril de 1989 el Comité Ejecutivo aprobó la adquisición de diez pisos y tres subterráneos (8706 metros cuadrados) en el edificio Bolívar, que se construiría en Bandera 140, contiguo al edificio matriz del Banco y susceptible de comunicarse internamente con este. El resto del edificio Bolívar sería comprado por el Banco Osorno y La Unión. Se consideró vender el edificio de Huérfanos 1175/1189 y concentrar toda la actividad del Banco Central en los edificios matriz y Bandera 140. Para ello se contrató una asesoría sobre arquitectura e ingeniería del edificio que se construiría en dicho terreno.

El presidente Manuel Concha manifestó que se había tratado de postergar esta decisión hasta la promulgación de la nueva LOC. Sin embargo,

*“Considerando el interés que tiene el Banco Osorno y La Unión en la compra del inmueble completo, y la oportunidad que significaba para el Banco Central el hecho de concentrar todas sus dependencias en su sede principal, se optó por aceptar la oferta de la inmobiliaria”<sup>23</sup>.*

Otro bien raíz que el Banco adquirió durante el período fue el balneario de Punta de Tralca, el cual había quedado bajo la administración de la Caja Bancaria de Pensiones y estaba experimentando un significativo deterioro<sup>24</sup>.

A mediados de 1987 se autorizó la compra de dos máquinas clasificadoras de billetes usados, a entregarse a fines de mayo de 1988. Hasta ese momento el proceso se hacía manualmente, mientras que con las máquinas se lograría la

---

23. ASCE N° 1929, 26 de abril de 1989.

24. ASCE N° 1852, 9 de marzo de 1988.



automatización de la cuenta, revisión, clasificación y destrucción de billetes no aptos<sup>25</sup>.

Durante ese período, el Banco también adquirió las pinacotecas del Banco Unido de Fomento en liquidación (17 obras), del Banco de Talca en liquidación (115 obras) y del Banco Hipotecario de Chile en liquidación (90 obras). Las dos primeras se recibieron como dación en pago y la del BHC se pagó en efectivo.

A mediados de 1987 se imprimió el libro "Pinacoteca del Banco Central de Chile" y se firmó un Convenio de Cooperación y Difusión Cultural con la Dirección de Bibliotecas, Archivos y Museos para la "entrega a título de comodato de un conjunto de cuadros de pintores nacionales de propiedad del Banco para ser exhibidos al público"<sup>26</sup>.

En 1985 se elevó a agencia la oficina de comercio exterior de Arica, pues había gran deterioro de la calidad del circulante en esa ciudad. Hasta el fin del período se mantuvieron las sucursales en Arica, Iquique, Antofagasta, Concepción, Puerto Montt y Punta Arenas.

En cuanto a las oficinas de representación en el exterior, Enrique Tassara se mantuvo en Nueva York hasta agosto de 1986 y fue remplazado por Roberto Toso, hasta febrero de 1989, cuando Ricardo Matte asumió como Representante Financiero en Nueva York.

En mayo de 1987 el Comité Ejecutivo creó el cargo de "Representante Financiero en Japón" y designó a Fernando Kreis, por dos años, quien se radicaría en las oficinas de la Embajada de Chile en Tokio. En mayo de 1989 lo remplazó José Luis Daza.

## Publicaciones y contrataciones de trabajos externos

Durante el último quinquenio se continuó con la divulgación de las diversas publicaciones tradicionales, con periodicidad anual: *Memoria, Deuda Externa de Chile, Síntesis Estadística de Chile, Síntesis Monetaria y Financiera (en promedios)*, y *Síntesis Monetaria y Financiera (en saldos)*.

---

25. ASCE N° 1811, 29 julio de 1987.

26. ASCE N° 1813, 12 de agosto de 1987.

Entre las publicaciones con periodicidad mensual se destacaban las siguientes: *Boletín Mensual*, *Economic and Financial Report*, *Indicadores de Comercio Exterior* y *Síntesis Monetaria y Financiera*.

También había publicaciones quincenales, como el *Informe Económico y Financiero* —iniciado en 1982— que elaboraba la Dirección de Estudios y contenía un análisis de aspectos puntuales de la coyuntura económica, además de las más recientes cifras de las principales variables económicas.

Se reinició la publicación de la Serie de Estudios Monetarios, en 1985, con el volumen IX “Historia cronológico-jurídica de las emisiones monetarias chilenas desde la Independencia”. Se agregó luego el volumen X, en 1988, —con las exposiciones presentadas en la “Conferencia de Inversiones en Chile” organizada por *Euromoney Publications PLC* y auspiciada por el Banco Central— y el volumen XI, en 1989, destinado a las presentaciones del Seminario “Experiencias sobre Autonomía de la Banca Central”.

También se reanudó la publicación de trabajos en la *Serie de Estudios Económicos*, con los números 24 y 25: “Costo real del crédito en 1984” y “Tipo de cambio y salarios reales: consideraciones sobre el caso chileno”, alcanzando el número 35 en 1989.

Por último, se editó una versión actualizada bilingüe del *Estatuto de la Inversión Extranjera* y todos los años se hizo un aporte a Corfo NY para financiar el *Chile Economic Report*.

Con el Instituto de Economía de la Universidad Católica se contrataron varios estudios durante el quinquenio.

En febrero de 1985 se le encargó un trabajo sobre “Experiencias internacionales en materia de fomento de ahorro interno” y, en abril de 1987, a raíz de las modificaciones a la Ley General de Bancos, se requirió la realización de otro que se denominó “Supervisión bancaria, anticipación de problemas y alternativas de acción” que debía consistir

*“[...] en un estudio que considere casos probables de dificultades financieras, examinando en cada uno de ellos cuales son las intervenciones apropiadas de la política económica a través de la Superintendencia y del Banco Central”.*

Al mismo Instituto de Economía se le encargó realizar y organizar el seminario “Análisis sobre estado actual y perspectivas del problema de la deuda externa latinoamericana”, a celebrarse el 14 y 15 de diciembre de 1987.

Otro trabajo importante fue el proyecto de mejoramiento y ampliación del Sistema de Cuentas Nacionales de Chile, con financiamiento del Banco Mundial<sup>27</sup>, con un costo total de US\$781.000.

Con el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) se contrató varios trabajos, entre otros la elaboración de una encuesta al sector Comercio Interior y Servicios.

Con la Universidad de Chile continuó el convenio para realizar las encuestas de ocupación y desocupación.

Hubo también sucesivas renovaciones del contrato de asesoría con *Geoffrey Bell & Co. Inc.*, la que “permite sondear los mercados internacionales y sus instituciones a través de la posición especial del señor Bell”<sup>28</sup>.

Por último, el Comité Ejecutivo contrató a *Langton Clarke y Cía.* para que emitiera una opinión sobre los estados financieros que el Banco Central debería practicar el día de la publicación de su nueva Ley Orgánica Constitucional (LOC)<sup>29</sup> y, en el mismo tema, se acordó encomendar, en forma conjunta, a los abogados Raúl Bertelsen y Guillermo Bruna la elaboración de un Informe en Derecho acerca de la constitucionalidad de la LOC y sus aspectos más relevantes<sup>30</sup>.

Finalmente, en abril de 1989, se firmó un convenio con la Universidad Católica para inscribir a diez alumnos en el nuevo Programa de Macroeconomía Aplicada —con el apoyo del BID— para que estos adquirieran “*un mayor entrenamiento en el análisis y desarrollo de modelos de macroeconomía aplicada*”, en lugar de mandarlos al FMI o al Banco Mundial.

---

27. ASCE N° 1738, 18 de junio de 1986.

28. ASCE N° 1842, 13 de enero de 1988.

29. ASCE N° 1923, 23 de marzo de 1989.

30. ASCE N° 1974, 01 de diciembre de 1989.



Archivo del Banco Central de Chile.

Funcionarias de Tesorería del Banco Central de Chile, Laura Herrera y Pamela Rivera.

## RECUADRO VIII-2

### Una mirada a los balances anuales

La estructura y evolución a través del tiempo de los balances o estados financieros anuales de un Banco Central —sin duda de naturaleza muy diferente a los de otras empresas o instituciones— interesan, entre otros propósitos, para observar los resultados contables de la implementación de las políticas del instituto emisor, principalmente en los campos monetario y cambiario.

En este sentido, se puede considerar un complemento —a veces muy útil— de los análisis económicos que requieren de información cuantitativa y cualitativa de otra naturaleza.

Como señalan los autores Filippi, Román y Villena, en particular, el balance de un banco central *“difiere del de los bancos comerciales, debido a que sus funciones y objetivos son distintos. No se busca maximizar las utilidades, sino que lograr cumplir con la misión de bien público que se le ha asignado”*<sup>1</sup>.

El presente recuadro destaca la evolución de las principales partidas de los balances del Banco durante veinticinco años y comenta brevemente la forma en que dichas cifras contables se relacionan y reflejan algunas de las decisiones económicas y/o los acontecimientos externos al Banco en el transcurso de este cuarto de siglo<sup>2</sup>.

Aunque hasta 1974 el Banco realizó balances semestrales, en este recuadro solo se consideran los correspondientes a diciembre de cada año. Las disposiciones del Decreto Ley 1078, que promulgó la nueva Ley Orgánica Constitucional, estableció que el Banco *“efectuará balances anualmente”*, de manera que a partir de 1975 eso fue lo que ocurrió.

Para facilitar la lectura de este recuadro se considerarán cuatro secciones en las cuales se mostrarán las cifras de las grandes y más significativas partidas de los balances, vale decir: activos sobre exterior o de reserva y activos internos (por

---

1. Filippi, Pablo, José Román y José Miguel Villena (2017). “Balance del Banco Central de Chile, 1926 a 2015”, en *Estudios Económicos Estadísticos* N°124, Banco Central de Chile, p.1.

2. Este recuadro está basado en cifras y notas a los balances que aparecen en las *Memorias Anuales del Banco Central de Chile* y en Filippi, Pablo, José Román y José Miguel Villena (2017). *Op. cit.*

el lado de los activos) y pasivos internos y pasivos sobre el exterior o de reserva y externos de mediano plazo (por el lado de los pasivos). En cada caso, se hará mención a algunas subpartidas que adquirieron especial relevancia en ciertas etapas.

Como criterio metodológico, en cada sección se muestra cuadros de la evolución de las respectivas partidas durante algunos años seleccionados.

Cabe considerar que a lo largo de estos años hubo diversas modificaciones en la presentación de los balances y también en ciertos criterios en las clasificaciones de algunas partidas, lo que dificulta las comparaciones. Cuando sea necesario se hará referencia a esas discontinuidades.

Una primera discontinuidad coincide con la fase en que los balances se presentaron separadamente en moneda corriente y moneda extranjera hasta 1980, y luego con una presentación única en moneda corriente.

Por último, considerando las muy altas tasas de inflación del período, se ha optado por presentar la mayoría de las cifras como porcentajes de otros agregados, y en determinadas situaciones, como proporción del Producto Geográfico Bruto.

En cifras gruesas, antes de 1970 los activos totales representaron, en promedio, algo más de 10% del PGB. En 1970-1973 el porcentaje aumentó a más de 57% como consecuencia de los préstamos al sector público. Luego, entre 1982 y 1989 los activos totales se incrementaron sobre 120% del PGB, básicamente como consecuencia del rescate al sistema bancario tras la crisis de 1982<sup>3</sup>.

## Activos sobre el exterior o de reserva

En los balances no se consignó una partida con la denominación de reservas internacionales “netas”, concepto muy utilizado en los diversos análisis económicos. En cambio, sus componentes se mostraron desglosados en los activos de reserva y en los pasivos de reserva o de corto plazo.

La definición de los activos de reserva experimentó varias modificaciones a lo largo de este período, aunque en lo fundamental mostraron adecuadamente

---

3. Filippi, Pablo, José Román y José Miguel Villena (2017). *Op. cit.*, p.5.

el concepto de aquellos activos internacionales “operacionales” destinados a respaldar las transacciones con el exterior.

En el cuadro siguiente se muestran los componentes de los activos internacionales de reserva según los balances.

## COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS INTERNACIONALES DE RESERVA

(US\$ millones, a diciembre de cada año)

	1964	1970	1973	1976	1981	1982	1984	1987	1989
<b>Activos de reserva</b>	110,0	431,9	301,7	612,9	4.137,6	3.650,2	4.265,0	4.203,6	5.279,9
Oro	43,2	46,9	58,1	56,4	660,3	656,0	540,1	518,7	592,0
Monedas extranjeras	45,5	310,7	134,0	343,1	2.749,0	2.222,7	2.601,1	1.237,5	1.398,1
Valores en m/e	...	9,9	1,0	8,1	372,1	139,6	449,8	1.464,2	2.204,4
Convenios crédito recíproco <sup>(1)</sup>	...	6,8	65,0	149,4	257,7	241,4	207,9	324,7	481,6
DEG	...	21,8	0,4	55,9	19,1	19,5	11,5	40,0	24,3
Otros <sup>(2)</sup>	21,3	35,8	43,2	s.i.	79,4	371,0	454,6	618,5	579,5
Tipo de cambio balance (E°/US\$)	2,7	12,21	340						
Tipo de cambio balance (\$/US\$)				17,42	39,00	73,57	127,80	234,05	282,89
<b>Activos de reserva / Importaciones</b>	18	45	21	37	64	100	130	105	80

(1) Saldos acreedores; (2) Incluye aporte en oro y divisas al FMI. s.i.: sin información.

Fuente: Balances anuales del Banco Central de Chile e Indicadores económicos y sociales 1960-2000.

Los activos internacionales de reserva se mostraron desglosados, fundamentalmente, en oro, divisas, saldos acreedores en los convenios de crédito recíproco con los países latinoamericanos, Derechos Especiales de Giro, y la cuota de suscripción en el FMI.

El oro, mantenido en diversas formas —caja, oro sellado, oro en barras nacionales y extranjeras, custodia en bancos o instituciones extranjeras— permaneció relativamente estable en términos físicos con una cantidad equivalente a aproximadamente 1,5 millones de onzas *troy*. Los balances hacían referencia a la cantidad de pesos oro de seis peniques, donde cada peso oro equivalía a 0,183057 gramos de oro fino.

Sin embargo, en enero de 1979 se produjo una discontinuidad significativa en su valoración, pues el balance lo registró a un valor internacional calculado como *“el promedio simple de las cotizaciones del ‘gold fixing’ de la mañana de Londres, para todos los días hábiles del trimestre anterior, deducido en un 10%”*. Lo anterior, en lugar del valor tradicional de 38 dólares previo a marzo de 1973 y 42 dólares la onza troy entre marzo de 1973 y diciembre de 1978. Como el precio internacional del metal experimentó una espectacular alza a fines de la década de los setenta la valoración del oro en los activos de reserva también se multiplicó hasta por diez veces.

El renglón denominado “monedas extranjeras”, donde lo fundamental estaba clasificado en depósitos a la vista o a plazo en bancos del exterior, hasta el comienzo de los años ochenta, tuvo muy importantes fluctuaciones según los resultados de la balanza de pagos. Destacó el alza en el primer sexenio seguida de una caída significativa en los 1.000 días de Allende. En la segunda mitad de la década del setenta hubo otro aumento espectacular de los activos de reserva llegando a representar 12% del PGB, como consecuencia fundamentalmente de la entrada de capitales durante el período de tipo de cambio fijo, cifra inédita en el país.

La crisis posterior durante el gobierno militar quedó reflejada en una nueva caída, junto a la relativamente rápida recuperación del último quinquenio.

En 1970 aparecen por primera vez algunas inversiones en valores en moneda extranjera, aunque por montos muy limitados. Luego adquieren más importancia y son registrados en los balances como bonos, certificados de depósito y otros.

Asimismo, los saldos acreedores en los convenios de crédito recíproco comienzan a adquirir importancia en los activos internacionales, dando cuenta de una utilización bastante generalizada de estos mecanismos de pago en el comercio con América Latina.

Los derechos especiales de giro —nueva liquidez internacional creada en 1969— mostraron un saldo bastante variable pues su uso también estuvo sujeto a las fluctuaciones de la balanza de pagos.

Finalmente, los balances —a partir de 1982— incorporaron a los activos de reserva la totalidad de la cuota del país en el FMI, tanto en moneda extranjera como en moneda nacional. Cabe recordar que solo parte de esa cuota constituía liquidez incondicional, pues los tramos superiores requerían convenios con cláusulas de condicionalidad para poder efectuar los giros.



## Activos nacionales o crédito interno

En el ítem “colocaciones” o “crédito interno”, los balances fueron reflejando las políticas de la institución respecto a sus operaciones locales, tanto en moneda corriente como extranjera.

A continuación se presenta un cuadro simplificado de la estructura de colocaciones, tanto en moneda extranjera como en moneda corriente, por separado, para el subperíodo 1964-1980, según las presentaciones hasta 1980.

### COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS NACIONALES O CRÉDITO INTERNO

	1964		1970		1973		1976		1980	
	m/c	m/e	m/c	m/e	m/c	m/e	m/c	m/e	m/c	m/e
<b>Colocaciones (crédito interno)</b>	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Sistema bancario	2,8	1,6	30,4	0,0	2,2	0,0	13,3	1,4	16,5	9,4
Fisco	35,4	89,1	37,3	88,4	47,8	90,6	22,6	97,3	0,4	86,6
Instituciones públicas	27,5	3,4	23,8	6,7	49,2	8,7	62,5	0,7	83,1	2,1
Sinap	...		(12,8)		s.i.		(57,9)		s.i.	
Sector privado	34,2	5,8	8,5	4,9	0,8	0,6	1,0	0,6	0,0	1,9

Fuente: Balances anuales del Banco Central de Chile.

Durante el sexenio 1964-1970 destacó la caída del financiamiento directo por parte del Banco al sector privado no financiero, explicado esto último principalmente por la desaparición de las operaciones de préstamos *warrant*.

A fines de 1973, el crédito interno tanto en moneda extranjera como en moneda corriente estaba concentrado prácticamente en su totalidad en el fisco y las instituciones públicas, reflejando el balance del Banco el intenso proceso de estatización del período allendista, simultáneamente con la inédita magnitud del desequilibrio fiscal.

Es interesante notar que, en términos generales, las operaciones en moneda extranjera fueron particularmente relevantes en la estructura del crédito interno, debido a la preponderancia de las operaciones con el fisco durante gran parte de los años de este subperíodo.

Al terminar 1976, el fisco debía algo más de dos mil millones de dólares al Banco Central, en moneda extranjera, cifra que correspondía en gran parte a la consolidación de deudas que autorizó el Decreto Ley 233, del 2 de enero de 1974, que en su artículo 26 determinó que

*“El ministro de Hacienda podrá asumir y consolidar, en representación del Fisco, las deudas con sus intereses respectivos, que éste y los Servicios, Instituciones y Empresas del Sector Público, centralizado y descentralizado, incluidas las Municipalidades [...] tengan pendientes al 31 de diciembre de 1973 con el Banco Central, el Banco del Estado y los bancos comerciales”.*

Ello explicó la disminución de la deuda de las instituciones públicas y su remplazo por el fisco como deudor directo.

En cuanto al crédito en moneda corriente, destaca de manera relevante en los años iniciales del período el fuerte aumento del *stock* de crédito al Sinap.

A partir de 1981 se modificó la presentación del balance del Banco, con el objetivo de *“facilitar el análisis económico de las operaciones del Banco Central, al identificar claramente si ellas son realizadas con agentes internos o del exterior”*<sup>4</sup>. Con la nueva presentación, sin embargo, se dejó de publicar gran parte de la información desglosada entre operaciones en moneda corriente y extranjera.

---

4. Nota 2 al Balance de 1981.

## COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS NACIONALES O CRÉDITO INTERNO

	1981	1982	1984	1987	1989
<b>Crédito interno</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Créditos al fisco	31,9	14,8	12,9	11,6	1,8
Créditos a empresas estatales	9,1	5,9	2,4	6,3	4,0
Créditos al Banco del Estado	16,6	3,7	8,4	7,6	4,3
Créditos a bancos comerciales	7,5	33,8	59,5	62,1	16,7
Créditos a otras instituciones	35,0	41,7	16,8	12,5	3,0
Transferencias fiscales	...	...	...	...	47,3
Crédito por obligación subordinada (Ley 18.401)	...	...	...	...	23,0
% del PGB	12,3	23,7	65,0	56,6	56,7
<b>Otras cuentas del activo</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Activo fijo físico	36,1	1,4	0,4	0,3	1,4
Créditos vencidos	44,0	1,2	1,9	0,3	...
Compra dólares con pacto de retroventa	...	53,2	46,3	20,1	94,8
Cartera adquirida a instituciones financieras con letras	...	36,9	15,6	12,6	...
Pagarés Tesorería General de la República	...	...	32,0	66,0	...
% del PGB	0,3	9,3	35,9	47,7	8,3

Fuente: Balances anuales del Banco Central de Chile.

En el período 1981 a 1989, el crédito interno experimentó cambios de mucha intensidad en su estructura, reflejando especialmente las profundas crisis y recuperaciones ocurridas durante el mencionado lapso.

El balance de 1989, año final del "antiguo" Banco Central, registró por primera vez dos partidas fundamentales en la agrupación "crédito interno": la cuenta "Transferencias fiscales" y la "Obligación subordinada".

Las transferencias fiscales representaron ese año más de 47% del crédito interno a diciembre de 1989, deuda fiscal que era equivalente a 6.970 millones de dólares, o casi 27% del PGB.

Dicha deuda se fue conformando por primera vez en 1984, cuando aparece la cuenta Pagarés de la Tesorería General de la República con un saldo significativo, fruto de la transferencia fiscal de 100.000 millones de pesos efectuada en diciembre de 1983 —por Ley 18.267 de diciembre de 1983—, y el equivalente de 53 millones de unidades de fomento (UF) en diciembre de 1984 – por Ley 18.358 de noviembre de 1984.

Cabe recordar que esta última legislación estableció que el fisco debía transferir al Banco Central la cantidad de hasta UF192 millones. En 1984 el fisco transfirió —mediante la entrega de pagarés de la Tesorería General de la República— UF53 millones, contabilizados en “otras cuentas del activo”.

En los años siguientes, de acuerdo al texto actualizado de la mencionada ley, el Fisco transfirió pagarés de la Tesorería por UF196 millones a 29 años en 1985, UF41 millones a 28 años plazo en 1986 y UF6 millones a 27 años en 1987.

En 1988 se sustituyeron los pagarés expresados en UF por pagarés expresados y pagaderos en dólares (artículo 75 de la Ley 18.768 y Decreto Supremo 1257 del Ministerio de Hacienda, *Diario Oficial* 29 de diciembre de 1988) con devengo semestral de intereses de acuerdo a la *Libor* de 180 días. El saldo de estos pagarés de la Tesorería alcanzó a algo más de 6.500 millones de dólares a fines de 1988.

En la presentación del balance de 1989 se optó por trasladar la cuenta “Transferencias fiscales” —Pagarés de la Tesorería General de la República— desde “Otras cuentas del activo” al agregado Crédito Interno, con lo cual casi la mitad de este último pasó a estar compuesto por las mencionadas transferencias originadas en la crisis bancaria.

Adicionalmente, en 1989 aparece la cuenta “Crédito por obligación subordinada (Ley 18.401)”, también consecuencia de la crisis, con un saldo equivalente a 3.383 millones de dólares. Ambos saldos equivalían ese año a 50% del PGB de 1989.

Además de los ítems ya comentados, en el crédito interno otorgado a las empresas estatales, Banco del Estado, bancos comerciales y otras instituciones destacan los saldos por líneas de crédito por reprogramación de deudas y los créditos a la Asociación Nacional de Ahorro y Préstamo (Anap). Esta última, hay que decirlo, efectuó ese año un sustancial pago extraordinario de su deuda vigente con el Banco.

## **Pasivos con el exterior: de reserva y de mediano plazo**

Las obligaciones del Banco con el exterior, en moneda extranjera, no constituyeron un ítem particularmente significativo durante el sexenio 1964-1970 y, por el contrario, en el transcurso de ese período hubo, en términos globales, una disminución importante.

En el período 1970-1973 el endeudamiento directo del Banco con el exterior creció sustancialmente, tanto por efecto de la renegociación de la deuda externa cuyos vencimientos fueron asumidos por el Banco, como por la contratación de créditos con diversos gobiernos y bancos extranjeros destinados a financiar el comercio exterior chileno. El balance de 1973 reflejó con claridad esa situación.

A contar del balance de 1981 se introdujo una nueva clasificación de los pasivos con el exterior, dividiéndolos en “pasivos de reserva” y “otros pasivos con el exterior”. Estos últimos mostraron fundamentalmente los préstamos y otras obligaciones a mediano y largo plazo.

A continuación se presentan dos cuadros —subperíodos 1964-1980 y 1981-1989— con cierto detalle de los pasivos con el exterior.

## OBLIGACIONES EN MONEDA EXTRANJERA CON EL EXTERIOR (1964-1980)

(US\$ millones)

	1964	1970	1973	1976	1980
Total	152,2	61,3	608,9	672,3	944,8
Eximbank	38,2	6,3	3,4		
Bancos privados EE.UU.	26,5			125,0	
Kreditanstalt	48,2	13,4	15,8	7,9	
Créditos recíprocos	4,2	0,4	85,7	103,8	239,4
Otros préstamos externos	35,0	41,2	504,1	435,6	
(Inst. español moneda extranjera)		(2,4)	(4,5)		
(Banque de France)		(1,7)	(1,0)	(1,4)	
(Consorcio bancos suizos)		(5,6)	(4,3)	(0,5)	
(Bancos italianos)		(11,6)	(10,2)	(0,2)	
(Sercobe- España)		(6,4)	(20,5)	(10,4)	
(Renegociación deuda externa)			(186,8)	(98,4)	
(AID)		(11,0)	(10,7)	(9,8)	
(Credit National, Paris)		(1,7)	(3,1)	(1,4)	
(Consorcio bancos belgas)		(1,0)	(3,0)	(1,3)	
(Depósitos plazo bancos exterior)			(87,5)	(47,5)	
(Acuerdo Santo Domingo)			(8,1)		
(Crédito con garantía ventas cobre)			(10,9)		
(Consorcio bancos soviéticos)			(50,0)	(50,0)	
(Letras descontadas en dólares)			(42,5)		
(crédito China)			(6,6)		
(crédito Bulgaria)			(8,0)	(3,3)	
(crédito RDA)			(7,9)	(8,5)	
(crédito Argentina)			(26,6)	(88,0)	
(crédito Brasil)				(54,9)	
(Banco do Brasil)			(1,1)	(44,4)	
(crédito Canadá)				(7,1)	
(otros créditos)			(57,3)	(8,5)	

Fuente: Balances anuales Banco Central de Chile.

## OBLIGACIONES EN MONEDA EXTRANJERA CON EL EXTERIOR (1981-1989)

(US\$ millones)

	1981	1982	1984	1987	1989
<b>Pasivos de Reserva</b>	358	414	1.426	2.334	2.331
(Créditos FMI)		(1)	(780)	(1.452)	(1.267)
(Créditos recíprocos)	(309)	(128)	(214)	(263)	(487)
(Depósitos del FMI)	(49)	(280)	(432)	(620)	(578)
<b>Pasivos con el exterior</b>	1.087	1.089	4.063	5.402	3.222
(Préstamos y otras obligaciones de mediano y largo plazo)	(527)	(832)	(3.706)	(4.912)	(2.563)
(Cuentas con otros organismos internacionales)	(510)	(221)	(239)	(290)	(300)
(Intereses por pagar)			(118)	(204)	(323)
(Otros valores)	(50)	(36)			(37)
Asignaciones DEG	141	135	120	169	160

Fuente: Balances anuales Banco Central de Chile.

En el período 1981-1989, los balances anuales registran un fuerte aumento de la deuda del Banco Central, tanto de corto como de mediano plazo. En el primer caso, clasificado como pasivo de reserva, destaca el endeudamiento con el FMI.

Los pasivos con el exterior de mediano y largo plazo prácticamente se sextuplican entre fines de 1982 y fines de 1987. En efecto, el Banco aumentó su endeudamiento tanto por las operaciones de dinero nuevo complementarias a las renegociaciones de la deuda externa, como por asumir las obligaciones que el sector privado financiero debía cancelar a sus acreedores externos y quedaron postergadas en los contratos de renegociación.

La baja que se aprecia en 1989 se originó tanto en las operaciones de rescate de deuda directamente por el Banco como en las operaciones de conversión que hacían los privados con pagarés del Banco.

En 1989, alrededor de 60% del saldo de la cuenta "Préstamos y otras obligaciones" correspondió a créditos de dinero nuevo y casi 30% a reestructuraciones.

## Pasivos internos

Las cuentas principales de los pasivos internos durante el subperíodo 1964-1980, presentadas separadamente en moneda corriente y moneda extranjera, y el subperíodo 1981-1990 mostraron la siguiente estructura.

### COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS INTERNOS (1964-1980)

	1964		1970		1973		1976		1980	
	m/c	m/e	m/c	m/e	m/c	m/e	m/c	m/e	m/c	m/e
Pasivos internos	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Billetes y monedas emitidos	43,4	----	44,0	...	27,6	...	21,1	...	16,0	...
Depósitos en cuenta corriente	27,7	32,6	22,8	47,3	38,9	26,9	28,7	60,1	14,3	71,5
Otras obligaciones	6,8	46,9	5,4	45,5	10,3	71,3	10,5	35,5	14,0	...
Depósitos de instituciones internacionales	20,2	...	16,0	...	14,0	...	13,0	...	7,8	28,5
Capital y reservas	1,9	6,5	11,7	7,1	9,2	1,8	26,8	4,4	40,3	...

Fuente: Balances anuales Banco Central de Chile.

### COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS INTERNOS (1981-1989)

	1981	1982	1984	1987	1989
<b>Pasivos internos</b>	100	100	100	100	100
Emisión	56,2	28,1	8,8	6,1	7,9
Billetes y Monedas	(40,8)	(25,0)	(7,9)	(5,7)	(7,5)
Depósitos de Instituciones Financieras <sup>(*)</sup>	(15,4)	(3,1)	(0,9)	(0,4)	(0,4)
Otros depósitos y obligaciones	23,3	56,6	37,7	32,2	28,7
Depósitos y obligaciones con el fisco	(11,5)	(9,3)	(2,7)	(6,7)	(6,7)
Otros	(11,8)	(47,3)	(35,0)	(25,5)	(22,0)
Documentos emitidos por el Banco	20,3	9,1	52,2	58,5	63,4
Otros pasivos internos	0	1,2	1,4	3,3	...
<b>Pasivos internos (miles de millones de pesos)</b>	148,9	222,2	1.005,1	2.831,5	3.544,6
% PGB	11,5	18,5	52,8	62,4	48,2

(\*) En 1981 incluye cuentas con el FMI.

Fuente: Balances anuales Banco Central de Chile.



La principal característica de la evolución de los pasivos internos fue la fuerte caída en la emisión como principal componente de los pasivos de un banco central. Se puede observar que la emisión pasó de representar casi 70% del total de pasivos en 1964 a poco menos de 8% en 1989.

Lo anterior fue concordante con el elevado incremento en el ítem “documentos emitidos por el Banco Central”, a partir de 1982, el cual pasó de representar 20% del total a algo más de 63% entre 1981 y 1989. Esta situación se analizó en el texto y fue la consecuencia del financiamiento por parte del Banco Central de la crisis financiera de los años 1980.

## Cuentas de resultados: algunos comentarios puntuales

De acuerdo a la ley orgánica que rigió al Banco hasta 1975, su capital estaba formado por un número variable de acciones de valor nominal de E<sup>1</sup>, el cual se modificaba cada año de acuerdo con las nuevas acciones que debían adquirir las empresas bancarias cada vez que registraban aumentos en su capital pagado. El artículo 8° de la ley establecía que los bancos comerciales debían mantener 10% de su capital pagado en acciones del Banco Central.

De esta manera, la distribución de las acciones del Banco se puede apreciar en el siguiente cuadro para algunos años del período.

	Clase A Fisco	Clase B Bancos nacionales	Clase C Bancos extranjeros	Clase D Público	TOTAL
1964	20.000	2.097.985	165.882	3.962	2.287.829
1970	20.000	6.255.855	417.598	3.962	6.697.415
1973	20.000	12.218.996	129.717	3.962	12.372.675
1974	20.000	12.218.996	129.717	3.962	12.372.675

Fuente: *Memorias Anuales* del Banco Central de Chile.

Hasta la modificación de la Ley Orgánica, en 1975, los balances registraron “utilidades”. A manera de ilustración, se puede observar el detalle de la distribución de las utilidades de los años 1972 y 1973, en el cuadro siguiente.

## UTILIDADES DEL BANCO CENTRAL (EN E°)

Detalle	1972		1973	
	Primer semestre	Segundo semestre	Primer semestre	Segundo semestre
Fondo especial de beneficios para empleados	10.527.212,10	18.178.784,31	28.024.474,00	40.630.671,00
Accionistas: dividendo de E°0,26 por acción	2.464.954,91	2.637.179,79	2.687.391,02	2.751.081,32
Fisco: dividendo de E°0,26 por acción sobre 20000 acciones	5.200.000	5.200.000	5.200.000	5.200.000
Regalía fiscal	268.552.589,70	122.389.665,93	141.108.302,88	6.620.856.526,85
<b>TOTALES</b>	<b>281.549.956,71</b>	<b>143.210.830,03</b>	<b>171.825.367,90</b>	<b>6.664.243.479,17</b>

Fuente: *Memoria Anual* de Banco Central de Chile 1973, p. 78.

Un tema que se planteó con frecuencia en la elaboración de los balances fue el de las "revalorizaciones del fondo de reserva de oro" y sus consecuencias.

Ya en diciembre de 1964, el gerente general informó al directorio que

*"De conformidad con lo dispuesto en el artículo 47 de la Ley Orgánica del Banco, la moneda corriente que produce la revalorización de la reserva de oro de la institución, debe destinarse, según lo disponga el directorio, a incrementar el Fondo de Eventualidades o al pago de obligaciones fiscales en favor del Banco".*

Agregó el gerente que *"después de conversar con el ministro de Hacienda, la mesa propone que este total se destine al pago de intereses que adeuda el fisco por diversos créditos que el Banco le ha otorgado"*<sup>5</sup>.

---

5. ASD N° 2004, 16 de diciembre de 1964.

Once años más tarde, se planteó otra vez, al igual que en todos los años intermedios, que *"con el producto de esta revalorización se propone cancelar compromisos que el fisco mantiene con este Banco Central"*.

Al respecto, el presidente Baraona señaló, en julio de 1975, que *"estas revalorizaciones no tienen ningún sentido contable, por lo que se sugiere estudiar las normas de contabilidad aplicables al Banco Central"*.

En esa oportunidad se creó una comisión para que estudiase *"la revalorización de la reserva de oro, el concepto que encierra y los efectos sobre la contabilidad del Banco"*<sup>6</sup>.

## Aumentos de capital

En septiembre de 1975, el secretario general del Banco solicitó la conformidad del Comité Ejecutivo para *"aumentar, a contar del 5 de septiembre de 1975, con cargo al Fondo de Eventualidades, el capital inicial del Banco Central de Chile, según lo determinaba el Decreto Ley 1078"*.

Para ello fue necesario girar *"el importe de E°49.987.627.325 del Fondo de Eventualidades para que en conjunto con la cuenta de capital vigente se constituya el capital inicial del Banco Central de E°50.000.000.000 establecido en el mencionado Decreto Ley"*.

Con la nueva legislación, a partir de 1975, las utilidades o excedentes del Banco se destinaron *"en forma proporcional a incrementar las reservas del Banco y a beneficio fiscal, el que se destina a amortizar deudas vigentes con el Banco Central. Esta proporción la determina el Comité Ejecutivo del Banco"*.

---

6. ASCE N° 118, 2 de febrero de 1975.



CAPÍTULO

IX

UNA EVALUACIÓN DE 25 AÑOS  
DE EXPERIENCIAS LÍMITE Y CONTRAPUESTAS:  
ACIERTOS, ERRORES Y LECCIONES







Este libro ha abordado la historia del Banco Central de Chile durante los últimos veinticinco años de su antigua institucionalidad, aquella que nació en 1925 con la Misión Kemmerer y terminó en diciembre de 1989 con la aplicación plena de la ley de autonomía promulgada como Ley Orgánica Constitucional, a fines del largo gobierno dictatorial de las Fuerzas Armadas.

En términos generales, sin descartar algunas inevitables excepciones, el enfoque ha sido descriptivo y lo más objetivo posible, sin emitir juicios valorativos del autor sobre las políticas y actuaciones del Banco. Se priorizó, en este sentido, explicitar las opiniones de los actores y/o de sus principales críticos contemporáneos.

En este último capítulo se intentará destacar aquellos aspectos que al autor le han parecido de mayor relevancia en la historia institucional de este período. Un propósito de este análisis evaluativo o interpretativo es realzar las experiencias que puedan aportar elementos de juicio para abordar eventuales situaciones similares, que, pese a los tan profundos cambios institucionales, nunca deben descartarse del todo.

Si algo caracterizó este cuarto de siglo, tanto en el Banco como en la economía del país, fue la casi nula o definitivamente nula soberanía del Banco respecto de las políticas y/o instrucciones del gobierno de turno, representado casi siempre por el Ministerio de Hacienda.

Lo anterior fue más notorio si se toma en cuenta el abundante conjunto de situaciones discontinuas y extremas que vivió el país en un período relativamente breve.

Los enormes contrastes ideológicos entre las autoridades que gobernaron durante la mayor parte de esos años se manifestaron nítidamente en las decisiones del Banco, reflejando de paso la falta de independencia institucional respecto de la contingencia política. Al compararlo con la historia de los primeros cuarenta años, a pesar de que también hubo cambios ideológicos, hay una divergencia cualitativa y cuantitativa que no tiene parangón.

## Temas a comentar

En una primera sección se comentará el tema de la independencia —o falta de independencia— del Banco Central, bajo diferentes perspectivas, durante el último cuarto de siglo previo a la Ley Orgánica Constitucional que le concedió plena autonomía legal y constitucional.

Es bastante obvio que en el futuro se distinguirá la historia del Banco “sin autonomía” con la que comienza a fines de 1989, “con autonomía”. Sin embargo, en la primera también hubo matices interesantes que destacar en relación con ciertas características institucionales que hicieron del Banco un ente respetado por sobre las contingencias políticas.

En este sentido, parece útil tratar de ahondar en el concepto de autonomía y, más precisamente, en qué se entendió por pérdida de autonomía en las circunstancias específicas del Banco Central de Chile durante esa particular etapa.

En una segunda sección —la de mayor extensión— se proporciona una visión retrospectiva de cuatro eventos del período, con un doble propósito: primero, proveer una muy concisa recapitulación de las políticas y acontecimientos más destacados y, segundo, ilustrar con situaciones concretas de esa historia institucional el grado de sometimiento político que tuvo el Banco durante gran parte de esos años, y advertir algunas de las consecuencias de ello.

La tercera y última sección —el cierre del libro— está destinada a resaltar explícitamente y de manera breve algunas de las más importantes lecciones que se pueden derivar de esta historia institucional, tanto desde el punto estrictamente técnico como desde una perspectiva más amplia de economía política.

Hubo lecciones positivas y también negativas. Estas últimas, a veces convertidas en gruesos errores tuvieron como común denominador la subordinación del Banco a los gobiernos de turno. Ello justificó plenamente, en definitiva, la crucial iniciativa de otorgar plena autonomía al instituto emisor.

## 1. REFLEXIONES SOBRE LA FALTA DE INDEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL EN EL PERÍODO 1964-1989

Para algunos podría parecer fuera de lugar tratar la cuestión de la independencia del Banco en un período en que, a primera vista —durante su mayor parte— el instituto emisor fue una repartición más del gobierno de turno.



Sin embargo, también en esta materia existieron aristas significativas para la historia institucional y no cabe ignorar el tema considerando que en los años finales de ese período se preparó la ley que terminó modificando tan trascendentalmente la naturaleza del Banco.

## ¿Qué esperar de un Banco Central “independiente”?

La estructura del primer directorio del Banco, en 1925, reflejó la forma en que Kemmerer pensó se podía implementar su idea de independencia institucional: el Banco Central debía ser dirigido por un ente donde existiera “equilibrio” entre los diversos sectores de la sociedad, llámense gobierno, sistema bancario, gremios empresariales, trabajadores y público accionista.

No obstante que la fórmula del *Money doctor* fue gradualmente debilitándose como garantía de independencia durante los primeros cuarenta años de funcionamiento del Banco, formalmente la composición del directorio se mantuvo, en lo esencial, hasta el golpe de Estado en septiembre de 1973.

Como lo plantean Carstens y Jácome, *“la diferencia entre la independencia ‘de jure’ y ‘de facto’ es relevante, sobre todo en los países donde las instituciones son débiles, donde es posible que no se aplique en la práctica una buena ley del banco central”*<sup>1</sup>.

El desgaste de la independencia efectiva del Banco Central de Chile durante ese período —al menos respecto al gobierno de turno— se produjo por vías indirectas o también por resquicios legales. El tema fue tratado por el autor con cierto detalle en el Capítulo XI de la historia institucional 1925-1964, donde se incluyó referencias al tratamiento del problema en la literatura internacional<sup>2</sup>.

En un enfoque simplificado y centrado en la institucionalidad chilena, cabe entender la autonomía fundamentalmente como la primacía de lo técnico respecto a la política contingente del gobierno de turno, lo cual sin duda se perdió en varios pasajes del período que cubre este libro, tal como se demuestra más adelante.

En efecto, suponiendo que el principal objetivo del Banco Central debiera ser el control de la inflación, su independencia tendría que reflejarse fundamentalmente en que sus

---

1. Carstens, Agustín y Luis I. Jácome (2004). “La reforma de los bancos centrales latinoamericanos. Avances y desafíos”, <http://dx.doi.org/1020430/ete.v72i288.560>

2. Carrasco, Camilo (2009). El Banco Central de Chile 1925-1964. Una Historia Institucional”, *Serie “Banca Central: Análisis y Políticas Económicas”*, Banco Central de Chile, N° 14.

equipos técnicos apliquen consecuentemente combinaciones de políticas dirigidas a ello, desestimando acciones dictadas desde el gobierno que sean contrarias a ese objetivo. En este sentido, los instrumentos y modelos aplicados por el Banco pueden ser diversos y responder a teorías diferentes, pero lo fundamental es que sean coherentes técnicamente y ajenos a interferencias externas de naturaleza política.

En otras palabras, la independencia implica que el Banco Central debe ser capaz de construir su propia visión respecto de la economía y de los objetivos e instrumentos relevantes, aunque ello genere tensión con el enfoque del gobierno de turno.

Complementariamente, la independencia se puede entender como la capacidad operativa del Banco Central de alterar y modificar pragmáticamente el uso de políticas sobre la base de sus resultados y no de mensajes que vengan del gobierno o del sector privado.

En síntesis, un banco central independiente no solo debiera contar con la iniciativa de adoptar la política que le parezca técnicamente más adecuada para el objetivo antiinflacionario, sino que en el tiempo debiera poder modificarla de acuerdo a su evaluación sobre los resultados obtenidos.

## El directorio como insuficiente garantía de independencia

Ya se anticipó que el directorio “à la Kemmerer” experimentó gradualmente un deterioro en su independencia con respecto a las políticas oficiales. Cabe recordar que en febrero de 1947 se le reformó agregándole cuatro “consejeros parlamentarios”, complicando aún más las negociaciones “políticas” con que el Banco adoptaba sus decisiones. En este caso hubo un debilitamiento no solo de la independencia *de facto* sino también de la *de jure*. Tal situación se mantuvo por quince años<sup>3</sup>.

En el gobierno de derecha de Jorge Alessandri (1958-1964), sin embargo, hubo un reconocimiento sin recato a la “no independencia”, cuando se designó a la misma persona como ministro de Hacienda y presidente del Banco. Eduardo Figueroa y Luis Mackenna ejercieron simultáneamente ambos cargos. Luego, Frei Montalva (1964-1970), mantuvo dicha política y gobernó durante la primera mitad de su mandato con su ministro de Hacienda, Sergio Molina, también como presidente del Banco.

A pesar de lo anterior, no puede desconocerse que durante todo el gobierno demócrata cristiano hubo debates en el directorio y algunos de sus miembros, en particular los

---

3. *Ibid.*, p. 390.

representantes de bancos y gremios empresariales, ejercieron su derecho a representar opiniones contrarias a las propuestas de la mesa, esto es, el Comité Ejecutivo nombrado por el gobierno.

En la historia del respectivo sexenio, que se recoge en este libro, quedaron de manifiesto varios debates en el directorio que terminaron en decisiones que tomaron en cuenta esas opiniones discordantes, en particular en materias monetarias y crediticias. En ese lapso, en consecuencia, la dependencia del gobierno fue todavía relativa y en más de alguna oportunidad se echó de menos tener más autonomía frente a las presiones del sector privado. De hecho, hubo intentos, aunque infructuosos, para acallar las voces disidentes dentro del directorio<sup>4</sup>.

Distinto fue el caso durante el gobierno de Salvador Allende (1970-1973), cuando se utilizó una serie de métodos indirectos y/o modificaciones reglamentarias para conformar un directorio que prácticamente en su totalidad fue afín a la ideología política gubernamental. En ese período, sí hubo éxito en acallar cualquier voz disidente dentro del directorio. En este caso la debilidad de las instituciones permitió que el Banco Central formalmente independiente se convirtiera en una agencia más del gobierno.

Allí no quedaron dudas sobre la pérdida de la relativa independencia que todavía se podía preservar con la estructura del directorio. El Banco se convirtió —de facto— en una dependencia más del Poder Ejecutivo. En cierto sentido, además, el exitoso esfuerzo que hizo el gobierno de la Unidad Popular para conseguir un directorio completamente propicio fue prueba de que, de otra manera, podría haber encontrado resistencia a algunas de sus políticas<sup>5</sup>.

Durante el gobierno de las Fuerzas Armadas (1973-1990), desapareció legalmente el directorio y el Banco estuvo dirigido, hasta diciembre de 1989, por un Comité Ejecutivo de tres miembros nombrados por el gobierno. Terminó de esta manera la formalidad de un directorio plural y el Banco pasó a depender absolutamente del Poder Ejecutivo, sin contrapesos relevantes.

La creación, en 1975, del Consejo Monetario, conformado por los ministros de Coordinación Económica; Hacienda; Economía, Fomento y Reconstrucción; por el director de Planificación Nacional; por el presidente del Banco Central y por un representante del Presidente de la República, solo reafirmó la completa dependencia de las políticas del Banco del gobierno de turno<sup>6</sup>.

---

4. Capítulo I, p. 17.

5. Capítulo II, p. 23.

6. Capítulo IV, p. 48.

Las políticas del Banco durante los casi diecisiete años del gobierno militar fueron dictadas o perfectamente uniformadas con las disposiciones de los sucesivos jefes del equipo económico de gobierno. Se hizo costumbre, además, que medidas relevantes propias de las funciones naturales del Banco no solo fueran adoptadas sino también anunciadas por personeros del poder ejecutivo.

El subperíodo 1981-1984, en que seis presidentes se sucedieron a la cabeza del Banco, fue un ejemplo emblemático de su completa dependencia de los cambios políticos al interior del gobierno de turno.

Paradójicamente, el discurso de algunas autoridades de la época insistía en las bondades de la independencia del Banco. En efecto, en el *Informe Económico* para 1981, preparado por la institución, se recordó nuevamente que como una manera de consolidar la situación de equilibrio del presupuesto público, la Constitución Política aprobada en 1980 prohibió al Banco Central otorgar cualquier tipo de crédito al gobierno, lo cual "*permite que la independencia del Banco Central no dependa de la voluntad del gobierno, sino que esté legalmente garantizada*". Sin duda en esa afirmación había un confuso entendimiento sobre lo que se consideraba un Banco Central independiente.

## El prestigio institucional como otra dimensión de la independencia

La designación y estructura del ente rector del Banco, ya sea directorio o Comité Ejecutivo, siendo fundamental, no definieron completamente las diversas dimensiones que tuvo la relación del Banco con los demás órganos del Estado y con la comunidad en general. En efecto, hubo otras que ayudaron a darle al instituto emisor una identidad distinta a la mayoría de las reparticiones públicas.

Importante fue para el Banco conservar, durante toda su historia institucional hasta 1989, una naturaleza jurídica diferente a la generalidad de las dependencias de la administración pública. Esto lo corroboró incluso el Decreto Ley 1078, dictado en junio de 1975, última ley orgánica previa a la autonomía de 1989, que en su artículo 14 estableció claramente que

*"[...]no obstante su carácter de institución de derecho público, el Banco Central de Chile no se considerará como integrante de la Administración del Estado ni le serán aplicables las normas generales o especiales, dictadas o que se dicten para el sector público y, en consecuencia, tanto el Banco como su personal se regirán por las normas del sector privado."*

---

7. *Informe Económico de Chile*, 1981, Banco Central de Chile, p. 73.

De esta manera, en la práctica el Banco tuvo una gran flexibilidad para la administración de su personal, inversiones y presupuesto. De hecho, pudo contratar empleados más calificados que la administración pública en general, ofrecer programas de capacitación en el país y en el extranjero, abrir y cerrar oficinas, adaptar su estructura de acuerdo con la evolución de las necesidades, relacionarse directamente con entidades internacionales, administrar las reservas en moneda extranjera y, en fin, desarrollar de manera más rápida y flexible las actividades que la mayoría de las reparticiones del aparato estatal solo podían hacer después de superar pesados trámites burocráticos o legislativos.

Estas características contribuyeron a que la institución adquiriera un reconocido prestigio desde el punto de vista de la capacidad de sus equipos técnicos, a pesar del deterioro de su independencia política.

Es interesante notar que ese prestigio logró superar etapas en que el Banco tuvo a su cargo políticas y medidas altamente discrecionales y discriminatorias, tales como las relacionadas con importaciones, distribución de cuotas cambiarias o de créditos subsidiados, sin ser objeto de acusaciones de corrupción o de utilizar criterios ajenos a los técnicos.

En el gobierno de Frei Montalva, con la incursión de economistas mejor preparados, la mayoría con estudios en el extranjero, el Banco gozó de un grado importante de reputación y seriedad profesional. Hubo un reconocimiento transversal de que se trataba de una de las mejores, si no la mejor, institución del sector público donde se podía desarrollar una carrera de excelencia en las áreas de su competencia.

El corto período de Allende, sin embargo, fue una excepción a la tendencia histórica, pues la politización extrema llegó al Banco y lo propiamente técnico perdió casi toda prioridad.

No obstante, en el largo período de Pinochet, a pesar del sesgo político, el Banco volvió a ser reconocido por su trabajo técnico independiente y generalmente de mucha actualidad. La reputación institucional en cuanto a sus estadísticas, publicaciones, biblioteca, organización de seminarios, seriedad de procedimientos y materias afines fue indiscutible.

En la práctica, el prestigio que conservó el Banco a pesar de su falta de autonomía frente al gobierno, lo llevó, en no pocas ocasiones, a ser designado para tareas de gran importancia —aunque no directamente relacionadas a sus funciones específicas— que requerían un consenso entre visiones políticas divergentes. Solo a modo de ejemplo, se puede mencionar la creación del Departamento del Cobre<sup>8</sup>, el Comité Asesor de Política

---

8. *Recuadro II*, p. 3.

Arancelaria<sup>9</sup>, la confección de las Cuentas Nacionales<sup>10</sup> y la renegociación de la deuda externa<sup>11</sup>.

## 2. CUATRO TEMAS EN RETROSPECTIVA. ALGUNAS CONSECUENCIAS DE LA FALTA DE INDEPENDENCIA

La cuantiosa diversidad de materias tratadas con detalle en esta historia institucional aconseja que en este capítulo de cierre se prioricen solo algunos temas y, en este caso, serán aquellos que cruzaron el período completo y experimentaron cambios de la mayor relevancia y trascendencia.

Al mismo tiempo, esta visión retrospectiva servirá para ejemplificar, en un importante número de situaciones, los riesgos y serios obstáculos para el buen funcionamiento de la economía nacional derivados de la indiscutible dependencia política que existió en el Banco durante gran parte de este cuarto de siglo.

A lo largo de los veinticinco años y siendo el Banco Central la institución que debiera ser juzgada prioritariamente por el éxito en el control inflacionario, un primer eje que resulta como obvio hilo conductor es el de los resultados en esa área y su concordancia con la mezcla de las políticas monetaria y fiscal. No hay que olvidar, sin embargo, que las leyes orgánicas previas a 1989 establecieron para el Banco objetivos que no solo se centraron en la inflación sino, que abarcaron otras destinadas a “propender al desarrollo ordenado y progresivo de la economía”<sup>12</sup>.

Junto a lo anterior, cabe hacer una segunda evaluación en torno al fundamental tema de las políticas de comercio exterior, cuestión que este libro ha demostrado acaparó buena parte de la actividad del Banco durante todos los subperíodos de esta etapa.

Adicionalmente, un tercer eje que cruza todo el período es el relativo al sector financiero —crisis incluidas— con los avances y retrocesos en cuanto a la represión financiera y a la integración con los mercados mundiales.

Finalmente, el período comenzó con un cambio inédito en cuanto al papel de los técnicos —fundamentalmente economistas— en el Banco, y luego se generalizó en diversas

---

9. Capítulo IV, p. 43.

10. Capítulo VI, p. 15.

11. Capítulo V, p. 25.

12. Ver Capítulo IV, p. 49 y Carrasco, Camilo (2009), *Op. cit.*, p. 407.

reparticiones gubernamentales. El papel de estos y otros profesionales en los diversos sub períodos también constituye un tema interesante de evaluar. Ello, sin embargo, amerita ser analizado en conjunto con la importante función que jugó el Fondo Monetario Internacional en su rol de asesorar y condicionar el apoyo financiero a estrictos programas y políticas económicas acordadas con los equipos técnicos nacionales.

Es útil anticipar que además de los casos más obvios de las gestiones de Molina-Massad en el sexenio demócrata cristiano, e Inostroza-Matus durante la Unidad Popular, el largo período de Pinochet no fue tratado como una unidad, pues, aunque la línea gruesa de algunas políticas y reformas fundamentales se mantuvo, ello coexistió con un conjunto de situaciones diametralmente distintas.

## **El fracaso de las políticas de estabilización: política monetaria supeditada al financiamiento del sector público**

Ya en la historia institucional 1925-1964 se trató el crítico tema de las llamadas “emisiones inorgánicas” como motivo primario de la muy larga —y escasamente interrumpida— tradición inflacionaria chilena<sup>13</sup>. El financiamiento que el Banco debía otorgar al fisco y/o al sector público en general, casi siempre con grandes déficits presupuestarios, constituyó causa esencial inmediata de la expansión monetaria y en definitiva de la inflación.

Durante buena parte del cuarto de siglo tratado en este volumen la situación cualitativa no varió en lo fundamental, aunque tuvo matices significativos que merecen comentarse.

En el sexenio 1964-1970, con Molina-Massad a la cabeza del Banco, hay que destacar la introducción, por primera vez de manera formal y consistente, de la programación monetaria como herramienta de proyección del crecimiento del dinero para lograr una cierta meta de inflación.

Se trató de seis años con relativa continuidad en las principales políticas propias del Banco, junto con un esfuerzo por “modernizarlas”, de acuerdo con el estado de la ciencia económica del momento.

No obstante lo planificado —se había prometido bajar persistentemente la inflación de 8% en 1963 a 5% en 1970—, en definitiva solo se consiguió disminuir gradualmente la inflación durante los dos primeros años. Con posterioridad, la inflación volvió a aumentar y, tal como fue reconocido por algunas autoridades de la época, el Banco solo pudo

---

13. Carrasco, Camilo (2009), *Op. cit.*, p. 397; Lüders, Rolf (1968); Harberger, Arnold (1963).

limitarse a evitar que la inflación se desbordara<sup>14</sup>. Un banco central verdaderamente independiente habría actuado con más fuerza pues, en ese momento, no existía una situación de emergencia sin otras opciones.

El fracaso en alcanzar el objetivo inflacionario se atribuyó a varias causas, según diversos analistas. Para algunos, la presión salarial fue más allá de lo razonable y a pesar de los intentos del gobierno por implementar medidas que la amortiguaran, no lo consiguió. El caso emblemático de los “chiribonos”, que llevó a renunciar al ministro Molina, fue la mejor ilustración de esa situación<sup>15</sup>.

En definitiva, el Banco no pudo evitar los aumentos en la emisión para financiar políticas fiscales expansivas. Cabe recordar que en 1965 el gasto público aumentó en 30% real, hecho que claramente limitó las posibilidades de cumplir las metas de inflación establecidas para los años siguientes.

Aunque parte importante del financiamiento obtenido por el fisco fue en moneda extranjera —créditos externos, impuestos y utilidades en moneda extranjera— el Banco adquirió esas divisas y el efecto fue similar a un financiamiento directo en moneda nacional. En otras palabras, las compras al fisco de moneda extranjera constituyeron una fuente muy significativa de expansión monetaria que no tuvo una respuesta suficientemente compensatoria por parte del Banco<sup>16</sup>. El Banco acumuló reservas internacionales como nunca antes, privilegiando objetivos distintos al mayor control inflacionario.

El Banco, por su parte, no estuvo dispuesto o no contó con la capacidad para elevar más las tasas de interés o utilizar más intensamente otros instrumentos de restricción monetaria.

Es interesante destacar que en el directorio en funciones durante ese gobierno no se escucharon voces fuertes para hacer ver la situación fiscal y su financiamiento como origen de la expansión monetaria y, consecuentemente, de las fracasadas proyecciones inflacionarias.

Fue solo después del impacto que causó la elección de Allende, ante las solicitudes de enormes montos de financiamiento fiscal, que el directorio se mostró preocupado de “deslindar” responsabilidades<sup>17</sup>. Ello contrastó con los continuos reclamos, en los años previos —provenientes de los directores representantes de los bancos y gremios

---

14. Capítulo I, p. 23.

15. Capítulo I, p. 27.

16. Bardón, Álvaro, Hernán Cortés y Álvaro Saieh (1973); Capítulo I, p. 26. “Determinantes próximos de la cantidad de dinero”, *Estudios de Economía*, Universidad de Chile, p. 185.

17. Capítulo I, p. 65.



empresariales— sobre la “situación crediticia” que, según ellos, afectaba al sector privado<sup>18</sup>. En esas situaciones se apreció también los problemas surgidos de la falta de independencia del instituto emisor, esta vez sometido a las presiones de los directores representantes del sector privado.

Posteriormente, el gobierno de la Unidad Popular —con Inostroza y Matus a la cabeza del Central— no ocultó su propósito de cambiar el sistema capitalista por un régimen socialista. Además, y aunque resulte sorprendente, ese le parecía ser el único camino que terminaría con la endémica inflación.

Es necesario reconocer que el Banco se incorporó de inmediato al ritmo que adquiría el nuevo gobierno revolucionario, y sin reticencia alguna adoptó políticas y medidas que favorecieran el objetivo fundamental de sustituir el sistema económico.

El financiamiento sin límite del creciente déficit del sector público retrató el irrefutable sometimiento del directorio a la política gubernamental.

De hecho, el Banco colaboró con entusiasmo a la estrategia de lograr un primer año de gobierno —1971— con resultados aparentemente espectaculares para la masa consumidora: incrementos sustanciales de la producción, consumo, salarios reales y empleo.

Dichos resultados, sin duda transitorios, solo fueron posibles con la colaboración de un Banco Central dispuesto a financiar, con un incremento extraordinario de la emisión monetaria, los crecientes déficits del también agigantado sector público<sup>19</sup>.

El Banco, en ese sentido, fue completamente obsecuente a los objetivos gubernamentales.

Una opinión más categórica manifestó Pablo Baraona:

*“En tiempos de la Unidad Popular, gente inteligente y bien formada, militantes de los partidos de la extrema izquierda, decían, con todas sus letras, que lo hecho en esos años era deliberado para destruir los últimos vestigios de lo que ellos llamaban capitalismo, por la vía de envilecer su moneda y suprimir el mercado”<sup>20</sup>.*

La política monetaria sobreexpansiva dio lugar a una explosiva inflación a partir de mediados de 1972 que solo pudo ser “reprimida”, muy parcialmente, con medidas

---

18. Capítulo I, p. 32.

19. Capítulo II, p. 7.

20. Baraona, Pablo (1994), “Desarrollo y estabilidad”, *Estudios Públicos* N° 53, CEP, p. 41.

administrativas que terminaron por agravar un problema aún más devastador, cual fue un generalizado desabastecimiento. Mientras el gobierno insistía en atribuir la desatada inflación a causas “estructurales”, el Banco no tenía voz propia para hacer ver los efectos del descontrol monetario. Esta fue otra consecuencia lamentable de la absoluta falta de independencia del instituto emisor.

Solo hacia el abrupto final del gobierno se había iniciado en el Banco, al menos en algunos discursos, lo que parecía una genuina intención de rectificar políticas. No hubo tiempo para saber si el gobierno allendista, aunque lo hubiera deseado, hubiera contado con el poder para corregir<sup>21</sup>. El deterioro y la crisis eran demasiado profundos, al igual que lo era la desconfianza en las autoridades.

El advenimiento del gobierno militar dejó al Banco “oficialmente” como un organismo dependiente del Poder Ejecutivo.

Después de un corto período con medidas de emergencia para salir del caos heredado de la UP, en mayo de 1974, Jorge Cauas, en Hacienda, y Fernando Léniz, en Economía, anunciaron un enfoque típicamente gradualista, tanto para amortiguar la inflación como para restaurar la economía de mercado.

Cauas enfatizó los costos sociales y económicos que tendría un intento de contener demasiado rápido el proceso inflacionario, los cuales consideró inaceptables<sup>22</sup>. El Banco, con el general Cano a la cabeza, se adaptó de inmediato a ese enfoque.

Sin embargo, para contener la inflación que a la sazón superaba el 600% anual, la adopción de un programa gradualista fue confusa. El ministro Cauas no se comprometió con metas concretas a alcanzar, o al menos no las hizo explícitas.

En este sentido, hubo una falta de convicción sobre la capacidad del país para lograr un resultado más ambicioso en el control inflacionario, probablemente indicativa del temor a los efectos recesivos planteados por algunos.

Dentro de ese contexto —para mayor confusión— en el convenio *stand-by* firmado en diciembre de 1973, el Fondo mencionó una cifra máxima de 99% como aumento del *stock* de dinero y cuasidineró en 1974, coherente con una inflación de 80% y un crecimiento de 7% del PIB. A los pocos meses ambas proyecciones se convirtieron en letra muerta.

En el Banco, algunas débiles declaraciones de miembros del Comité Ejecutivo, pretendían traspasar al Ministerio de Hacienda la responsabilidad del descontrol inflacionario por

---

21. Capítulo III, p. 20.

22. Capítulo IV, p. 29.

“continuar solicitando créditos” al Banco Central, y de pagar tasas de interés absurdamente bajas<sup>23</sup>. En este sentido, el contrapeso del Banco fue prácticamente nulo.

En un segundo convenio, solicitado en carta de intenciones del 7 de febrero de 1975, el FMI proyectó un incremento de 130% en el dinero privado para ese año, lo cual, al igual que en el caso del primer *stand by*, pronto se transformó en letra muerta. El Banco, encargado de controlar el cumplimiento de las metas trimestrales no estuvo en capacidad de hacerlo.

El enfoque gradualista, liderado por Hacienda, no dio resultados medianamente satisfactorios y el Banco siguió emitiendo para financiar al sector público.

Según De Castro, el general Cano, en la presidencia del Central, era

*“[...]una persona amable y simpática, cuyas relaciones personales con los coroneles que administraban provisionalmente las empresas estatales y estatizadas lo llevaban a menudo, a sobrepasar los límites fijados para la emisión de dinero”<sup>24</sup>.*

Pero Cano dependía directamente del general Pinochet, al igual que los coroneles a los que se refería De Castro. Paradójicamente, en este caso, la “independencia” de Cano habría jugado en contra del control inflacionario.

Tuvieron que transcurrir casi 20 meses con una política que se derrumbaba en cuanto a la contención inflacionaria, para que el grupo de los *Chicago*, que seguía encabezado por Cauas, modificara drásticamente el enfoque gradual inicial para sustituirlo por radicales medidas de restricción del gasto agregado, fundamentalmente vía recortes del gasto público.

En efecto, fue solo a contar de abril de 1975, junto con la implantación del plan de *shock* denominado “Plan de Recuperación Económica”, cuando los economistas de “El Ladrillo” se encontraron sin el contrapeso de los “gradualistas” del equipo económico inicial y pasaron a ocupar los cargos clave.

En el Ministerio de Economía Sergio De Castro reemplazó a Fernando Léniz y en el Banco el presidente general Cano fue sustituido por Pablo Baraona, hasta entonces vicepresidente, cargo que pasó a ser desempeñado por Álvaro Bardón.

---

23. Capítulo IV, p. 16.

24. Arancibia, Patricia (2007). *Sergio De Castro, el arquitecto del modelo económico chileno*, Editorial Biblioteca Americana, p. 192.

Así se inició la creciente radicalización de la política económica.

El denominado chocantemente —según los opositores al gobierno— “Plan de Recuperación Económica”, no solo incluyó un paquete de medidas lideradas por una intensificación de los recortes al gasto público, sino que apuntó crucialmente a quebrar las expectativas inflacionarias.

En esto último, sin embargo, no tuvo el éxito esperado. Recuérdese que Cauas anunció “detener la inflación en lo que resta del año (1975)”, lo cual estuvo lejos de ocurrir<sup>25</sup>. A fines de 1975 la inflación registró 341% y al término de 1976 todavía era 174%, aunque su ritmo bajó significativamente en el segundo semestre.

El plan de Cauas, considerado ahora por sus críticos como un enfoque exageradamente monetarista, fue ácidamente desacreditado por los opositores al gobierno, con los mismos argumentos que había previsto el ministro cuando justificó el enfoque gradualista de estabilización: altísimo desempleo, deterioro de salarios reales y fuerte caída del producto, entre otros efectos.

Las críticas estuvieron en lo correcto, pues el costo social fue muy elevado después de haber pasado un largo período en que se aplicó un ineficaz programa gradual. En opinión de Sebastián Edwards, por ejemplo: “*hay indicios de que el costo de reducir la inflación pudo haber sido innecesariamente alto*”<sup>26</sup>.

El Banco, en el contexto de estos dos enfoques contrapuestos, estuvo claramente sometido a los dictámenes de Hacienda. La falta de un grado razonable de independencia le impidió contrarrestar o al menos discutir ciertas malas decisiones.

Desde la perspectiva del Banco Central, el fracaso en controlar, en un plazo razonable, la desbocada inflación de tres dígitos, constituyó el punto más débil de la política económica de los primeros años después del golpe, considerando que, no obstante el principal argumento esgrimido para adoptar un enfoque gradualista de estabilización, los costos sociales en que se incurrió fueron efectivamente muy altos.

De 1977 a 1981, período en que De Castro ocupó el Ministerio de Hacienda y fue el jefe indiscutido del equipo económico y en que Bardón presidió el Banco, se produjo un casi ininterrumpido descenso en la inflación, llegando el último año a la largamente buscada inflación de un dígito. El proceso, sin embargo, no fue corto: ocho años.

---

25. Capítulo IV, p. 47.

26. Edwards, Sebastián (1984). “Estabilización con liberalización: diez años del experimento chileno con políticas de mercado libre 1973-1983”, en *Estudios Públicos* N°14, otoño, CEP, p. 11.

Entre las políticas favorables para la contención inflacionaria durante ese quinquenio, sobresalió nítidamente el cambio en la situación fiscal, que de un muy alto déficit a fines de 1973 llegó a registrar un inédito superávit en 1979 y los años siguientes.

De hecho, el Banco dejó de financiar al fisco y las autoridades manifestaron su especial satisfacción cuando dicha política se consolidó legalmente, primero mediante el DL 3001 de diciembre de 1979 y luego al incorporarse a la Constitución de 1980 la cláusula que prohibió al Banco Central otorgar cualquier tipo de crédito al gobierno. Sin duda, esto fue en la dirección correcta de una sana política económica<sup>27</sup>.

La destacable disciplina fiscal tuvo su efecto previsible en la disminución de la tasa de expansión monetaria. El aumento en la emisión del Banco pasó de una cifra superior a 265% en 1976 a un registro negativo de casi 9% en 1981. La expansión del dinero privado evolucionó de manera similar, aunque menos ostensiblemente debido a la deliberada y sostenida rebaja de las tasas del encaje bancario. El *stock* real de dinero aumentó por primera vez en varios años, reflejando el positivo resultado del cambio en las expectativas de inflación. Esta vez habría que resaltar el correcto uso de estas políticas por parte del Banco.

A contar de julio de 1979, los trascendentales cambios en la relación con el fisco fueron coherentes con el nuevo enfoque monetario-cambiarío impuesto desde Hacienda, esto es, el tipo de cambio fijo y la política monetaria pasiva. El éxito del nuevo esquema dependía, crucialmente, de eliminar todo financiamiento discrecional al sector público.

La prohibición de financiar al fisco, sin embargo, no fue suficiente para terminar definitivamente con la endémica inflación, tal como lo habían esperado los expertos del equipo económico. El Banco no tuvo una voz independiente que hiciera ver los desequilibrios que se generaban en el sector externo ni en el sistema financiero.

Al producirse los primeros síntomas de que la economía debía comenzar un ajuste, en el primer semestre de 1981 —fuese por un cambio en las condiciones internacionales o simplemente porque el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos había alcanzado niveles insostenibles—, el gobierno reiteró su confianza ilimitada en el ajuste automático. El Banco lo respaldó absolutamente.

El ministro De Castro, con sus contundentes argumentos teóricos a favor del enfoque monetario de la balanza de pagos, aseguró que

---

27. Capítulo V, p. 19 y Capítulo VIII, p. 46.

*"[...]no existe ni remotamente la cantidad suficiente de pesos chilenos para comprar ni siquiera la mitad de las reservas del Banco Central[...] de manera que no podría producirse una crisis cambiaria como ha sucedido en otros países"*<sup>28</sup>.

De Castro agregó que tenía la convicción que el tipo de cambio fijo se podría mantener indefinidamente.

Un aumento de impuestos y otras medidas fiscales adoptadas en marzo de 1982 constituyeron la "receta" que dictó Hacienda para salvar el ajuste automático, mientras el Banco, sin autonomía alguna, continuaba con su política monetaria pasiva.

Una visión distinta sobre el carácter pasivo de la política monetaria tuvo Juan Andrés Fontaine, quien asumiría la gerencia de Estudios en 1984, señalando que durante la fase expansiva del ciclo (1978-1981) el Banco permitió una expansión extraordinaria de la oferta de dinero y lo contrario sucedió en la fase contractiva<sup>29</sup>.

Desatada la crisis, después de decretada la devaluación, las autoridades se empeñaron en asegurar que esta vez "no pagaría Moya" —como se decía entonces— destacando que el Estado no se haría cargo de las pérdidas, específicamente de aquéllas en que incurrieran los deudores en dólares.

Sin embargo, pronto se vio que ello era imposible y fue el Banco el que inicialmente, a pesar de los reclamos de algunos miembros del Comité Ejecutivo, debió asumir ingentes pérdidas que condicionaron significativamente su política monetaria<sup>30</sup>.

Las denominadas "operaciones cuasifiscales" —efectuadas para el posterior salvataje de los bancos— tuvieron en definitiva un efecto similar al financiamiento que tradicionalmente el Banco otorgó al sector público, aunque con un plazo muy largo para distribuir en el tiempo su impacto macroeconómico<sup>31</sup>.

Los arreglos institucionales que tuvieron lugar en los años siguientes, 1985-1989, destinados a "normalizar" la distribución de los enormes costos que debió asumir el Estado —incluyendo el Banco Central— quedaron reflejados fundamentalmente en

---

28. Capítulo V, p. 86.

29. Capítulo VI, p. 24.

30. Capítulo VI, p. 51.

31. Eyzaguirre, Nicolás y Osvaldo Larrañaga (1990). "Macroeconomía de las operaciones cuasifiscales en Chile", *Serie Política Fiscal* N°21, Cepal, 1991.

una altísima deuda del fisco con el Banco, a largo plazo, y en la obligación subordinada asumida por la casi totalidad del sistema bancario con el Banco Central<sup>32</sup>.

El Banco terminó haciéndose cargo de la deuda pública interna, sustituyendo en eso al fisco, contrariamente a lo que sucede en gran parte de las economías modernas. Cabe preguntarse si esto pudo haber sucedido con un Banco Central independiente.

Por otra parte, los últimos dos años del largo régimen de Pinochet estuvieron marcados por la perspectiva —altamente probable— de que en marzo de 1990 asumiera el gobierno la coalición democrática opositora. De manera implícita o explícita, esa expectativa estuvo presente e influyó en diversas decisiones.

El caso más claro de ello fueron las políticas macroeconómicas expansivas aplicadas en el bienio 1988-1989 que llevaron a la economía a una riesgosa coyuntura de sobrecalentamiento, la que tuvo que ser corregida drásticamente al año siguiente por el Consejo del nuevo Banco Central autónomo.

La situación global de 1989 demostró, una vez más, que al considerar superada la emergencia de los años previos y relajarse los estrictos controles trimestrales del FMI, las autoridades económicas del momento —con Büchi a la cabeza— fallaron en aplicar con suficiente intensidad las políticas necesarias para mantener los equilibrios presupuestados.

De hecho, en 1988, el año del plebiscito, se decretó una inédita baja del IVA —de 18 a 14% — dando un fuerte e inesperado impulso al gasto agregado.

Como resultado de ello, las proyecciones económicas realizadas a comienzos de 1989, dentro de los parámetros razonables que se había dado los años anteriores, fueron sobrepasadas con creces desde el primer trimestre, tanto respecto del crecimiento como de la inflación, en parte por un mejor escenario externo caracterizado por un favorable precio del cobre y un considerable alivio en los servicios financieros<sup>33</sup>.

No obstante, el vicepresidente Serrano, pese a reconocer que era necesario apuntar a un crecimiento más sostenible a mediano plazo, señaló, con algún grado de contradicción, que *"mientras las condiciones externas se mantengan tan favorables, no hay ninguna urgencia en acelerar dicha convergencia"*<sup>34</sup>.

---

32. Capítulo VIII y Restrepo, Jorge, Luis Salomó y Rodrigo Valdés (2009), "Macroeconomía, política monetaria y patrimonio del Banco Central de Chile", en *Revista Economía Chilena*, Volumen 12, N°1, Banco Central de Chile, abril 2009, p. 31.

33. Capítulo VIII, p. 10.

34. Capítulo VIII, p. 18.

Algo similar pensaba el director de Estudios, Juan Andrés Fontaine, quien reconociendo que la "*actividad económica lleva un ritmo de expansión superior al proyectado*" aseguró que

*"En las actuales circunstancias, con holgadas reservas y buenos precios, no hay urgencia alguna y sería altamente inconveniente precipitar un ajuste. Pero si las circunstancias variasen, ya sabemos que la demora se paga con creces más tarde"*<sup>35</sup>.

En definitiva, en 1989 el PGB registró un extraordinario aumento, cercano a 11% (la proyección inicial había sido de 5 a 6%) y la inflación se elevó a más de 21%, con clara tendencia creciente (la proyección inicial había sido de 15%).

El ministro Foxley, con no poca razón, se quejó al año siguiente, cuando señaló que a fines del gobierno militar se había intentado crecer más allá de lo que era materialmente posible: "*el gasto interno se incrementó en forma alarmante, llegando a tasas de crecimiento del 12,7% en 1989 y del 22,8% para 1988-1989*"<sup>36</sup>. Otros trabajos confirmaron el diagnóstico al concluir que el PGB efectivo aumentó sustancialmente más que el potencial<sup>37</sup>.

Sin duda el Banco tuvo su cuota de responsabilidad en la evolución del gasto agregado y finalmente de la inflación ese último año, reflejando otra vez la subordinación al Ministerio de Hacienda. Con sucesivas, aunque tardías, alzas en la tasa de interés real, quedó claramente a la zaga del mercado y no logró provocar un ajuste de magnitud suficiente para frenar la creciente inflación.

En ese sentido, o bien falló la evaluación de los miembros del equipo económico sobre el impulso que traía el gasto interno desde 1988 o bien predominó el objetivo político de finalizar con una alta tasa de crecimiento y postergar el ajuste<sup>38</sup>.

El verdadero ajuste debió realizarlo muy rápidamente el Consejo que asumió en diciembre como órgano rector del Banco autónomo.

---

35. Fontaine, Juan Andrés (1989). "Programa macrofinanciero y perspectivas políticas 1989-1990", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N°734, abril, p. 915.

36. Foxley, Alejandro (1990). *Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública*, Ministerio de Hacienda, 23 de octubre, p. 6.

37. Marfán, Manuel y Patricio Artiagoitia (1989). Estimación del PGB potencial, Chile 1960-1988, *Colección Estudios Cieplan* N°27, diciembre.

38. Capítulo VIII, p. 74.



## Políticas cambiaria y de apertura comercial: demasiados experimentos

Si se observan las etapas extremas del período 1964-1989 se constata que en ellas el Banco aplicó políticas cambiarias relativamente similares y, lo que es más importante, compatibles con una adecuada conducción económica. Sin embargo, en los períodos intermedios no siempre sucedió lo mismo y otra vez se pudo apreciar la influencia de una exacerbada dependencia del gobierno de turno.

La política de tipo de cambio aplicada durante casi todo el sexenio de Molina-Massad se ganó, a juicio de la mayor parte de los analistas económicos, una especial mención positiva.

El objetivo explícito de mantener un “tipo de cambio real alto y estable”, mediante la aplicación de “devaluaciones pequeñas y frecuentes”, constituyó una innovación muy importante en comparación con las políticas de tipo de cambio aplicadas en el pasado. En el Chile de esa época con inflación significativamente mayor que la internacional pareció ser la política cambiaria más adecuada.

Esa política cambiaria fue un elemento importante en la consecución de un resultado favorable en el sector externo, situación que contrastó con períodos previos de crisis recurrentes de balanza de pagos.

En ese sexenio el Banco tuvo el mérito de adoptar políticas moderadas y con visión de largo plazo, entre las cuales destacaron la ya mencionada sobre el tipo de cambio, la liberalización de los mercados con una significativa eliminación de los controles cambiarios y para arancelarios tradicionales en Chile, y el inicio de una reforma arancelaria que quedó inconclusa, pero que apuntaba a una mayor apertura al exterior, aunque, a juicio de muchos, exageradamente gradual<sup>39</sup>. En este sentido, durante la administración de Frei Montalva hubo, en términos gruesos, una feliz coincidencia entre el gobierno y el Banco Central en cuanto a las políticas fundamentales a aplicar en el sector externo.

Estas políticas reconocidamente exitosas fueron rápidamente desmanteladas durante la gestión Inostroza- Matus.

La política cambiaria de “devaluaciones pequeñas y frecuentes”, considerada inflacionaria por los expertos de la Unidad Popular, giró primero hacia la mantención de un tipo de cambio nominal congelado que, con la creciente diferencial de inflación interna y externa, pronto perdió su valor real y creó el consiguiente desequilibrio en el sector externo.

---

39. Capítulo I, p. 45.

Cuando la magnitud del dólar barato se hizo insostenible, y casi se agotaba el inédito *stock* de reservas internacionales heredado del gobierno anterior, el Banco optó por la alternativa de los cambios múltiples, estableciendo cotizaciones diversas para la divisa según el uso que se le diera. Estas políticas eran debatidas en el Comité de Ministros y dictadas desde el gobierno central.

Como fue propio de la mentalidad de esa etapa, la autoridad determinaba cuáles gastos en moneda extranjera tenían acceso a un dólar “barato” y cuáles a cotizaciones más “caras”. El sistema se fue enmarañando de tal manera que en septiembre de 1973 existían diez tipos de cambio diferentes, siendo el más alto de un valor de casi cincuenta veces el más bajo<sup>40</sup>.

La política cambiaria fue acompañada desde el inicio de la gestión Inostroza-Matus por un férreo control del comercio exterior, visible e invisible. El Banco, en esta materia, también se puso al servicio de las políticas gubernamentales.

La relativa libertad de importación heredada del gobierno precedente fue insostenible y rápidamente restringida. Una nueva y reducida lista de importaciones permitidas y el uso masivo del depósito previo de 10.000% derivó en la práctica en la estatización de gran parte del comercio exterior chileno.

Con la llegada del gobierno militar, el Banco intentó corregir primeramente el caos cambiario, mediante una estimación gruesa que la Gerencia de Estudios realizó para lo que podía definirse como un tipo de cambio de paridad, tomando como punto de partida “normal” la cotización que tenía la divisa al final del gobierno de Frei Montalva.

El Comité Ejecutivo fijó un solo tipo de cambio que eliminó de una plumada toda discriminación cambiaria para importación y exportación de bienes. Aunque hubo presiones de algunos sectores militares para revertir la fuerte devaluación, ello no fructificó.

A la gran corrección inicial del tipo de cambio, le siguieron otras devaluaciones que intentaron mantener el valor real de la divisa, aunque esas nuevas medidas requirieron consultas a otras autoridades del gobierno que le restaron al Banco la flexibilidad que las circunstancias requerían<sup>41</sup>.

A partir del primer semestre de 1974, después de superar varios desencuentros con algunas autoridades de gobierno, el Comité Ejecutivo conquistó cierta autonomía para

---

40. Capítulo III, p. 31.

41. Capítulo IV, p. 19.

aplicar una política cambiaria de “devaluaciones pequeñas y frecuentes”, similar a la del gobierno de Frei Montalva. En 1974 se decretaron 24 devaluaciones, aproximadamente cada quince días, aunque algunas no fueron tan “pequeñas” debido a que subsistía una altísima inflación. Hasta 1976, en lo fundamental, se aplicó esa política cambiaria que era coincidente también con lo comprometido en los convenios *stand by* con el FMI.

Durante 1974, además, se adoptaron diversas medidas que incluyeron el inicio del desmantelamiento de los controles cambiarios y administrativos a las importaciones y otros pagos al exterior. Esta visión condujo, incluso, a que en noviembre de 1973 un entusiasmado gerente de Estudios propusiera publicitar con fuerza que en el país ahora existía “libertad de importaciones”, pues ello reforzaría la lucha contra la inflación<sup>42</sup>.

Vino luego la etapa del alto déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y la muy porfiada inflación de tres dígitos. En lo que el ajuste recesivo del plan Cauas sí tuvo un efecto rápido y contundente fue en la balanza de pagos, donde drásticamente se revirtió el déficit. Uno de los aspectos más interesantes de este ajuste fue que tuvo lugar preservando algunas de las reformas estructurales recién iniciadas y consideradas clave para el nuevo modelo.

De hecho, en la mezcla de políticas utilizada se descartó, por ejemplo, aplicar controles administrativos a las importaciones, retroceder en la reforma arancelaria o intervenir con más restricciones cambiarias. A pesar de la crisis del sector externo y urgencias del momento, el equipo encabezado por Cauas privilegió mantener el ritmo y credibilidad en las reformas estructurales, aunque a veces fueran contradictorias con algunos objetivos de corto plazo.

La primera modificación significativa de la política cambiaria se produjo cuando el ministro Cauas, en mayo de 1976, anunció una revaluación de 10% del peso y una programación mensual del tipo de cambio futuro: nació la primera “tablita” cambiaria. Ello constituyó un signo inequívoco de que la prioridad entre el equilibrio externo y la inflación había cambiado y que era necesario “reforzar” la contención de una altísima inflación que se prolongaba mucho más allá de lo esperado<sup>43</sup>. El Banco se limitó a implementar estas medidas. De hecho, fue después de esa revaluación que se logró pasar de una tasa inflacionaria mensual cercana a 12% a la mitad de esa cifra.

Según Sebastián Edwards, a comienzos de 1976 se produjo un viraje en la política anti-inflacionaria: *“ahora la manipulación del tipo de cambio se convirtió en el instrumento básico*

---

42. Capítulo IV, p. 41.

43. Capítulo IV, p. 65.

de la estabilización"<sup>44</sup>. Y agregó: "durante 1976 la tasa de cambio real descendió en un 20% y durante 1977 volvió a bajar en 14%..."<sup>45</sup>.

Luego de la renuncia del ministro Cauas en diciembre de 1976 y en el marco de una economía que se había abierto considerablemente al exterior, desde marzo de 1977 —cuando De Castro decretó una segunda revaluación del peso de 10%— el ministro enfatizó el efecto antiinflacionario de las sucesivas medidas cambiarias.

El Banco, en esta etapa, fue un simple ejecutor de las medidas que anunciaba Hacienda y de otras acciones destinadas a profundizar el modelo.

A fines de 1978, nuevamente el ministro De Castro en un evidente esfuerzo adicional por fijar las expectativas inflacionarias, anunció una "tablita" con el precio del dólar para cada día del año 1979 completo, que contempló una devaluación gradual del peso algo inferior a 15% a lo largo de los doce meses. El propio discurso del ministro se preocupó de destacar que las expectativas inflacionarias para 1979 debían ser significativamente menores a ese 15%, pues los precios de los bienes no transables aumentarían mucho menos<sup>46</sup>.

Sin embargo, en una nueva experimentación y súbito cambio de las reglas, en junio de 1979 —cuando se agotó la rebaja arancelaria—, el gobierno decidió fijar el tipo de cambio. Simplemente se dejó atrás la "tablita" anual y se estableció el tipo de cambio en \$39 por dólar. Resultó algo insólito, no obstante, que el anuncio incluyó una fecha de término del tipo de cambio fijo (el 29 de febrero de 1980) aunque ello se rectificó muy pronto, declarando que los \$39 tenían carácter de indefinido. Nuevamente los anuncios de estas trascendentales medidas fueron hechos por la cabeza del equipo económico, Sergio De Castro. El Comité Ejecutivo del Banco adoptó los correspondientes acuerdos.

Si bien el tipo de cambio fijo duró solo tres años y efectivamente contribuyó a que finalmente se lograra un efímero control inflacionario a un dígito, los desequilibrios que se derivaron de la mantención de esa política casi obsesiva, a juicio de los críticos, fueron nefastos para la evolución de la economía chilena a partir de 1981.

Al igual que otros experimentos anteriores con un valor fijo de la divisa, el ensayo no funcionó y el error se volvió a pagar caro<sup>47</sup>.

---

44. Edwards, Sebastián (1984). *Op. cit.*, p. 7.

45. *Ibid.*, p. 13.

46. Capítulo V, p. 28.

47. Habría que recordar, al menos, la controvertida mantención del patrón oro hasta 1931 y el dólar fijo durante el gobierno de Jorge Alessandri, entre 1959 y 1961.

Dos eventualidades, quizás, pudieron “salvar” la apuesta del equipo económico más duro.

Una no dependía de decisiones internas sino de un cambio drástico, aunque muy improbable, en algunas de las deterioradas condiciones internacionales. La apuesta era que el mundo continuara prestando dinero al país, lo cual no solo no se produjo sino que incluso jugó en contra al explotar la crisis mexicana a mediados de 1982. Cabe recordar que De la Cuadra, desde el Banco Central, también argumentó reiteradamente que el creciente endeudamiento del sector privado carecía de importancia.

La otra contingencia, probablemente más trascendente, fue la opción de poder implementar un mecanismo que permitiera flexibilizar los salarios y producir una baja significativa en sustitución de la devaluación monetaria. Según De Castro, ya se había logrado convencer a Pinochet y los decretos para disminuir las remuneraciones del sector público estaban listos. La implementación final, sin embargo, con un cierto grado de realismo, era muy difícil, aun en un gobierno autoritario, tal como quedó posteriormente demostrado.

Descartadas las referidas eventualidades, la especulación y pérdida de reservas continuaron hasta que en junio de 1982, habiéndose remplazado a De Castro, el general Pinochet decretó la temida devaluación.

Fiel reflejo del quiebre que se había producido en el hasta entonces homogéneo equipo económico fue que dicha medida fue anunciada por el general Danús, ministro de Economía, mientras el presidente del Banco, Miguel Kast, se encontraba en el extranjero explicando las ventajas de que el país continuara con un tipo de cambio fijo.

En verdad, es difícil pensar en una peor coordinación para decretar una medida que lo que más requería era la confianza de los agentes económicos, chilenos y externos. Se sabía, además, que el ministro de Hacienda recién asumido, Sergio De la Cuadra, tampoco era partidario de la nueva medida cambiaría<sup>48</sup>. El Banco fue un simple ejecutor de órdenes.

La devaluación, además, como lo había anticipado el mismo ministro De la Cuadra, sería seguida “*como es obvio, por una política del Banco Central que deberá seguir siendo la misma anterior, es decir, la absoluta neutralidad crediticia*”. Vale decir, el ajuste automático con un tipo de cambio a otro nivel<sup>49</sup>.

Sin embargo, en otra descoordinación, el presidente Kast señaló, días más tarde, que “*el Banco Central va a garantizar de aquí hasta fin de año, un aumento del 11% en la cantidad*

---

48. Capítulo VI, p. 25.

49. Capítulo VI, p. 27.

*de dinero, independientemente de las operaciones de cambio que se realicen*". Esta sucesión de errores evidenció el desconcierto que en esos momentos imperaba en las autoridades económicas, incluyendo al Banco Central<sup>50</sup>.

Como era previsible, la devaluación y sus políticas anexas exacerbaron la especulación, la pérdida de reservas y la contracción monetaria.

En estas circunstancias, el presidente Kast, antes firme defensor del tipo de cambio fijo, convenció a las autoridades de dejar libre el tipo de cambio y eliminar toda traba para la compra y venta de divisas. Sin duda, esta medida, aunque coherente en algunos modelos económicos teóricos, era extrema e improvisada para un país con un altísimo endeudamiento externo privado, un mercado cambiario poco competitivo y profundo, y en un momento de incertidumbre económica y política generalizada.

Sugerentemente fue otra vez el ministro de Hacienda quien anunció la nueva política cambiaria asegurando que ella permitiría expandir la oferta monetaria a una tasa compatible con una sana reactivación<sup>51</sup>.

Como fue anticipado por muchos, el experimento fracasó rotundamente y significó la salida de De la Cuadra y Kast a fines de agosto de 1982. Una nueva salida conjunta del ministro de Hacienda y del presidente del Banco Central, ambos funcionarios del gobierno.

Con Rolf Lüders en el Ministerio de Hacienda y Carlos Cáceres como presidente del Banco, retornó una necesaria dosis de pragmatismo en la política cambiaria. Ambos venían del mundo empresarial y fueron menos teóricos que sus antecesores.

Así, a partir de octubre se volvió a aplicar un mecanismo de tipo de cambio administrado, similar al de la época de Frei Montalva o de los primeros años del gobierno militar.

Además, en otra positiva señal de pragmatismo, se complementó la devaluación real de cerca de 80% que se había producido en escasos tres meses con medidas restrictivas a la venta de divisas y a las importaciones. Para los más escrupulosos ello pudo parecer un retroceso en relación a la liberalización y apertura ya alcanzadas, pero el realismo económico recomendaba que en ese momento era necesaria una nueva mezcla de políticas, incluidas algunas menos ortodoxas.

Con posterioridad, en términos generales, el Banco mantuvo esta política cambiaria pragmática bajo las presidencias de Hernán Felipe Errázuriz y Francisco Ibáñez (1983-1984).

---

50. Capítulo VI, p. 27.

51. Capítulo VI, p. 28.

Las autoridades del Banco, comprometidas ahora con rigurosos programas financieros con el FMI, adquirieron mayor protagonismo al tener el deber de transmitir a los agentes económicos nacionales y extranjeros el cumplimiento de las metas trimestrales de las diversas variables económicas. La falta de independencia se manifestó ahora en relación con los acreedores externos y al FMI que plantearon como primera prioridad de las políticas la disminución del déficit en cuenta corriente para dar cumplimiento a los compromisos externos reestructurados.

Asimismo, durante ese período se volvió a recurrir con frecuencia a los controles cambiarios, siendo las emblemáticas cuotas de viaje el indicador más visible de la preocupación de las autoridades por cumplir con las metas de reservas internacionales<sup>52</sup>.

Cuando a mediados de 1984 se proyectó un panorama más complejo en el sector externo, especialmente por la baja en el precio del cobre, el Comité Ejecutivo no dudó en acordar una devaluación discreta cercana a 20%, esta vez en el contexto del convenio con el FMI y la asesoría de éste.

A partir de 1985, el programa de ajuste estructural con el Banco Mundial abarcó una diversidad de áreas, en muchas de las cuales el Banco Central jugó un rol fundamental, además de ser la contraparte principal en el control de las metas cuantitativas de los programas macrofinancieros.

En materia de políticas cambiarias, destacó el consolidado retorno al tipo de cambio administrado, con una banda de fluctuación que se fue ampliando moderadamente, y un objetivo de mediano plazo, hasta 1988, destinado a lograr un aumento gradual del tipo de cambio real. En 1988, según destacó el presidente Seguel, el tipo de cambio real superó en 108% al de 1981.

En este contexto y con cierto apresuramiento, Seguel anunció en enero de 1989 una regla cambiaria para todo el año que tenía como objetivo una revaluación gradual del peso de 4%. Superada la emergencia de la balanza de pagos, Seguel reconoció que ello contribuiría a amortiguar ciertas manifestaciones de incremento de la inflación. Sin embargo, a mediados de año, el Comité Ejecutivo debió echar pie atrás y en definitiva el peso experimentó una devaluación real superior a 7% durante el año<sup>53</sup>.

En cuanto a la apertura comercial, donde el Banco tuvo decisiva participación, el período se caracterizó por una transformación estructural muy relevante, aunque también hubo discontinuidades no menores.

---

52. Capítulo VI, p. 34.

53. Capítulo VIII, p. 21

Es interesante destacar que el inicio de algunas de las reformas estructurales durante la etapa preliminar del gobierno militar también tuvo ingredientes de un proceso gradual, al igual que el programa antiinflacionario. Se notó que en el gobierno aún no “reinaba”, sin contrapeso, la mentalidad más extrema de los *Chicago boys*, lo cual se reflejó en las políticas del Banco.

Quizás la primera medida estructural que marcó una diferencia sustancial con los esquemas tradicionales y comenzó a sellar la implantación del modelo propuesto en “El Ladrillo” fue el anuncio de la profunda reforma arancelaria —aunque todavía no indiscriminada— efectuado los primeros días de enero de 1974 por el almirante Gotuzzo, primer ministro de Hacienda del gobierno militar. La implementación se le encargó al Banco, aun cuando el tema propiamente arancelario pertenecía al Ministerio de Hacienda<sup>54</sup>.

El temprano programa de la reforma arancelaria, aunque muy trascendente en relación con la apertura de la economía, consideró el acercamiento gradual, en varios años, a un arancel meta que mantenía un grado no despreciable de protección efectiva a ciertos sectores.

El anuncio inicial fue de un grado de apertura de la economía bastante menor al que en definitiva se implementó.

En efecto, después de algunas modificaciones marginales en los primeros años del proceso de reforma, a fines de 1977 el ministro De Castro anunció que el arancel objetivo, que estaba programado entre 10% y 35%, se fijaba ahora en un arancel parejo de 10% para todas las importaciones. El plazo para alcanzarlo se estableció en junio de 1979, mediante aproximaciones mensuales durante dieciocho meses<sup>55</sup>.

La profundización de esa reforma, bastante alejada de los objetivos originales —y de lo propuesto en “El Ladrillo” y en los estudios realizados en el Banco Central— se adoptó en un momento de fuerte recuperación económica y se justificó en motivos que no eran nuevos: no discriminar entre sectores ni especialmente en contra de las exportaciones. Sin embargo, fue evidente que también influyó significativamente lo que en ese momento era preocupación primordial: reforzar la baja en la inflación.

Esta intensificación de la reforma arancelaria —al menos para los estándares del momento— significó la implementación en Chile de las recetas más extremas que la teoría económica recomendaba para un proceso de apertura comercial.

---

54. Capítulo IV y Gotuzzo, Lorenzo (1974). “Nueva política arancelaria”, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N°552, febrero, p. 42.

55. Capítulo V, p. 55.



Finalmente, en el ámbito de la política arancelaria, donde entre 1983 y 1984 se había alzado el arancel hasta una tasa pareja de 35%, se retornó a los objetivos primitivos de apertura comercial. Hubo una gradual rebaja hasta que, en enero de 1988, se estableció una tasa pareja de 15%, aunque esta vez con mayor preocupación por crear mecanismos más efectivos de sobretasas arancelarias para compensar casos comprobados de competencia desleal.

El período culminó, en todo caso, con políticas de comercio exterior que recogieron lo mejor del nuevo modelo económico, después de haber superado sucesivos y fallidos episodios con experimentos extremos que, quizás con otra institucionalidad del Banco Central, pudieron evitarse o al menos amortiguarse.

## **Mercado financiero: represión, avances, retrocesos, crisis y apertura internacional**

El período Molina-Massad no se destacó por cambios de trascendencia en el mercado financiero compuesto, en esa época, fundamentalmente por el sector bancario. El país continuó con un grado importante de represión financiera, tal como había sido característico de un largo período previo.

No obstante, corresponde señalar algunos esfuerzos en la dirección correcta.

A pesar del convencimiento de las autoridades del Comité Ejecutivo sobre la importancia de mantener tasas de interés reales positivas, no siempre se logró el objetivo, aunque se mejoró en relación con lo que había sido la experiencia histórica en Chile. Rigideces legales conspiraron en ese sentido<sup>56</sup>. La fijación de las tasas pasivas y activas continuó como política general.

Con todo, la tasa de interés real no fue utilizada eficazmente como instrumento para afectar la demanda agregada. Sobre esto hubo significativos debates en el directorio y el Banco en definitiva no tuvo la flexibilidad necesaria para determinar esa crucial variable. Otra vez se echó de menos una mayor autonomía del instituto emisor. Los directores representantes de los bancos se interesaban más en los efectos de modificaciones en las tasas de interés sobre las utilidades de las instituciones financieras, que de las consecuencias macroeconómicas.

Algo similar sucedió con las tasas de encaje. A pesar de que las autoridades del Banco tuvieron la intención de simplificar y reducir los encajes bancarios, solo pudieron hacerlo

---

56. Capítulo I, p. 40.

muy parcialmente hacia el fin del sexenio, debido a que, entre otras razones, la creciente inflación no lo hacía aconsejable.

Mención especial merece la creación de la Unidad de Fomento y las iniciativas por desarrollar un mercado de capitales de más largo plazo, aunque los resultados en ese sexenio fueron escasos<sup>57</sup>. En todo caso, el Banco creó los Certificados de Ahorro Reajustables (CAR) y tomó otras medidas para estimular los créditos hipotecarios.

Con el gobierno de la Unidad Popular se retrocedió a un nivel extremo de represión financiera.

Una de las primeras medidas del directorio, en diciembre de 1970, fue disminuir la tasa de interés corriente muy por debajo de la alta inflación, resolución que resultó difícil de comprender para los economistas más ortodoxos. La explicación, también difícil de entender, fue que había que contribuir a bajar los costos de producción y reducir la inflación<sup>58</sup>.

La tasa de interés no fue un instrumento de política monetaria sino más bien uno de política redistributiva.

La estatización de gran parte de la banca privada, casi al asumir el presidente Allende, facilitó la labor del Banco Central en sus propósitos de dirigir el crédito hacia determinados sectores o empresas específicas, con tasas de interés masivamente subsidiadas.

Es difícil encontrar otra época en la historia económica del país en la que el crédito del sistema bancario haya estado tan segmentado y dirigido políticamente por las autoridades de gobierno. El Banco Central fue el canal empleado por la administración política de turno para “asignar” el crédito bancario según sus prioridades.

La distorsión en el uso de los recursos financieros durante la gestión Inostroza-Matus fue llevada al máximo. La utilización de la tasa de interés “corriente” prácticamente perdió todo sentido ante el número, volumen y condiciones discriminatorias de los créditos “especiales”<sup>59</sup>.

En definitiva, resultó casi imposible evaluar seriamente cuáles sectores, empresas o individuos eran los favorecidos y cuáles los perjudicados.

---

57. Capítulo I, p. 43.

58. Capítulo II, p. 32.

59. Capítulo III, p. 25.

Además, la inédita inflación de tres dígitos contribuyó a que cualquier intento de corrección del costo nominal del crédito fuera sobrepasado en pocas semanas<sup>60</sup>.

La situación del sector financiero cambió drásticamente a partir del golpe militar en septiembre de 1973. En el sector se produjo, en muchos sentidos, una verdadera revolución.

Después de acordar administrativamente la eliminación de las tasas de interés múltiples y discriminatorias que venían del gobierno anterior, en noviembre de 1973 el Banco fijó la tasa de interés corriente en 50%, llegando a 90% seis meses más tarde, aunque todavía lejos de la altísima inflación de la época.

Un paso de gran trascendencia se dio en mayo de 1974, cuando se promulgó un importante cuerpo legal, el Decreto Ley 455. Sin duda un cambio legal en la dirección correcta para reformar el contexto de la tradicional represión financiera.

Según destacó, posteriormente, el presidente Baraona, el mencionado DL *“derogó la legislación anterior de represión de la usura y estableció en cuanto a tasas de interés y corrección monetaria una serie de nuevas normas”*[...]que permitieron una liberación sustancial de las tasas de interés, tanto dentro como fuera del sistema bancario<sup>61</sup>. Después de ese decreto, pronto surgieron los intermediarios financieros informales que aprovecharon, antes que los bancos, el término de la tradicional represión financiera.

El Comité Ejecutivo demoró todavía un año en decretar la libertad de tasas para el sistema bancario formal. En ello se apreció un grado de prudencia que más tarde se echó de menos. Se mantuvo a los bancos, aún estatizados en su mayoría, con altas tasas de encaje y con tasas máximas de interés que seguían siendo negativas en términos reales.

En abril de 1975, colaborando con el plan del ministro Cauas, el Comité consideró que había llegado el momento de abandonar la tradicional política de fijación de la tasa de interés máximo bancario y acordó dejar *“libre la tasa de interés para las operaciones bancarias tanto en los depósitos que reciban como en las colocaciones u otras operaciones de crédito que realicen a plazos inferiores a un año”*<sup>62</sup>.

Después de ese acuerdo las tasas de interés reales experimentaron un alza espectacular. Más aun, el importante problema de las desmesuradamente altas tasas reales permaneció insoluble por un prolongado número de años. El Banco Central careció de instrumentos

---

60. Capítulo III, p. 22.

61. Capítulo IV, p. 33.

62. Capítulo IV, p. 52.

monetarios eficientes para solucionar el problema. Los economistas dieron una extraordinaria variedad de razones de por qué las tasas reales permanecían tan altas<sup>63</sup>.

El desordenado desarrollo del mercado financiero, sin suficiente fiscalización, fue otra característica que acompañó los primeros años del gobierno militar.

A juicio de Reinstein y Rosende, "*posiblemente fue en el sector financiero donde se hizo más ostensible la inexperiencia de los chilenos frente al funcionamiento de las reglas del mercado*"<sup>64</sup>.

Gruesos errores derivados de una apresurada liberalización financiera sin adecuada regulación tuvieron repercusiones macroeconómicas negativas y, entre otros efectos, el Banco Central no pudo controlar eficazmente la emisión. La quiebra de numerosas financieras informales hacia fines de 1976 se sumó al problema originado con la crisis del Sinap, que dio lugar a masivos retiros de fondos y la desaparición de ese sistema<sup>65</sup>. El Banco no tuvo capacidad ni suficiente independencia para hacer un buen diagnóstico de lo que estaba sucediendo en el sector financiero.

Al poco tiempo hubo que corregir algunas de las emblemáticas reformas. En julio de 1976 se introdujo innovaciones al DL 455, en que básicamente se disminuyó el plazo mínimo permitido para las operaciones reajustables desde un año a 90 días y se flexibilizaron las modalidades de reajustabilidad. Se pensó que con ello se lograría una moderación en el nivel de tasas reales, lo cual no aconteció<sup>66</sup>.

Un exceso de ideología condujo a prescindir de medidas que desregularan el mercado bancario a un ritmo compatible con los mínimos controles que le correspondía a la autoridad. Tampoco se recurrió a asesorías internacionales.

En el quinquenio 1977-1981, con Bardón en la presidencia del Banco, se puso énfasis en la competencia, tanto por el número de instituciones que entraban a la industria como por las medidas tendientes a establecer la multibanca o banca universal<sup>67</sup>.

A fines de 1981 operaban en Chile 45 bancos —el doble que en 1976—, de los cuales 18 eran extranjeros. Había, además, 17 financieras "formales", esto es, fiscalizadas por la Superintendencia.

---

63. Capítulo V, p. 44.

64. Reinstein, Andrés y Francisco Rosende (2000). "Reforma financiera en Chile", en Larraín, Felipe y Rodrigo Vergara, *La Transformación Económica de Chile*, CEP, p. 343.

65. Capítulo IV, p. 91.

66. Capítulo IV, p. 55.

67. Capítulo V, p. 48.

Tal como lo plantean Reinstein y Rosende,

*“Parece evidente que la legislación financiera vigente en Chile durante la segunda mitad de los 70 y comienzos de los 80 fue deficiente. Ello por cuanto el grado de conocimiento que tenían las autoridades de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras con respecto a la calidad de la cartera de los bancos, así como de los problemas de cartera relacionada, era claramente insatisfactorio. En particular considerando la garantía estatal de los depósitos”<sup>68</sup>.*

Solo al final del quinquenio —cuando ya era demasiado tarde— se tomó conciencia de la relevancia de adoptar sistemas creíbles de clasificación de cartera, normas sobre créditos relacionados y una legislación prudencial que minimizara los riesgos sistémicos.

Además, contradiciendo el discurso de las propias autoridades, en la práctica el Banco permitió que los depositantes del sistema bancario contaran con una garantía estatal implícita. Tal situación se vivió tempranamente en 1977 con el Banco Osorno y La Unión, y luego a fines de 1981 con la intervención de ocho instituciones financieras. Aunque De Castro declaró no ser partidario de salvar a los depositantes y a los acreedores extranjeros, lo concreto es que ello sí sucedió. Una vez más el Banco Central terminó obedeciendo órdenes de Hacienda<sup>69</sup>.

Por otra parte, toda la liberación financiera interna estuvo acompañada por un contexto general extraordinariamente propicio para que una oferta abundante de créditos externos encontrara en el país una demanda creciente que fue estimulada por la significativa brecha entre las tasas de interés nacionales e internacionales.

Las condiciones de arbitraje fueron ideales, pues la situación se prolongó casi indefinidamente ante la “inexplicable” rigidez a la baja de las tasas internas. No hubo un oportuno ni buen diagnóstico sobre las razones de que no funcionara lo que en teoría debía suceder, vale decir, un acercamiento de las tasas nacionales a las internacionales<sup>70</sup>.

Además de las condiciones internacionales especialmente favorables para provocar un “aluvión” de créditos externos, las autoridades se preocuparon, como línea gruesa, de estimularlos en lugar de amortiguarlos.

Las acciones directas para favorecer los flujos externos fueron variadas y persistentes.

---

68. Reinstein, Andrés y Francisco Rosende (2000). *Op. cit.*, p. 359.

69. Capítulo V, p. 77.

70. Capítulo V, p. 41.

En los primeros meses de 1977 se aprobó un nuevo estatuto para la inversión extranjera, ahora sin las restricciones que establecía la Decisión 24 del Acuerdo de Cartagena, a la que se otorgó una serie de nuevas garantías.

El propio Banco Central, en abril de 1977, abrió el camino a los créditos del euromercado al efectuar la primera operación sindicada, a la cual siguieron otras.

En los primeros dos años del quinquenio 1977-1981 la situación parecía razonable y, todavía, sana.

Posteriormente se fueron adoptando medidas que ampliaron el acceso a los créditos financieros externos de mediano y largo plazo, tanto a empresas como a los bancos comerciales<sup>71</sup>.

En la etapa del tipo de cambio fijo se intensificó la apertura financiera, lo cual contribuyó a un extraordinario incremento de los pasivos con el exterior. El Banco fue actor principal en dicho proceso y sus autoridades no mostraron signos de preocupación por lo que estaba sucediendo. Otra vez, la teoría del modelo que aplicaba el gobierno indicaba que el "ahorro externo" debía ser muy bienvenido, entre otras razones, porque los privados sabrían aprovecharlo en buenos proyectos.

En todo caso, es preciso reconocer que la apertura financiera no fue absoluta, pues se ensayaron diversos mecanismos de contención de los flujos, básicamente mediante encajes y plazos mínimos, pero casi siempre pareció que la autoridad monetaria adoptaba barreras tardías e insuficientes.

En definitiva, el inédito monto de recursos externos que ingresó al país en corto tiempo tuvo su contrapartida en crecientes déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos, llegando a una cifra superior a 14% del PGB en 1981. El tipo de cambio real cayó a su nivel más bajo de varios años.

Así, se dañó fuertemente al mismo sector exportador que se quiso favorecer con la apertura comercial, lo que hizo comentar a Emilio Sanfuentes, uno de los gestores de "El Ladrillo", en diciembre de 1981, que un hecho económico de enorme trascendencia de ese año había sido la "*aparición en Chile de una nueva —y colosal— actividad generadora de divisas: la industria de los créditos externos*"<sup>72</sup>.

---

71. Capítulo V, p. 63.

72. Capítulo V, p. 67.

En enero de 1983, el gobierno no tuvo otra opción que decretar una masiva intervención de gran parte de la banca, con lo cual también pasó a controlar una considerable proporción de los principales grupos económicos. Varios bancos privados fueron declarados en liquidación y otros, incluyendo los dos más grandes, pasaron a ser administrados por el Estado. Es cierto que el escenario internacional colaboró en desatar la crisis, pero resultó difícil negar que la profundidad de ella fue un resultado más de algunas políticas imprudentes aplicadas en los años previos.

Aunque algunos criticaron la intervención, la crisis era de tal magnitud que resultó inevitable. Muchos se sorprendieron, incluyendo el propio FMI, que parecía bastante ignorante sobre la verdadera situación del sistema bancario.

En ese momento se pensó que el exitoso modelo del quinquenio 1977-1981 se desmoronaba. A la fortísima caída del PGB —superior a 17% en la segunda mitad de 1982— se agregó la nueva estatización de gran parte del aparato productivo, el aval estatal a la mayor parte de la abultada deuda externa privada, la caída vertical de las reservas internacionales netas, y una economía que volvía a cerrarse con restricciones y alzas de los aranceles aduaneros.

De esta manera, ya sea por el mayor realismo de las autoridades de ese momento, o simplemente porque no contaron con otra opción, varias de las reformas emblemáticas del modelo experimentaron significativos retrocesos. Si el gobierno militar hubiese terminado en 1983, después de diez años, su cometido económico hubiese sido catalogado como francamente malo.

Cabe reconocer, sin embargo, que una vez declarada la crisis, el gobierno y el Banco adoptaron políticas de rescate de los deudores y de los mismos bancos con resultados favorables en varios aspectos.

Por una parte, cuidaron desde el comienzo que la solución al grave problema de sobre endeudamiento no desembocara en un alza desmesurada del proceso inflacionario, como había sucedido en otros países en circunstancias parecidas. En efecto, el Banco se preocupó que los repetidos y renovados mecanismos de alivio a los deudores no implicasen aumentos inmediatos e incontrolables de la emisión. Se posibilitó una sucesión de reprogramaciones a los deudores a través de mayores plazos. El costo de los subsidios, que los hubo en gran escala, se logró distribuir a través de un largo período de tiempo.

Cabe destacar, en el ámbito de la política financiera, que el Banco también fue exitoso en lograr, después de casi diez años, que las tasas reales de interés se situaran y mantuvieran en niveles razonables. En gran medida, estos resultados reflejaron el mayor pragmatismo y coherencia de las políticas implementadas por el equipo liderado por Hernán Büchi.

Un hito fundamental del último quinquenio del gobierno militar fue el proceso destinado a retornar al sector privado los bancos intervenidos, liquidar aquellos inviables y, fundamentalmente, establecer una legislación que acotara y previniera los riesgos sistémicos de la banca.

En rigor, el altísimo costo incurrido por las falencias del sistema anterior hacía indispensable abordar seriamente esas soluciones.

La reprivatización de los principales bancos intervenidos, simultáneamente con su capitalización, fue relativamente rápida, lo que significó una ventaja pues ello constituía un prerrequisito para normalizar la operatoria del sistema financiero.

Las diversas fórmulas ideadas para la reprivatización, incluyendo el “capitalismo popular” en el caso de los dos bancos más grandes, también pasaron la prueba con relativo éxito. Fue imposible, en todo caso, que un proceso tan complejo estuviera exento de críticas.

La nueva legislación financiera, incorporada como uno de los compromisos del programa con el Banco Mundial, se hizo realidad particularmente en la Ley 18.576, promulgada en noviembre de 1986, que reformó y amplió las facultades de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Las nuevas normas tuvieron una aceptación bastante transversal entre los expertos, siendo consideradas un avance significativo en materias como la transparencia, el control preventivo, los mecanismos de ajuste, las presunciones de problemas financieros, la clasificación de créditos, y, en general, la introducción de mecanismos de supervisión bancaria más eficientes y oportunos<sup>73</sup>.

Un tema puntual que ejemplificó una vez más la muy deteriorada independencia del Banco del gobierno de turno fue la legislación sobre la obligación subordinada<sup>74</sup>.

Los opositores a Pinochet consideraban como leyes de “amarre” a aquellas que, a pesar de no contar con un apoyo mayoritario, pretendían que ciertas políticas o situaciones se mantuvieran durante los futuros gobiernos democráticos. Generalmente se referían a ellas con una connotación negativa. Otros, sin embargo, consideraban que estas disposiciones eran muy convenientes pues prolongarían en el tiempo aspectos positivos del régimen que terminaba.

En este contexto, el ministro Seguel —basado en la presunción de que el Banco Central durante los gobiernos democráticos pudiera hacer mal uso de los contratos de recompra de cartera con la banca comercial— presentó e hizo aprobar, en agosto de 1989, una

---

73. Recuadro VII.

74. Capítulo VIII, p. 35.



nueva legislación que abrió la opción de novación de todas las obligaciones derivadas de los contratos de compraventa de cartera, sustituyéndolos por una obligación subordinada. Resulta interesante destacar que ese cuerpo legal se aprobó cuatro meses antes de que el Banco adquiriera su nueva institucionalidad de completa autonomía. Aparentemente el ministro desconfiaba del futuro Banco Central autónomo.

De esta manera, el pago de las deudas surgidas a raíz de la crisis bancaria, que originalmente tuvo un plazo acotado de quince años a partir de 1985, pasó a tener un plazo indeterminado al convertirse en una obligación subordinada que 13 instituciones asumieron con el Banco Central, ascendente en total a más de UF163 millones en diciembre de 1989.

El tema de la obligación subordinada, pesada herencia para el nuevo Banco Central, dio lugar a múltiples críticas y controversias posteriores. La ley que la estableció fue reformada en 1995<sup>75</sup>.

## El debatible rol de los técnicos y la poderosa influencia del FMI

Con Molina y Massad se inició un período en que los economistas comenzaron a ocupar los cargos clave en el Banco Central.

Antes, los puestos en el Comité Ejecutivo fueron ejercidos mayoritariamente por abogados, ingenieros o banqueros de carrera. A nivel de gerentes, casi como una excepción, Jorge Marshall Silva, economista doctorado en Harvard, había llegado en 1958 desde el FMI al departamento de Estudios, donde dirigió a un reducido número de ingenieros comerciales de la vieja escuela, dedicados principalmente a labores estadísticas.

Con Massad, con posgrado en Chicago, surgió un conjunto de economistas jóvenes que junto con el nuevo subgerente de Estudios, Ricardo Ffrench-Davis, trabajaron en el diseño de las nuevas políticas que puso en práctica el instituto emisor. El departamento "técnico", como se le denominó fugazmente, adquirió una identidad y prestigio inéditos.

Sin duda, en el sexenio 1964-1970 hubo un avance muy positivo cuando se incorporó, en muchas de las políticas del Banco, la aplicación de las técnicas económicas más actuales para la época.

---

75. Marshall Rivera, Jorge (1995). "La obligación subordinada", Banco Central de Chile.

El período coincidió con la etapa en que una primera masa crítica de jóvenes profesionales salió al extranjero a perfeccionar sus estudios en algunas de las mejores universidades del mundo. Coincidió también con el arribo al país de los primeros *Chicago boys*<sup>76</sup>.

También fue interesante constatar que en ese sexenio el país continuó firmando convenios *stand by* con el Fondo Monetario Internacional, lo que se venía haciendo desde el gobierno derechista de Alessandri. Considerando la favorable situación de balanza de pagos del período de Frei Montalva, esos convenios no eran estrictamente necesarios.

Sin embargo, las autoridades de la época —ministro de Hacienda y presidente del Banco Central— optaron por mantener ese “respaldo técnico” que en ocasiones podía servir de garantía para justificar ciertas sanas políticas económicas. No hay que olvidar que un sector político de creciente influencia se oponía tenazmente a los mencionados convenios<sup>77</sup>.

Lamentablemente, durante el período de la Unidad Popular hubo tal exceso de ideologismo y una prioridad tan marcada del objetivo político revolucionario, que se perdió buena parte del aporte de los equipos técnicos surgidos en el gobierno precedente.

Aunque es difícil imaginar que algunos economistas de ese período (1970-1973) —en cargos importantes al interior del Banco— no hubieran anticipado las consecuencias que se derivarían de los profundos desequilibrios que se fueron acumulando durante el año 1971, lo concreto es que buena parte de los miembros del directorio nunca demostraron clara noción de los efectos de una desbocada emisión monetaria. Para ellos las verdaderas causas de la inflación eran “estructurales” y más específicamente en ese momento la lucha redistributiva que se libraba en el país.

O bien, como lo plantean Larraín y Meller, el tema durante la UP,

*“[...]no fue simplemente una expansión insostenible de la demanda agregada para alcanzar metas distributivas. La ideología marxista jugó un rol clave en el programa económico de la UP, ya que el objetivo final era el remplazo del sistema capitalista por el socialismo”<sup>78</sup>.*

---

76. Recuadro IV-1.

77. Capítulo I, p. 19.

78. Larraín Felipe y Patricio Meller (1990). “La experiencia socialista-populista chilena: la Unidad Popular, 1970-1973”. *Colección Estudios Cieplan* N°30, diciembre, p. 152.

En este sentido, el gerente Marshall Silva, que se mantenía en el cargo desde los dos gobiernos precedentes, de Alessandri y Frei Montalva, se limitó a reconocer que el Banco era un simple ejecutor de medidas ordenadas por el gobierno<sup>79</sup>.

En igual situación de menosprecio quedaron las eventuales asesorías del FMI, las que fueron catalogadas de políticas favorables a los intereses empresariales y/o imperialistas. El gobierno y el Banco prefirieron aceptar magros resultados en las renegociaciones de la deuda externa antes que “humillarse” ante el organismo internacional. Curiosamente, sin embargo, en ese proceso de renegociación se aceptaron compromisos de políticas bastante ortodoxas, aunque sin el aval del FMI constituyeron letra muerta<sup>80</sup>.

La situación de los equipos técnicos y su influencia en las decisiones económicas varió sustancialmente a partir del golpe de Estado.

En los primeros meses, el general Cano, sin duda completamente inexperto como para presidir un Banco Central, se hizo asesorar por varios de los economistas que habían estado en el departamento de Estudios durante el sexenio de Frei Montalva. Además, el gobierno solicitó de inmediato la venida al país de una misión del FMI.

El presidente Cano designó a José Luis Zabala como gerente de Estudios, uno de los varios economistas jóvenes demócrata cristianos que habían ingresado al Banco durante la gestión Molina-Massad, y habían retornado de un posgrado en Chicago. Massad, en ese momento director ejecutivo en el FMI, vino a Chile y pudo haber influido en el nombramiento de Zabala.

Marshall Silva fue sustituido, posiblemente por haber colaborado con la UP, aunque se mantuvo algunos meses como asesor.

El gerente Zabala, acompañado por otros economistas de su generación, fue inicialmente el principal asesor de Cano en materias económicas, constituyéndose en el nexo informal con el equipo de “El Ladrillo” que, poco a poco, fue imponiendo sus políticas ante la ausencia de otros expertos organizados.

El ajuste inicial de muy corto plazo fue típicamente similar, al menos cualitativamente, a la receta dictada en otras ocasiones por el FMI. Una misión de ese organismo se instaló en Chile durante noviembre y diciembre de 1973, aprobando informalmente las medidas.

---

79. Capítulo II, p. 32.

80. Capítulo II, p. 54.

En mayo de 1974 ingresó Jorge Cauas como vicepresidente del Banco para reforzar al inexperto Comité Ejecutivo, aunque duró solo dos meses pues fue “ascendido” a ministro de Hacienda.

Poco a poco se fue imponiendo una visión más coherente de lo que debía hacerse. En la vicepresidencia del Banco asumió Pablo Baraona, dando lugar a un paso sustancial hacia la mayor influencia formal de los *Chicago boys* y autores de “El Ladrillo”. Comenzó así el “reinado” de esos técnicos durante el gobierno militar.

Se alejó el ingeniero Fernando Léniz del Ministerio de Economía y lo reemplazó Sergio De Castro. Renunció el general Cano y Pablo Baraona asumió la presidencia del Central, secundado en la vicepresidencia por Álvaro Bardón. Se puede afirmar que en junio de 1975 estuvo completamente consolidado un equipo de economistas muy afiatado con igual pensamiento en todo el aparato público, incluyendo el Banco Central.

En el Banco se crearon las “direcciones”, casi todas encabezadas por economistas, desplazando a los gerentes tradicionales, no profesionales, que habían hecho carrera en la institución. Como una paradoja, desapareció el departamento de Estudios, pues los técnicos pasaron a ocupar derechamente los principales cargos ejecutivos<sup>81</sup>.

Tanto el desborde inflacionario como la inminente crisis de balanza de pagos que se proyectaba para 1975, a la que no se le vislumbraba financiamiento —entre otras razones, por el alza del petróleo y la baja del cobre—, gatillaron el plan Cauas. Además, se habían intensificado las críticas y se arriesgaba una crisis de credibilidad.

En efecto, en el equipo económico habían surgido serias grietas. De Castro relata que comenzó a gestarse un programa alternativo encabezado por Raúl Sáez —el ya debilitado ministro de Coordinación Económica— y en el que participaron Carlos Massad, Andrés Sanfuentes y Juan Villarzú. Y agrega, “*pero lo más grave era que la propuesta que llevaban era la de desandar lo andado, volver atrás, fijar de nuevo los precios, el tipo de cambio, etc.*”<sup>82</sup> Hubo en ese momento un quiebre entre los técnicos, incluidos varios que habían participado en “EL Ladrillo”, sin duda también con un trasfondo político.

Con De Castro a la cabeza del equipo económico se vivió el quinquenio de oro de los *Chicago boys* más ortodoxos. Incluso se consideró innecesario continuar con los convenios con el FMI —que no se habían cumplido— pues el financiamiento externo

---

81. *Recuadro IV-2*.

82. Arancibia, Patricia y Francisco Balart (2007). *Op. cit.*, p. 217.

era abundante y el país, según la euforia del momento, se había independizado de los vaivenes de la economía internacional.

Al respecto, cabe recordar que el ministro, en su exposición de la Hacienda Pública de 1981, finalizó asegurando que *"El conjunto de la exposición precedente, comprueba que Chile tiene hoy una de las economías más sanas, sólidas y dinámicas que puedan encontrarse en el mundo"*<sup>83</sup>. A esas alturas, otros técnicos pensaban diametralmente distinto.

Pero la cohesión del equipo técnico gobernante y su indiscutible preparación académica no lograron evitar la enorme crisis del bienio 1982-1983.

A raíz de ella, una buena parte de los *Chicago boys* más ortodoxos tuvieron que dejar sus cargos en los ministerios económicos y en el Banco Central, y comenzó un período de inestabilidad sin precedentes en la conducción de aquéllos y de éste.

En el trienio 1982-1984 hubo cinco ministros de Hacienda y cinco presidentes del Banco Central, cuyas orientaciones económicas eran diversas. Esta impresionante rotativa reflejó tanto la poca claridad que existía en el gobierno sobre la forma de salir de la crisis como cierta desconfianza, aunque transitoria, en el modelo ultra liberal de los años previos. Por otra parte, el Banco adhirió sin contrapeso a todos los vaivenes de la política económica del gobierno.

Quizás una mirada distinta, en 1981 y parte de 1982, pudo haber amortiguado los efectos de la crisis, pero eso no sucedió por diversas razones. Si bien se llevó a cabo negociaciones relativamente secretas con el FMI, ellas no culminaron en un convenio formal. El desorden interno de 1982 contribuyó a que el directorio del Fondo no pudiera adoptar decisiones.

Solo a comienzos de 1983, con la crisis declarada y sin opciones ante los acreedores extranjeros, se concretó un acuerdo con el Fondo que pudo asegurar no solo el mínimo de financiamiento necesario para superar el déficit de balanza de pagos sino atenuar la desconfianza y la confusión interna, lo que era fundamental en ese momento.

El retorno a los convenios con el FMI y la fiscalización que ejercieron los acreedores externos en el marco de la reestructuración de la deuda no dejaron espacio para nuevos experimentos y la política económica se ordenó casi obligadamente bajo la atenta mirada de los bancos internacionales y el FMI<sup>84</sup>.

---

83. De Castro, Sergio (1981b). *Op. cit.*, p. 28.

84. Capítulo VI, p. 36.

Afortunadamente, las autoridades políticas y económicas de ese momento, en general, tuvieron coincidencias básicas con las medidas y orientaciones planteadas por dichos organismos. En ese sentido, no fue difícil aceptar los convenios ni sus condicionalidades, al contrario de lo sucedido en otras épocas de la historia económica del país.

De hecho, a contar de marzo de 1983, el denominado “programa operativo” pactado con el FMI —tal como lo reconoció el presidente Errázuriz— se constituyó en el “*elemento crucial para alcanzar la estabilidad monetaria*”<sup>85</sup>. Por “estabilidad monetaria” se refería a haber logrado una inflación de solo 23% en 1983, en lugar de una cercana al 50% como fue pronosticada por algunos analistas.

Pero sin duda también fue mérito de las autoridades económicas de ese momento —el ministro Cáceres y el presidente Errázuriz— haber cumplido con férrea disciplina las metas trimestrales establecidas con el Fondo.

La relevancia de los acuerdos con el FMI, que para algunos opositores o economistas disidentes constituían “imposiciones”, adquirió su mayor valor cuando Pinochet, en abril de 1984, resolvió remplazar al ministro Cáceres por Luis Escobar, y alejar formalmente a buena parte del equipo económico más afín a los Chicagos, incluyendo al presidente Errázuriz.

No fue misterio que las nuevas autoridades intentaron modificar algunas políticas consideradas demasiado restrictivas, pero se encontraron con la “amarra” del Fondo y de los informes trimestrales que debían enviar a la banca acreedora, los que se constituyeron en una barrera para cambiar las políticas.

Más aún, en el segundo semestre de 1984, ante una situación externa más deteriorada, la dupla Collados-Escobar tuvo que aplicar las políticas más restrictivas que recomendaba el Fondo para poder cumplir con las metas comprometidas. En ese momento, la dependencia del Banco Central estuvo más circunscrita a la relación con el FMI que con el propio gobierno.

Sin el FMI como gran fiscalizador y aval, seguramente otros hubieran sido los resultados de la recuperación. En verdad, es difícil encontrar otro episodio en la historia económica de Chile en que el FMI haya jugado un papel tan decisivo en la superación de la crisis y, probablemente, en la salvación del modelo que dejaría como herencia el gobierno militar.

Por otra parte, es posible que el deterioro del escenario externo relevante para el país que se produjo a mediados de 1984 haya resultado, en definitiva, un acontecimiento favorable en el mediano plazo.

---

85. Capítulo VI, p. 42.

En efecto, fue ese escenario el que ayudó a gatillar la necesidad urgente de abordar lo que se denominó el “ajuste estructural”, con la estrecha e inevitable colaboración del Banco Mundial y el FMI.

El planteamiento de un “ajuste estructural”, en contraposición a los tradicionales ajustes recesivos, fue además una mezcla exacta para satisfacer los objetivos de las partes. Se trató de un ajuste con crecimiento, lejos de los programas tradicionales en que la prioridad era restringir la demanda agregada como instrumento principal para recuperar los equilibrios.

En esto fue clave el cambio de mentalidad que se produjo en los dos organismos internacionales, dado que la crisis de la deuda había golpeado a nivel mundial, y fue necesario probar recetas innovadoras<sup>86</sup>.

### 3. ALGUNAS DESTACABLES LECCIONES APRENDIDAS

Para finalizar esta historia institucional se destacará algunas de las principales “lecciones”, negativas y positivas, que a juicio del autor, emanaron de esos veinticinco años y que de alguna manera constituyeron un legado para los miembros del Consejo que se hicieron cargo de la institución en diciembre de 1989.

#### Ciertas opciones técnicas francamente inadecuadas

Los errores más evidentes en que el Banco incurrió durante el convulsionado cuarto de siglo 1964-1989 estuvieron ligados a las políticas cambiarias, la liberalización del sector financiero y la apertura de la cuenta de capitales.

La política cambiaria durante el gobierno de la Unidad Popular fue abiertamente desastrosa. La mantención de un tipo de cambio nominal fijo combinada con un enorme diferencial entre las inflaciones interna y externa es una medida cuyos efectos negativos sobre el equilibrio externo debieran ser suficientemente conocidos por cualquier economista medianamente informado. Los mecanismos “compensatorios” para morigerar esos efectos (depósitos previos altísimos, prohibiciones, entre otros) fueron de una ineficiencia directamente proporcional a la mencionada diferencial entre las tasas de inflación.

---

86. Boughton, James M. (2001). *Silent Revolution: The International Monetary Fund 1979-1989*, FMI.

La política de tipos de cambio múltiples que intentó aplicar el Banco como solución después de veinticuatro meses de una paridad nominal fija, solo agregó una considerable cuota de discriminación a un sistema de precios que ya se encontraba completamente distorsionado<sup>87</sup>. Esa fue una lección suficientemente contundente como para tratar de no repetirla.

En un tenor de políticas económicas radicalmente diferentes, el ministro De Castro también cayó en la tentación de fijar el tipo de cambio. Las experiencias chilenas en este tema nunca habían terminado con éxito. Aunque en contextos diferentes, baste recordar la época del patrón oro al inicio de la historia del Banco, la fijación del tipo de cambio en el gobierno de Jorge Alessandri, y finalmente el período 1970-1972.

En el experimento de De Castro se intentó aplicar el modelo más ortodoxo, un caso "de texto", el enfoque monetario de la balanza de pagos. Con un presupuesto fiscal equilibrado y una economía suficientemente abierta al exterior, el Banco Central solo aumentaría o disminuiría la emisión de dinero en la medida que comprara o vendiera divisas extranjeras, esto es, incrementara o disminuyera sus reservas internacionales. Una especie de patrón oro, o más precisamente, de "cambio-oro".

Para que el caso de texto funcionara exitosamente, sin embargo, era necesario que la realidad se acercara razonablemente bien a los supuestos del modelo teórico. Un primer supuesto que no se cumplió fue iniciar el experimento cuando todavía existía una sustancial diferencia entre la inflación interna (35% según IPC en 12 meses a julio de 1979) y la inflación externa (estimada en 15%)<sup>88</sup>. Si la convergencia entre ambas tasas inflacionarias no tenía lugar rápidamente, se corría el riesgo de un deterioro sustancial en el tipo de cambio real.

Para lograr una convergencia rápida, por otra parte, debía verificarse el supuesto de un razonable grado de flexibilidad de precios a la baja en la economía nacional, lo cual era claramente poco realista dada la legislación laboral que se había implementado poco tiempo antes<sup>89</sup> y aun en ausencia de dicha legislación, como ha sido extensamente advertido en la literatura económica.

Lo anterior, entre otros factores, impidió el buen funcionamiento del esquema que se había implantado. Las autoridades, sin embargo, insistieron en mantenerlo y fue solo después de un fuerte deterioro económico que intentaron aplicar una solución, otra vez, de acuerdo a la teoría del modelo.

---

87. Capítulo II, p. 46.

88. Capítulo V, p. 29.

89. Capítulo V, p. 22.



El ministro De la Cuadra presentó a la Junta la propuesta de rebajar en 15% las remuneraciones más altas del sector público y en 10% las bajas. Al respecto, señalan Arancibia y Balart:

*“Pero el almirante Merino no quiso darle el pase. Según recuerda Roberto Kelly, Merino dio como argumento que una de las razones del levantamiento de la marinería en 1931 había sido la medida tomada por el ministro de Hacienda de la época, Pedro Blanquier, quien frente a la crisis económica que estaba azotando al país debido a la gran depresión del año 29, había justamente decretado la baja de remuneraciones. Obviamente, el almirante no quería pasar por un trance similar, por lo que se opuso a los planteamientos de De la Cuadra y del propio Pinochet que había dado el pase”<sup>90</sup>.*

Un buen ejemplo de por qué algunas decisiones de política económica deben tomar en cuenta no solo la teoría sino también la historia.

Otros ejemplos de soluciones técnicas incorrectas que vale la pena destacar como lecciones a no repetir son las que se refieren a las políticas de liberalización financiera.

La liberalización de la tasa de interés iniciada en 1974 —con la buena intención de dejar atrás las erróneas políticas de represión financiera, tasas reales negativas y créditos selectivos subsidiados— pecó de variados y costosos errores.

Por una parte, la tasa real se disparó a niveles francamente extraordinarios y se mantuvo así por mucho tiempo. Considerar que un precio tan importante en la economía podía permanecer significativamente desalineado por tan largo período sin tener graves consecuencias fue, sin duda, un error a tomar en cuenta en cualquier situación futura parecida. Indudablemente la autoridad —junto a los técnicos— debió haber detectado con mayor preocupación que algo no estaba funcionando adecuadamente.

En el área financiera, hubo situaciones extremas y de signo opuesto que resultaron ambas inconvenientes y de consecuencias muy costosas para el país. Cabe mencionar la represión financiera absoluta del gobierno de la Unidad Popular, con un sistema bancario mayoritariamente estatizado y tasas de interés enormemente negativa. En el otro extremo, se sitúan los años del gobierno militar con la liberalización a ultranza del sistema bancario que terminó con una crisis masiva de este.

El llamado experimento de la “banca libre” comenzó con el DL 455 de 1974 que, además de permitir la casi plena libertad en la negociación de tasas de interés, significó admitir el surgimiento de diversos intermediarios financieros con escasa o ninguna fiscalización

---

90. Arancibia, Patricia y Francisco Balart (2007). *Op. cit.*

oficial. Se trató de un cuerpo legal que con la buena intención de terminar con una política ineficiente y de exagerada intervención estatal, llevó el péndulo al otro extremo, sin ponderar adecuadamente las consecuencias que ello tendría dadas las circunstancias de la economía real de ese momento.

Los bancos, por su parte, aunque sujetos formalmente a la supervisión de la Superintendencia respectiva, fueron objeto de una reprivatización con muy débiles condicionantes y deficiente fiscalización posterior sobre la calidad de sus carteras.

A lo anterior cabe agregar las inconsistencias entre el discurso oficial que negaba que el Estado fuera a responder frente a los depositantes y otros acreedores de la banca, a la vez que en la práctica el Banco salió al rescate de varios casos puntuales de insolvencia.

Al desarrollo explosivo del sector financiero, se sumó, además, un “aluvión” de créditos externos que el Banco no quiso o no pudo controlar adecuadamente, argumentando que se trataba de un negocio entre privados que a la autoridad no le correspondía intervenir. De hecho, se sostuvo obstinadamente que los bancos eran “libres” de endeudarse con quien quisieran y de prestar a quien quisieran<sup>91</sup>.

Importante es destacar que hasta comienzos de 1982 las autoridades del Banco no dieron mayor importancia a la situación planteada por la avalancha de créditos externos.

Para el presidente De la Cuadra, en completa armonía con el ministro De Castro, el riesgo lo estaba corriendo el sector privado y la autoridad no debía controlar el volumen de endeudamiento externo.

Tampoco pareció constituir una preocupación de las autoridades investigar sobre quiénes eran los principales deudores ni el destino que le daban a los recursos. La falta de “contrapesos” independientes en el Banco fue factor decisivo en el mal manejo económico.

El costo que debió pagar el país cuando estalló la crisis de la deuda externa en 1982 fue exacerbado, entre otros factores, por estas políticas extremas en el sector financiero.

El PGB cayó casi 14% en 1982. De acuerdo a un análisis del economista opositor, Patricio Meller, *“el impacto puro de la recesión internacional (en Chile) habría sido una caída del PGB de 1982 que fluctuaría entre 0 y 1%, cifra similar al promedio de América Latina”*<sup>92</sup>.

---

91. Capítulo V, p. 65.

92. Revista *HOY*, 29 de diciembre de 1982 al 4 de enero de 1983, p. 25.

Diversos analistas, tanto opositores como afines al gobierno, resaltaron en esta etapa —a nuestro juicio, con razón— el grado de ideologismo que exhibió parte del equipo económico, lo que colaboró para persistir en gruesos errores no reconocidos a tiempo.

Extrañamente, uno de los períodos más emblemáticos y exitosos del largo gobierno militar, 1977 a 1981, fue el que recibió relativamente más críticas, tanto de opositores como de partidarios, dirigidas a las políticas económicas.

## Las lecciones positivas

Durante el último cuarto de siglo del Banco “antiguo” hubo, sin lugar a dudas, aspectos y avances muy positivos que sería injusto ignorar.

La experiencia de la modalidad de política cambiaria que se inauguró en el sexenio Molina-Massad —aquella de devaluaciones pequeñas y periódicas destinadas a mantener un tipo de cambio real razonablemente estable— fue una iniciativa que en un Chile con larga historia inflacionaria resultó apropiada y trascendente. Los subperíodos en que no se aplicó esa política sirvieron justamente para resaltar sus méritos.

Resultó muy positivo que al final del período de 25 años, en el contexto de los programas de ajuste estructural, los principios básicos de dicha política cambiaria se reforzaron y mantuvieron vigentes.

En el área de la liberalización comercial se llevó a cabo una reforma estructural de inédita trascendencia que contribuyó a cambiar sustancialmente la fisonomía de la economía chilena.

Aunque cabe reconocer que ya en el sexenio de Frei Montalva se dio inicio a una moderada apertura comercial —en especial con la eliminación de controles para arancelarios por parte del Banco Central—, fue al comienzo del gobierno militar cuando se planteó categóricamente el programa que llevó casi ininterrumpidamente a un grado de apertura desconocido en Chile desde comienzos del siglo XX.

Es importante destacar que el proceso de liberalización comercial se llevó a efecto a pesar de los subperíodos de intensas crisis que vivió el país. Hubo algunos retrocesos, pero fueron anunciados como de naturaleza transitoria y eso se cumplió. Una lección positiva aprendida, pues resultó fundamental mantener por un tiempo prolongado una política destinada a impulsar cambios profundos en la estructura productiva del país. En esto el Banco fue protagonista tanto en su participación en la reforma arancelaria como

en sus decisivas políticas de liberalización y simplificación de trámites de importación y exportación.

En contraposición a las malas y duras experiencias que coexistieron en el sector financiero, hubo reacciones de indudable valor. Las autoridades y el Banco, en ese sentido, aprendieron las lecciones de ciertos gruesos errores y corrigieron la legislación en el sentido de asegurar una fiscalización eficiente, sin regresar a una innecesaria represión financiera.

El desarrollo del mercado de capitales, si se compara el inicio del período de 25 años con su término, fue espectacular. En ese tema, las crisis experimentadas en el intertanto —a veces, sin duda, evitables— no lograron frenar un proceso de mediano plazo que durante el gobierno militar le cambió el rostro al sector financiero del país.

Los instrumentos utilizados para la implementación de la política monetaria constituyeron otra área en la que se observó un categórico progreso. La utilización adecuada de las tasas de encaje y de las operaciones de mercado abierto representó una modernización trascendental del período.

Otro tema a destacar como positivo durante el lapso que abarca esta historia es el relacionado con la renegociación de la deuda externa.

Tal como es ineludible una evaluación crítica del exagerado aumento del endeudamiento externo —concentrado en el sector privado— durante la gestión Bardón-De la Cuadra, es necesario reconocer que la gestión Seguel-Concha tuvo un éxito notable en la reestructuración de los vencimientos y en la reducción del *stock* global de la deuda.

Las sucesivas renegociaciones, iniciadas en 1983, y que sin duda contaron con el decidido apoyo de los organismos internacionales y requirieron la garantía estatal en algunas de sus etapas, mejoraron sustancialmente el perfil de vencimientos y constituyeron una pieza esencial de la recuperación económica.

El escenario de disciplina financiera y buenas políticas económicas que fue construyendo el país, tal como lo destacaron las autoridades de la época, fueron el respaldo adecuado para obtener la confianza de los acreedores.

Además de las renegociaciones, se logró también un notable resultado con la aplicación de diversos mecanismos destinados a aprovechar los sustanciales descuentos con que durante varios años se transaron los pagarés chilenos en los mercados internacionales.

El Banco estableció varias normativas —aprobadas por los acreedores— para que los inversionistas, nacionales y extranjeros, pudiesen realizar operaciones de compra de

dichos pagarés sin utilizar divisas oficiales y, en el caso de los extranjeros, convertirlos en inversión foránea sujeta a normas especiales de retiro y remesas de utilidades. Es efectivo que algunos de estos mecanismos dieron lugar a fraudes, aunque se trató de un número relativamente menor de operaciones.

El Banco, además, realizó algunas operaciones directas utilizando reservas internacionales por montos significativamente menores al valor par de la deuda rescatada.

En síntesis, tal como se describió en el capítulo VIII, al cabo de cinco años de la implementación de estas transacciones se logró una reducción bruta cercana a los 9 mil millones de dólares del *stock* de deuda externa existente a fines de 1984, ascendente a casi 20 mil millones de dólares.

Este fue, sin duda, un resultado exitoso que compensó en parte un error previo.

Finalmente, cabe subrayar, que en el último quinquenio del gobierno presidido por Pinochet se jugó gran parte de lo que dicha administración dejó de herencia —en lo económico— a los regímenes democráticos.

Si se deseaba consolidar las principales reformas estructurales planteadas en “El Ladrillo”, e implementadas fundamentalmente por los *Chicago boys*, resultaba indispensable sanear la economía, reprivatizar, recuperar los equilibrios básicos, mantener una tasa razonable de crecimiento y, en lo posible, reencantar a la población con un incremento de su estándar de vida.

En este sentido, la estabilidad y nuevas orientaciones de las autoridades económicas se completaron con el nombramiento de Hernán Büchi, en febrero de 1985, como ministro de Hacienda y líder *de facto* del equipo económico.

El discurso del nuevo equipo económico fue muy diverso al de la época de De Castro. Otra lección aprendida.

A pesar que la mayor parte de las orientaciones económicas coincidían, Büchi y su equipo tuvieron buen cuidado en priorizar el pragmatismo y la gradualidad, sin sobrevalorar las reformas promercado. Solo al final del período hubo ciertas desviaciones en torno al discurso prudente, quizás propias de los períodos preeleccionarios.

En definitiva, el quinquenio registró *altas* cifras de crecimiento, transitando con seguridad de menos a más, y haciendo de Chile una de las pocas economías latinoamericanas que en pocos años logró superar la fuerte recesión internacional de 1982-1983 y la profunda crisis de la deuda.

Elemento fundamental de ese quinquenio final —conviene repetirlo— fue la inédita asociación del país con el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional. El programa de ajuste estructural con el Banco Mundial y los convenios de facilidad extendida con el FMI constituyeron un inestimable hito para superar el complicado período previo con políticas inteligentes que combinaron la necesaria recuperación de los equilibrios macroeconómicos con el establecimiento de bases sólidas de crecimiento a largo plazo.

## El peligro de la subordinación política: la autonomía como respuesta

Un tema implícito y recurrente en la visión retrospectiva desarrollada en las secciones precedentes ha sido el del profundo acatamiento político de las autoridades del Banco a los gobernantes de turno. Como estos últimos tuvieron fuertes diferencias ideológicas, ello repercutió en el Banco y lo alejó, en muchas ocasiones, de sus objetivos y funciones naturales.

Vale la pena volver a recalcar, en este contexto, que durante el breve gobierno de la Unidad Popular el Banco Central prácticamente abdicó de ejercer sus funciones más propias y específicas para comprometerse con un propósito político superior, cual fue, la construcción de una economía socialista. En otras palabras, si el objetivo de procurar la estabilidad de precios es inherente a la esencia de un banco central, ello se abandonó en gran medida en pos de conseguir otros propósitos dictados por la ideología política gobernante.

Al respecto cabe recordar, por ejemplo, lo expresado por el gerente general del Banco, Jaime Barrios, quien refiriéndose a las reformas sociales y estructurales comprometidas en el programa de la UP, fue muy explícito al reconocer que, en 1971, *"para poder cumplir estas transformaciones y objetivos del gobierno popular, el Banco Central brindó el apoyo necesario a dichos cambios al precio de una duplicación de la oferta monetaria"*<sup>93</sup>.

Lo anterior, sin embargo, no se produjo solo en el período de la Unidad Popular. Durante algunos sub períodos del gobierno militar se pudo detectar un fenómeno de similar naturaleza.

En efecto, quizás el ejemplo más representativo se manifestó en el "período de oro" de los *Chicago boys*, cuando se profundizó el modelo liberalizador bajo la conducción de De Castro y se produjo un ambiente de optimismo rayano en una irrazonable euforia. Citas y declaraciones de altas autoridades de la época, transcritas en este libro, ilustran lo señalado<sup>94</sup>.

---

93. Capítulo II, p. 27.

94. Capítulo V.

A pesar de su indiscutible capacidad profesional, el equipo económico del período 1977-1981 cometió un grave error de economía política al adherir obstinadamente a un modelo teórico con supuestos de comportamiento que no tenían sustento en la realidad del país.

El Banco simplemente estuvo sometido a esa ideología y, al igual que en la época de la UP, abdicó de cumplir con algunas de sus funciones naturales. Aunque esta vez hubo un efímero control de la inflación, se falló gravemente en los objetivos de velar por la estabilidad financiera y el equilibrio en las cuentas externas.

Analistas de diversas tendencias hicieron ver el peligro que representaba la terquedad ideológica que afectó al Banco y en general a los economistas de gobierno en esos períodos. Sebastián Edwards, por ejemplo, desde el exterior comentaba, al referirse a ese período, cuánto le impresionaba que *"los errores se cometieron a causa principalmente del dogmatismo y sectarismo del equipo económico"* y de su incapacidad de acoger otras opiniones.

Edwards relata como una preocupante anécdota que tomando los trabajos publicados durante la dictadura por dos prestigiosos centros de investigación (Instituto de Economía de la Universidad Católica y Cieplan) constató que *"las referencias cruzadas casi no existen en absoluto"*. Agrega, entonces, que

*"[...] si a nivel científico se advierte una falta tan manifiesta de comunicación entre quienes piensan distinto, una incapacidad tan aguda de establecer diálogo, no es extraño que en el ámbito de la aplicación práctica de la política económica el desencuentro sea todavía mayor, con resultados funestos para el país"*<sup>95</sup>.

En este libro se ha podido apreciar el enorme costo en que incurrió el país por situaciones de graves errores de política económica que pudieron evitarse.

Desde el punto de vista del Banco es interesante subrayar que un porcentaje no menor de esos errores terminaron por justificar plenamente la autonomía institucional. Lamentablemente, el gobierno militar postergó su implementación hasta fines de 1989, impidiendo de esa manera que una auténtica autonomía hubiera puesto frenos a la intrusión en el Banco de factores ideológicos ajenos a un manejo estrictamente independiente y profesional.

Con todo, la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central (LOC) que se promulgó en octubre de 1989 y empezó a regir en plenitud cinco días antes de la elección en que

---

95. Edwards, Sebastián (1984). *Op cit.*, p. 35.

triunfó Patricio Aylwin, fue sin duda la principal herencia que dejó el régimen militar en el área concerniente al instituto emisor.

Se trató de un hito en la historia económica del país.

Algunos, sin embargo, a la fecha de su promulgación la consideraron uno de los “amarres” legislativos que dejaba la dictadura y que era necesario derogar o al menos modificar sustancialmente cuando llegara la democracia. Esas opiniones, sin embargo, estuvieron inevitablemente contaminadas por sesgos políticos y muy especialmente por la desconfianza —sin duda alimentada por el régimen— de los verdaderos objetivos que se pretendían con la nueva institucionalidad.

El mérito de esa ley corresponde a las autoridades del Banco, en especial las de los últimos años del gobierno militar.

Pocos economistas de prestigio persistieron en las críticas a la autonomía. Las posiciones se morigeraron cuando se llegó a un acuerdo sobre la composición pluralista del primer Consejo y se dispó la desconfianza inicial.

La legitimación del Banco regido por la nueva LOC, la ley de “amarre”, ha sido materia de diversos análisis y ha pasado con éxito la prueba. Pero lo que sucedió después con el Banco Central autónomo es materia de otra historia<sup>96</sup>.

---

96. Naudon, Alberto y Luis Álvarez, editores (2016). “25 años de autonomía del Banco Central de Chile”, *Serie Banca Central, Análisis y Políticas Económicas*, Banco Central de Chile.



## RECUADRO IX

### Examen de la Ley Orgánica Constitucional 1989

En este recuadro se destacan algunas de las disposiciones esenciales de la nueva legislación que fueron particularmente realizadas por las autoridades del Banco.

#### Rasgos fundamentales propios de la autonomía

a) Aunque la existencia del Banco Central autónomo ya estaba resuelta con la incorporación de los artículos 97° y 98° en la Constitución de 1980, se explicó que la LOC vino a dar cuerpo “*al mandato constitucional de la autonomía del Banco Central*”<sup>1</sup>.

En primer lugar, se subrayó, la LOC postuló como objetivo del Banco autónomo —siguiendo el estatuto del *Bundesbank*— “*velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos*”. Un primer rasgo esencial, en consecuencia, fue la determinación precisa del objetivo institucional: estabilidad de precios y evitar crisis financieras internas o de balanza de pagos, y se dejó claro que el Instituto Emisor no forma parte de la Administración del Estado. En este último aspecto, el artículo 90 de la LOC declaró explícitamente inaplicable al Banco la Ley 18.575 sobre Bases Generales de la Administración del Estado.

b) Un segundo rasgo fundamental fue el establecimiento —como máximo órgano directivo del Banco— de un Consejo integrado por cinco miembros, incluidos entre estos el presidente y el vicepresidente.

Todos los consejeros debían ser nombrados por el Presidente de la República, previa aprobación del Senado, por diez años, renovables. Se trató de cargos de dedicación exclusiva. El presidente del Banco también era designado por el Presidente de la República, de entre los consejeros, por un período de cinco años. La renovación de los miembros del Consejo era parcial: un consejero cada dos años.

---

1. Fontaine, Juan Andrés (1988). “Banco Central: Autonomía para cautelar la estabilidad”, Exposición en seminario Gemines, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N°730, diciembre, p. 3269.

En opinión del director de Estudios “*en la relativa independencia de los miembros del Consejo, respecto del gobierno en ejercicio, radica la mejor garantía de la autonomía de la institución*”<sup>2</sup>.

c) También, a juicio del director de Estudios, las disposiciones encaminadas a facilitar la coordinación del Banco autónomo con el Poder Ejecutivo constituían otro rasgo muy importante de la nueva LOC. Entre las principales disposiciones estaban:

- i) “El Consejo, al adoptar sus acuerdos, deberá tener presente la orientación general de la política económica del gobierno” (artículo 6);
- ii) Obligación del Banco Central de mantener informado al gobierno y al Senado, en ocasiones y términos específicos;
- iii) Asistencia del ministro de Hacienda o del Subsecretario a todas las sesiones del Consejo, con derecho a voz;
- iv) Facultad de suspensión, por parte del ministro de Hacienda, de cualquier resolución del Consejo para una segunda discusión;
- v) Poder de veto del ministro de Hacienda en el caso de imposición de restricciones cambiarias (superable solo por insistencia unánime del Consejo).

En opinión de Fontaine, “*estas disposiciones son suficientes para obligar al Banco Central a dialogar con el ministro de Hacienda y a ponerse de acuerdo, antes de actuar*”<sup>3</sup>.

d) Las fórmulas de exigencia de responsabilidad a los consejeros fue otro rasgo esencial.

En efecto, la LOC dispuso que el Consejo remitiera anualmente, al ministro de Hacienda y al Senado, un informe acerca de las políticas y programas que aplicaría al año siguiente, adjuntando esencialmente un balance proyectado. Asimismo, debería remitir la *Memoria* anual de su gestión.

---

2. *Ibid.*, p. 3272.

3. *Ibid.*, p. 3273.

*“En mi opinión, el proyecto funda la responsabilidad de la gestión autónoma del Banco Central en la información al Presidente de la República, al Senado y a la opinión pública en general”, destacó Juan Andrés Fontaine.*

e) La autonomía requiere, entre otras materias, la autonomía patrimonial.

El capital inicial del Banco se fijó en 500 mil millones de pesos. La LOC estableció que el Banco

*“[...] por acuerdo fundado de la mayoría del total de los miembros del Consejo, podrá solicitar al ministro de Hacienda, con cargo a los fondos que se consulten en la Ley de Presupuestos de la Nación, el aumento de su capital o la entrega de aportes específicos a su patrimonio”.*

En cierto sentido, este tema patrimonial constituyó una limitación a una más amplia autonomía, pues el gobierno no estaba obligado a acceder a la solicitud del Consejo. Como contrapartida, el Consejo debía ser especialmente cuidadoso para no debilitar su base patrimonial, la cual es siempre vulnerable ante políticas erradas y solo puede ser repuesta o aumentada por ley.

## **Innovaciones de las facultades de carácter monetario y financiero**

Las atribuciones propias del Banco Central son —citando al director de Estudios de la época— exclusivamente:

- i) La regulación de la cantidad de dinero y crédito: la política monetaria;
- ii) La actuación de prestamista de última instancia para evitar corridas bancarias, y
- iii) La reglamentación de los sustitutos más cercanos del dinero, aquellos producidos por el sistema financiero nacional y la moneda extranjera. De allí la facultad para dictar ciertas normas financieras y para regular las operaciones de cambio<sup>4</sup>.

En cuanto a la ejecución de la política monetaria, la principal innovación de la nueva LOC —de acuerdo a la respectiva disposición constitucional— es que el

---

4. LOC, título III, párrafos primero a quinto, artículos 27° a 35°.

Banco solo puede otorgar crédito a las instituciones financieras, esto es, bancos y sociedades financieras, y nunca a las entidades del sector público.

Otras innovaciones dicen relación con los encajes: se eliminó la facultad del Banco para imponer encajes diferenciados según las finalidades de determinadas colocaciones y se derogaron los encajes mínimos de 10% para los depósitos a la vista y de 4% para los depósitos a plazo, establecidos en la Ley de Bancos.

Sin embargo, se estableció que los encajes máximos no podrían superar, en promedio, el 40% para las obligaciones a la vista y el 20% para las a plazo. También se dispuso que el Banco —como excepción— podría fijar encajes especiales respecto de los depósitos que efectúen todas las entidades del Estado y “no solo las exceptuadas de la Cuenta Única Fiscal” como era la norma anterior.

No hubo novedades muy significativas en cuanto a la actuación del Banco como prestamista de última instancia. Por supuesto, la LOC mantuvo la facultad para conceder a bancos y financieras préstamos de liquidez transitorios y actuar, según dispone la Ley de Bancos, en la refinanciación de los depósitos a la vista en caso de falencia de un banco.

En todo caso, en contraste con la ley anterior, se precisó lo que se debería entender por “casos de urgencia” y se exigió un informe de la Superintendencia cuando se otorgaran préstamos a más de 15 días.

En la nueva LOC, las facultades del Banco en materia de regulaciones financieras quedaron definitivamente más restringidas que en la anterior legislación.

En efecto, se destacó especialmente que el Banco perdió la facultad para fijar las tasas de interés sobre colocaciones o captaciones, salvo en los depósitos a la vista, y de regular cualitativamente el crédito. Cualquier acción en ese sentido tendría que ser indirecta, por medio de sus propias operaciones de crédito<sup>5</sup>.

Las normas financieras que el Banco podía dictar —sin innovaciones importantes con respecto a las vigentes— se referían a normas generales regulatorias de las características de los sustitutos más próximos del dinero, ya sea que se trate de cuentas corrientes, tarjetas de crédito o, en general, cuasidinero bancario.

---

5. Fontaine, Juan Andrés (1988). *Op. cit.*

Algo novedoso, sin embargo, decía relación con la facultad del Banco de autorizar mecanismos de reajuste distintos a la UF, la cual quedó circunscrita solo a las operaciones en que interviniera algún banco o financiera, dejando libre el derecho a pactar sistemas de reajuste alternativos para las restantes operaciones, como, por ejemplo, emisión de bonos.

Es importante señalar que la LOC —en el ámbito de las atribuciones del Banco— se refirió a las materias que son prerrogativa exclusiva de la institución y que, según el presidente Seguel, restringió *“respecto a las que actualmente posee”*<sup>6</sup>.

Hay que recordar, en todo caso, que el Banco realiza diversas otras tareas que no constituyen sus funciones propias y que – a lo largo de su historia – ha desempeñado en calidad de asesoría al gobierno y/o actuando como agente fiscal. En el caso de estas últimas, el Banco podría continuar desempeñando en la medida en que el gobierno así lo dispusiera, pues esas tareas las ejecuta “por delegación” y no le son exclusivas.

## Facultades en materias cambiarias: un nuevo enfoque

Sin duda fue en el campo de las operaciones de cambios donde la nueva LOC introdujo modificaciones más sustanciales en cuanto a las facultades del Banco<sup>7</sup>.

Desde luego se derogó la ley de cambios vigente, la cual se basaba en el principio de que toda operación de cambios estaba prohibida, a menos que contara con una autorización expresa del Banco Central. Sobre esa base se edificó la red de restricciones cambiarias que rigieron, con mayor o menor intensidad, durante todos los años previos a la nueva LOC.

La ley de cambios derogada correspondió al Decreto 471 de 1977, del Ministerio de Economía, Fomento y Reconstrucción, que fijó el texto refundido, coordinado y sistematizado de la ley sobre comercio de exportación e importación, y de operaciones de cambios internacionales. La derogación del mencionado decreto se debía producir el 19 de abril de 1990.

---

6. Seguel, Enrique (1989c). “Contenido y proyecciones de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile”, Exposición en Icare, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 733, marzo, p. 614.

7. LOC, título III, párrafo octavo, artículos 39° a 52°.

De acuerdo con el presidente Seguel, la nueva LOC estableció un aspecto novedoso e introdujo un cambio conceptual fundamental. En efecto, se revirtió la situación tradicional en que toda operación de cambio no expresamente autorizada estaba prohibida o, en otras palabras, el principio del “monopolio cambiario del Banco Central”.

Se estableció, en contraste, el principio exactamente opuesto, esto es, que toda persona podría efectuar libremente en el país operaciones de cambio internacional, salvo aquellas expresamente reguladas y restringidas por el Banco Central. Dicho de otra forma, lo que no se hubiere prohibido expresamente, quedaría permitido, de acuerdo a principios propios del derecho privado.

Seguel destacó, sin embargo, que esta modificación no significaba que el Banco Central perdiera *“las herramientas necesarias para prevenir eventuales crisis de balanza de pagos pues, en el hecho, podría incluso reproducir un sistema cambiario semejante al actual, aunque solo con carácter excepcional”*<sup>8</sup>.

La filosofía detrás de estas disposiciones fue que el régimen normal y conveniente era el de la libertad cambiaria, esto es, la ausencia de controles para las transacciones de moneda extranjera.

Sin embargo, la experiencia chilena, con recurrentes crisis de balanza de pagos, hizo aconsejable dotar a una autoridad —el Banco Central— de la facultad de establecer excepcionalmente restricciones cambiarias. En este sentido, la libertad cambiaria otorgada en la LOC no fue de carácter ilimitado o absoluto.

Tal como se planteó en el informe del proyecto a la Junta de Gobierno,

*“Las facultades cambiarias que a continuación se explican constituyen, entonces, lo que se ha juzgado el mínimo inevitable de intervención para una economía sometida necesariamente a fluctuaciones recurrentes en sus disponibilidades de moneda extranjera”.*

---

8. Seguel, Enrique (1989c). *Op. cit.*, p. 614.

## Disposiciones para enfrentar crisis cambiarias

La LOC estableció dos clases de disposiciones que permiten afrontar adecuadamente situaciones de crisis o bien mantener ciertas políticas vigentes que podría parecer aconsejable no abolir<sup>9</sup>.

En primer lugar, se otorgó al Banco la atribución para disponer que determinadas operaciones de cambios internacionales se realicen, exclusivamente, en el Mercado Cambiario Formal (MCF), esto es, en los bancos y otras entidades especialmente autorizadas por el Banco.

Sin embargo, cabe advertir que

*“A través de dicho expediente no podría llegarse a prohibir la realización de las correspondientes operaciones, puesto que la medida solo persigue canalizar las mismas, estableciendo regulaciones mínimas a su ejecución”<sup>10</sup>.*

En un paso adicional, el Banco quedó facultado, bajo ciertas condiciones, a imponer determinadas restricciones a las operaciones canalizadas por el MCF, y exclusivamente a ellas.

Las aludidas restricciones, en términos simplificados, dicen relación con exigencias de autorización previa para ciertas operaciones, establecimiento de límites a la tenencia de divisas por parte de las entidades que constituyen el MCF, y la facultad para prohibir a las mismas la realización de operaciones no autorizadas por el Banco. En este sentido, las autoridades del Banco destacaron que por este expediente se podía volver al principio “actualmente vigente” (podrán realizar solo las operaciones autorizadas por el Banco y en la forma que este determine), aunque ahora con un perfil transitorio y excepcional.

En segundo término, las restricciones cambiarias quedaron sujetas a un estricto régimen —tanto en lo sustancial como en el orden formal— destinado a regular su imposición.

---

9. Alcalde, Enrique, (1989). “Principales aspectos de la Normativa Cambiaria en el proyecto de Ley del Banco Central”, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 737, julio.

10. *Ibid.*, p. 1731.

Es así como, en cuanto a las causales necesarias para su adopción, se precisó que la medida debía estar fundada en exigencias tendientes a preservar la estabilidad de la moneda o el financiamiento de la balanza de pagos del país; el *quorum* necesario para imponerlas era el de la mayoría del total de los miembros del Consejo; su plazo de vigencia no podría exceder de un año, aunque renovable, y por último, para que ellas comenzaran a regir era menester que el ministro de Hacienda no hiciera uso del derecho de veto que se le otorgó o bien, si lo ejerciere, que no fuere superado por la insistencia de la unanimidad de los consejeros.

De importancia también en el tema de las operaciones de cambio fueron las modificaciones fundamentales en cuanto a las sanciones cambiarias y al poder que asistía al Banco Central en esa materia.

Cabe recordar que durante muchos años la legislación cambiaria contempló severas penas, no solo pecuniarias y de significativa cuantía, sino también privativas de la libertad a los infractores.

De acuerdo con el abogado Enrique Alcalde, en la nueva LOC fue necesario destacar que las infracciones a las normas sobre operaciones de cambios internacionales

*“[...] no serán, en el futuro, constitutivas de delito sino de sanciones administrativas consistentes en la aplicación de multas —de cuantía considerablemente inferior a las vigentes— por parte del Banco Central”<sup>11</sup>.*

Adicionalmente, otra novedad de la LOC fue la obligación impuesta al Banco para que en cuanto constatare la existencia de un hecho susceptible de ser sancionado con multa, de citar a la persona afectada, en forma previa a la imposición de la misma, para escuchar sus descargos y establecer instancias de apelación.

Solo como excepción, se tipificó como delito cambiario la falsedad maliciosa en la presentación de documentos acompañados en sus actuaciones con el Banco o en las operaciones de cambios internacionales.

En cuanto al mercado cambiario, la LOC consagró la libertad en la determinación del tipo de cambio. Lo anterior, sin embargo, no significó que el Banco no pudiera continuar influyendo en su determinación a través de su facultad para comprar

---

11. *Ibid.*, p. 1733.



y vender divisas a los precios que ofrezca. Los personeros del Banco explicaron, durante el proceso legislativo, que *“la iniciativa ha tratado de evitar dar al Banco cualquier atribución para que pueda interferir directamente en la fijación del tipo de cambio”*<sup>12</sup>.

Finalmente, otra innovación importante en relación a las operaciones cambiarias y de comercio exterior, comparado con la ley que estaba vigente, fue que se dispusieron fuertes limitaciones al Banco en cuanto a sus atribuciones para determinar los valores de importaciones, exportaciones y servicios extranjeros. Con anterioridad, ello quedaba al solo arbitrio del Banco, lo cual se modificó en la LOC, creando una comisión ajena al Banco para poder apelar y luego una segunda instancia ante la Corte de Apelaciones.

## Otras funciones y/o atribuciones del Banco Central establecidas en la LOC

Aunque no hubo novedades de gran significación en comparación con la situación previa, es conveniente mencionar aquellas facultades que mantuvo el Banco más allá de sus “funciones exclusivas” y que quedaron incorporadas en la LOC de 1989.

El Banco, a solicitud del ministro de Hacienda, quedó facultado para actuar en carácter de agente fiscal en diversas funciones<sup>13</sup>. Entre ellas destacan la contratación de créditos externos e internos, lo relativo al servicio y amortización de la deuda externa del Estado, y representar al Estado en la conversión y renegociación de la deuda pública externa, directa e indirecta.

También el Banco conservó una serie de atribuciones en materia internacional<sup>14</sup>.

En efecto, puede participar, en representación del gobierno de Chile o por sí, según corresponda, en organismos financieros extranjeros o internacionales y operar con ellos; contratar en el exterior toda clase de créditos, mediante líneas de crédito, préstamos o a cualquier otro título; emitir títulos y colocarlos en el extranjero; conceder créditos en el extranjero cuando ellos tengan por objeto

---

12. Informe a la Junta de Gobierno, p. 181.

13. LOC, título III, párrafo sexto, artículo 37°.

14. LOC, título III, párrafo séptimo, artículo 38°.

facilitar el cumplimiento de los objetivos del Banco; recibir depósitos o abrir cuentas corrientes de bancos o entidades financieras extranjeras o internacionales, y mantener, administrar y disponer de sus reservas internacionales, en el país o en el exterior.

En otro orden de materias, la LOC dispuso que el Banco “*deberá compilar y publicar, oportunamente, las principales estadísticas macroeconómicas nacionales, incluyendo aquellas de carácter monetario y cambiario, de balanza de pagos y las cuentas nacionales u otros sistemas globales de contabilidad económica y social*”<sup>15</sup>.

Asimismo, el Banco quedó facultado para abrir cuentas corrientes bancarias a las empresas bancarias y sociedades financieras, a la Tesorería General de la República y a otras instituciones, organismos o empresas del Estado, cuando ello sea necesario para la realización de sus operaciones con el Banco, según calificación efectuada por mayoría del total de los miembros del Consejo.

## **Normas sobre transparencia, patrimonio e informes al Senado**

El título V “Del Procedimiento de Publicidad y Reclamo” introdujo importantes obligaciones para el Banco en cuanto a la transparencia que deben regir sus actuaciones.

Esto fue realizado por las autoridades como uno de los requisitos indispensables complementarios a su autonomía.

Por una parte, se estableció la obligación de reserva respecto de los antecedentes relativos a las operaciones que efectúe, especificando las correspondientes excepciones. Por otro lado, se detalló la forma en que debían ser publicitados los acuerdos e instrucciones de carácter general.

Asimismo, la LOC dispuso que de los acuerdos, reglamentos, resoluciones, órdenes o instrucciones que el Banco dicte en el ejercicio de determinadas facultades y que se estimen ilegales, podrá reclamarse por el interesado ante la Corte de Apelaciones, para lo cual se fijan los respectivos procedimientos y plazos<sup>16</sup>.

---

15. LOC, título III, párrafo noveno, artículo 53°.

16. LOC, título V, artículos 66° a 74°.

En el título VI “De los Estados Financieros y de los Excedentes del Banco” se estableció, entre otras disposiciones relativas al balance anual, el destino de los excedentes: hasta 10% a la constitución de reservas y el saldo a beneficio fiscal. Solo por ley ese saldo o parte de él podía destinarse a incrementar las reservas o el capital del Banco. En caso de déficit en algún ejercicio debía cubrirse con las reservas constituidas.

Para el nuevo organismo autónomo se propuso un capital inicial de 500 mil millones de pesos.

Aunque el monto no experimentó cambios durante el proceso legislativo, cabe señalar que en el debate hubo opiniones que consideraron esa cifra demasiado alta para las posibilidades de completarla por parte del Banco. Sin embargo, los representantes del Banco explicaron al respecto que, en ese momento, el patrimonio ascendía a 376 mil millones de pesos, y que estimaciones conservadoras señalaban que al 31 de diciembre de 1991 podría llegar a aproximadamente 512 mil millones de pesos<sup>17</sup>.

Además de la tradicional *Memoria* anual que debía confeccionar el Banco, una innovación de la LOC fue la obligación del Consejo de presentar al ministro de Hacienda y al Senado, antes de 30 de septiembre de cada año,

*“[...] una evaluación del avance de las políticas y programas del año en curso, como asimismo, un informe de aquellos propuestos para el año calendario siguiente, en el cual se indicarán las proyecciones económicas generales sobre las que se basan dichos antecedentes y los efectos que se pudieren producir en las principales partidas de los estados financieros del Banco proyectados para ese período”<sup>18</sup>.*

La fecha de 30 de septiembre fue elegida de manera que la Comisión Mixta de Presupuestos —que funciona en el Senado— pudiera disponer de ese informe al estudiar el proyecto de Ley de Presupuesto de la Nación del año siguiente.

El título VII “Del Personal” reitera que las relaciones de los trabajadores del Banco con la institución se regirán por las disposiciones de la LOC y, en subsidio, por las del Código del Trabajo y demás normas legales aplicables al sector privado.

---

17. Ordinario N° 6583/130/161, H. Junta de Gobierno, p.76.

18. LOC, título VI, artículo 80°.

Categoricamente señala que “en ningún caso se aplicará al personal del Banco las normas generales o especiales dictadas o que se dicten para el sector público”<sup>19</sup>.

Finalmente, en el título VIII “Disposiciones Varias”, cabe destacar el siguiente artículo:

*“Cualquier mercancía podrá ser libremente exportada o importada a condición de que se cumplan las normas legales y reglamentarias en vigencia a la fecha de la respectiva operación. No podrán exigirse depósitos previos para la realización de operaciones de exportación e importación ni podrán fijarse contingentes, cupos o cuotas para ellas”.*

Esta disposición, que anteriormente estaba en otros cuerpos legales, el legislador optó por incluirla en el artículo 88° de la LOC del Banco Central. Excepcionalmente, por el principio de reciprocidad, se podía prohibir exportaciones o importaciones cuando se tratara de países que impusieran restricciones a las mercancías chilenas.

## **Funciones y atribuciones que otros cuerpos legales le confieren al Banco**

El análisis de la LOC de 1989 no sería completo sin mencionar, aunque sea muy brevemente, algunas de las atribuciones más significativas que mantuvo el Banco como consecuencia de disposiciones de otros cuerpos legales que en diferentes oportunidades hicieron referencia al Instituto Emisor, para encargarle alguna tarea. El artículo 91° de la LOC menciona los cuerpos legales que quedaron vigentes y que hacen referencia al Banco Central.

Especialmente importantes fueron las diversas funciones y responsabilidades que el Decreto Ley 3500 —creador del nuevo sistema de pensiones y de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), en 1980— asignó al Banco Central. A manera de ejemplo:

- i) Los títulos representativos de a lo menos 90% de los fondos debían mantenerse en custodia en el Banco Central u otras instituciones que este autorice, además de establecer las tarifas de custodia;

---

19. LOC, título VII, artículo 81°.

- ii) El Banco determinará la diversificación de las inversiones de los fondos de pensiones entre los distintos tipos genéricos de instrumentos y el plazo promedio de ellos;
- iii) El Banco regulará los depósitos en cuenta corriente y a plazo, fijando múltiplos, porcentajes y determinación de límites;
- iv) El Banco determinará cuáles se consideran mercados secundarios formales, donde se podrá transar los títulos representativos de las inversiones de los fondos, y
- v) El Banco, de acuerdo con ciertos criterios, determinará los países que poseen una clasificación de riesgo de grado de inversión.

En otra materia, el Decreto Ley 600 “Estatuto de la Inversión Extranjera” asignó al Banco Central la determinación de las normas de carácter general que debían cumplir los créditos asociados a una inversión extranjera. Asimismo, se estableció que las inversiones extranjeras acogidas al artículo 11 bis del mencionado DL, sujetas a un contrato especial, debían contar con un informe previo favorable del Consejo del Banco Central. El artículo 11 bis otorga beneficios especiales a los grandes inversionistas extranjeros que operen proyectos de exportación, permitiéndoles, entre otras condiciones, regímenes especiales de retorno. El Banco, además, quedó encargado de la fiscalización del cumplimiento de las estipulaciones del contrato.

Como ya se ha anticipado, la Ley 18.401, de enero de 1985 estableció las disposiciones para normalizar la situación de las entidades financieras intervenidas y entregó al Banco una serie de atribuciones, tales como, vender a Corfo, bajo ciertas condiciones, los créditos que tuviera en contra de las entidades financieras sometidas a administración provisional, fijar la dieta anual máxima de determinados directores de bancos, actuar como agente de la Corfo en la suscripción, administración, custodia y enajenación de las acciones que adquiriera Corfo en virtud de la mencionada ley, emitir informe sobre el efecto en el cumplimiento de la obligación de recompra en los casos que entidades financieras emitieran acciones preferidas.

En el mismo contexto, además, la Ley 18.818 de julio de 1989, estableció que los bancos y sociedades financieras que

*“[...] tengan pendientes pactos de recompra de cartera con el Banco Central podrán solicitar a éste la novación de todas las obligaciones*

*emanadas de los mismos, sustituyéndola por una nueva obligación de carácter subordinado que se sujeta a una serie de requisitos establecidos en la ley y los que fije el Comité Ejecutivo del Banco*<sup>20</sup>.

Los requisitos fueron fijados en el Acuerdo 1953 del 16 de agosto de 1989. Esta disposición legal fue muy significativa como etapa del largo proceso que se inició en la masiva intervención bancaria de 1981-1983.

En una materia relacionada, la Ley 18.412 de mayo de 1985, que estableció normas para las entidades financieras en liquidación forzosa a mayo de 1985, facultó al Banco Central para adquirir —conforme a ciertos parámetros— los activos y asumir los pasivos de dichas entidades. La ley otorgó al Banco Central la calidad de sucesor de los bancos y sociedades financieras respecto de los pasivos asumidos en virtud de lo dispuesto en esa legislación.

En otro tema, la Ley 18.525 de junio de 1986, creó una Comisión Nacional encargada de investigar la existencia de distorsiones en el precio de las mercaderías importadas. La LOC dispuso que dicha comisión quedará integrada por el Fiscal Nacional Económico, quien la presidirá, dos representantes del Banco Central, designados por su Consejo, un representante del ministro de Hacienda y uno del ministro de Economía, Fomento y Reconstrucción, el Director Nacional de Aduanas y un representante del Ministerio de Relaciones Exteriores. El Banco Central actuará como secretaría técnica de la Comisión.

La Ley 18.624 de junio de 1987, que autorizó la renegociación de la deuda externa al 31 de diciembre de 1984 y otorgó la garantía del Estado en la reprogramación de la deuda, autorizó al Estado, representado por el Banco Central en calidad de agente fiscal, para renegociar con instituciones financieras públicas extranjeras o agencias estatales u oficiales, la remesa al exterior de moneda extranjera de los vencimientos de los años 1983 a 1987.

Otras normas que hicieron referencia al Banco fueron:

- i) La Ley Orgánica de la Comisión Chilena del Cobre (Cochilco), cuyo Consejo estará compuesto, entre otros, por dos representantes del Banco; el Banco, a la vez, debe dictar normas para determinar la forma en que Cochilco informe ciertas materias relativas a la exportación de cobre;

---

20. Laval, Juan Esteban, (1999), p. 16. Actualización, artículo 91 del artículo primero de la Ley 18.840 Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile, mimeo, Banco Central de Chile, abril de 1999.

- ii) El Decreto Ley 1350, de 1976, referido a la Corporación Nacional del Cobre (Codelco), que dispone entre otras materias un tratamiento especial para los retornos de Codelco y la liquidación de los mismos;
- iii) La Ley 13.196 dispuso que el Banco Central debe depositar en la Tesorería General de la República, y en dólares, el 10% del ingreso en moneda extranjera determinado por la venta al exterior de la producción de cobre, incluidos sus subproductos, de la Corporación Nacional del Cobre y el 10% del valor de los aportes al exterior que efectúe dicha Corporación.

Finalmente, solo se mencionarán aquí algunas otras de las numerosas referencias legislativas que entregaron al Banco atribuciones o responsabilidades ajenas a su LOC:

- i) nombrar un delegado en Casa de Moneda, estipulando sus facultades;
- ii) emitir informes previos al nombramiento de administradores provisionales, por parte de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras;
- iii) dictar normas para las Cooperativas de Ahorro y Crédito y otras regidas por la Ley General de Cooperativas;
- iv) regular las inversiones que puede realizar el Fondo de Garantía para Pequeños Empresarios;
- v) establecer normas para determinados aspectos de las operaciones de zonas francas y zonas francas de extensión;
- vi) establecer las condiciones a que deben sujetarse las convenciones en que se establezca el régimen cambiario aplicable a los contratistas que celebren contratos especiales de operación para la exploración y explotación o beneficio de yacimientos de hidrocarburos;
- vii) integrar una Comisión Técnica para efectos de resolver situaciones relativas al sistema de reintegro de gravámenes que inciden en el costo de insumos de exportadores menores no tradicionales;
- viii) determinar el interés que se debe pagar en el sistema de pago diferido de derechos de aduanas, y
- ix) determinar periódicamente —para efectos de diversos trámites— la variación que haya experimentado el índice de precios promedio relevante para el comercio exterior chileno.





# BIBLIOGRAFÍA





Ahumada, Jorge (1958), *En vez de la miseria*, Editorial del Pacífico, Santiago.

Alcalde, Enrique (1989), "Principales aspectos de la Normativa Cambiaria en el proyecto de Ley del Banco Central", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N°737, julio de 1989, p. 1729.

Alessandri, Jorge (1983), V Encuentro nacional de la empresa (Enade), 8 de noviembre de 1983.

Allende, Salvador (1970), Discurso inaugural del 5 de noviembre de 1970, *La Izquierda Chilena*, p. 471.

\_\_\_\_\_ (1971), Discurso sobre estatización de la banca, en *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N°515, enero 1971, p. 60.

\_\_\_\_\_ (1973), Extracto del Mensaje Presidencial del 21 de mayo de 1973, en *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 546, agosto 1973, p. 833.

Aninat, Eduardo (1981), *Revista Qué Pasa*, 20 al 26 de agosto de 1981.

Aninat, Méndez y Asociados, economistas consultores (1990). *Separata Técnica, Análisis de la posición de Caja del Banco Central y sus implicancias*, mayo 1990.

Arancibia, Patricia (2014), *Chile, un milagro, Ideas, patriotismo, un equipo... un líder, Roberto Kelly, un padre fundador*.

Arancibia, Patricia y Francisco Balart (2007), *Sergio De Castro, el arquitecto del modelo económico chileno*, Editorial Biblioteca Americana.

Arancibia, Samuel (1970), "Principales compromisos del Acuerdo subregional." *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 503, enero 1970, p. 28.

Arellano, José Pablo (1983), "De la liberalización a la intervención: el mercado de capitales en Chile 1974-1983", Colección Estudios Cieplan N° 11, diciembre 1983.

Arellano, José Pablo (1988), "Crisis y recuperación económica en Chile en los años 80", Colección Estudios Cieplan N° 24, junio 1988.

\_\_\_\_\_ (1989), "Comentarios al proyecto de ley del Banco Central de Chile", Cuadernos de Economía N°77, abril 1989, p. 91.

Arellano, José Pablo y René Cortázar (1982), Del milagro a la crisis: algunas reflexiones sobre el momento económico, Colección Estudios Cieplan N° 8, julio 1982.

Baeza, Sergio (1972), "Cuadro económico general 1971", Documento de trabajo N° 9, Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile, julio 1972, p. 11.

Baeza, Sergio y Jorge Cauas (1971), "El Programa Monetario en el sexenio 1964-1970". Documento de Trabajo N° 6. Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile, p. 1.

Baltra, Alberto (1974), *Gestión económica del gobierno de la UP*, Orbe.

Banco Central de Chile (1981), "Evolución de las principales normas que regulan el mercado financiero chileno: septiembre 1973-junio 1980".

Barandiarán, Edgardo (1983), "Nuestra crisis financiera", Centro de Estudios Públicos, mayo 1983.

Baraona, Pablo (1976a), "Políticas y métodos de determinación de niveles y estructura de tasas de interés en Chile", XIII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano, mayo 1976, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N°581, julio 1976, p. 1043.

\_\_\_\_\_ (1976b), "Exposición del Presidente del Banco Central de Chile en la X Reunión de Gobernadores de la Federación Latinoamericana de Bancos", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 585, noviembre 1976, p. 1989.

\_\_\_\_\_ (1994), "Desarrollo y estabilidad", *Estudios Públicos* N° 53, CEP.

Baraona, Pablo, Hernán F. Errázuriz y Cristián Larroulet (2008), *Álvaro Bardón. Un libertario original*. Editorial El Mercurio-Aguilar.

Bardón, Álvaro (1980), "Ventajas de un sistema de multibanca en un país pequeño con mercados de capitales en desarrollo", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 624, febrero de 1980, p. 211.

Bardón, Álvaro, Hernán Cortés y Álvaro Saieh (1973), "Determinantes próximos de la cantidad de dinero", *Estudios de Economía*, Universidad de Chile, p. 185.

Bardón, Álvaro y Félix Bacigalupo (1980a), "Algunas notas sobre el proceso de apertura en Chile", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 631, septiembre 1980, p. 1703.

\_\_\_\_\_ (1980b), "Algunos puntos referentes al manejo monetario en Chile", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 632, octubre 1980, p. 1947.

Barrios, Jaime (1972), Discurso en la Tercera Reunión de Bancos Centrales del Acuerdo de Cartagena, junio 1972, en *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 533, julio 1972, p. 795.

Barros, Robert (2005), *"La Junta Militar. Pinochet y la Constitución de 1980"*, Editorial Sudamericana.

Bernedo, Patricio (2013), *Historia de la libre competencia en Chile, 1959-2010*, Fiscalía Nacional Económica.

Bernedo, Patricio y William Porath (2003-2004), "A tres décadas del golpe: Cómo contribuyó la prensa al quiebre de la democracia chilena", *Cuadernos de Información* N° 16-17, p. 117.

Bianchi, Andrés (1975), "La política económica de corto plazo de la Unidad Popular 1970-1973", *Mimeo*, Universidad de Princeton, mayo.

\_\_\_\_\_ (1986), "América Latina: crisis económica y ajuste interno", *Estudios Públicos* N° 24, primavera, CEP, p. 2.

\_\_\_\_\_ (2009), "La autonomía del Banco Central de Chile: Origen y Legitimación", *Economía Chilena*, Volumen 12 N° 3, Banco Central de Chile, p. 11.

\_\_\_\_\_ (2016), "La independencia del Banco Central de Chile: los años iniciales", en *25 años de autonomía del Banco Central de Chile*, Naudon, Alberto y Luis Álvarez, editores, Banco Central de Chile, 2016, p. 25.

Bitar, Sergio (1996), *El gobierno de Allende. Chile 1970-1973*, Editorial Pehuén.

Boeninger, Edgardo (1997), *Democracia en Chile. Lecciones para la gobernabilidad*. Editorial Andrés Bello.

Boughton, M. James (2001), *Silent Revolution: The International Monetary Fund 1979-1989*, IMF.

Bonnefoy, Pascale (2013) "*Las reservadas negociaciones de los gobiernos de Allende y Nixon sobre la nacionalización del cobre*", Instituto de Estudios Internacionales 75, Universidad de Chile.

Büchi, Hernán (1985a), "Programa macroeconómico de Chile 1985-1987 y su financiamiento, 28.6.1985.", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 689, julio de 1985, p. 1685.

\_\_\_\_\_ (1985b), "Estado de la Hacienda Pública 1985". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 694, diciembre de 1985, p. 3179.

\_\_\_\_\_ (1985c), "Exposición en el Instituto Textil.". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 694, diciembre de 1985, p. 3175.

\_\_\_\_\_ (1985d), "Consideraciones en torno a la deuda externa y a las políticas de reactivación económica en América Latina", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 692, octubre de 1985, p. 2571.

\_\_\_\_\_ (1986a), "Segundo encuentro exportador, octubre 1986", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 704, octubre de 1986, p. 2463.

\_\_\_\_\_ (1986b), "Estado de la Hacienda Pública 1986.". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 706, diciembre de 1986, p. 3097.

\_\_\_\_\_ (1987), "Hacia una economía exportadora" *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 711, mayo de 1987, p. 1145.

\_\_\_\_\_ (1988a), "Estado de la Hacienda Pública 1987", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 719, enero 1988, p. 5.

\_\_\_\_\_ (1988b), "Discurso del gobernador por Chile en la XXIX Asamblea del BID", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 721, marzo de 1988, p. 615.

\_\_\_\_\_ (1988c), "Discurso de clausura de la conferencia de inversiones en Chile", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 723, mayo de 1988, p. 1201.

\_\_\_\_\_ (1988d), "Exposición del ministro de Hacienda en relación con la Ley de rebaja del IVA (Ley N° 18720, DO 23 junio de 1988)". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 724, junio de 1988, p. 1483.

\_\_\_\_\_ (1988e), "Discurso en el Consejo de las Américas". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 726, agosto de 1988, p. 2093.

\_\_\_\_\_ (1989), "Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública en 1988", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 731, enero de 1989, p. 5.

Cáceres, Carlos (1982), "Programa monetario y de balanza de pagos", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 656, octubre de 1982, p. 2131.

\_\_\_\_\_ (1983a), "Exposición del ministro de Hacienda", 22 de marzo de 1983. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 661, marzo de 1983, p. 533.

\_\_\_\_\_ (1983b), Discurso ante la comunidad bancaria internacional. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 663, mayo de 1983, p. 1045.

\_\_\_\_\_ (1983c), "Perspectivas de la economía chilena". Discurso del 7 de junio de 1983, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 664, junio de 1983, p. 1269.

\_\_\_\_\_ (1983d), "Discurso del ministro de Hacienda", 16 de diciembre de 1983. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 670, diciembre de 1983, p. 2781.

Cademártori, José (1999), en *La Izquierda Chilena 1969-1973*, [www.cepchile.cl](http://www.cepchile.cl), p. 3642.

Cano, Eduardo (1973), "Exposición del Presidente Cano", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 550, diciembre 1973, p. 1285.

\_\_\_\_\_ (1974), "Discurso inaugural. Primer seminario sobre mercado de capitales", *Estudios Monetarios III*, Banco Central de Chile, 1974, p. 1.

Carrasco, Camilo (2009) "El Banco Central de Chile 1925-1964. Una Historia Institucional", Serie "*Banca Central: Análisis y Políticas Económicas*", Banco Central de Chile, N° 14.

Carrasco, Camilo y Ricardo Ffrench-Davis (1969), "Chile: cuatro años de experiencia con una nueva política de tipo de cambio", en *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 498, agosto 1969, p. 901.

Caputo, Rodrigo. y Diego Saravia (2014), *The Fiscal and Monetary History of Chile 1960-2010*, Banco Central de Chile, abril 2014.

Carstens, Agustín y Luis I. Jácome (2004), "La reforma de los bancos centrales latinoamericanos. Avances y desafíos", <http://dx.doi.org/1020430/ete.v72i288.560>.

Cauas, Jorge (1966), "Política de estabilización. El caso chileno". *Estudios Monetarios II*, Banco Central de Chile, 1970, p. 9.

\_\_\_\_\_ (1970), "Política económica de corto plazo". *Estudios Monetarios II*, Banco Central de Chile, 1970, p. 25.

\_\_\_\_\_ (1974), "Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública", Dirección de Presupuesto, octubre 1974, p.22.

\_\_\_\_\_ - (1975a), "Exposición del ministro Cauas presentada ante el Consejo Interamericano Económico y Social, Washington DC". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 565, marzo 1975, p. 351.

\_\_\_\_\_ (1975b), "Programa de recuperación económica", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 567, mayo 1975, p. 649.

\_\_\_\_\_ (1975c), "Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública", Ministerio de Hacienda, Dirección de Presupuestos, octubre 1975.

\_\_\_\_\_ (1976a), "Discurso del ministro de Hacienda" 29 junio de 1976, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 582, agosto 1976, p. 1199.

\_\_\_\_\_ (1976b), "Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 584, diciembre 1976, p. 1933.

Cauas, Jorge y Sergio de la Cuadra (1981), La política económica de la apertura al exterior en Chile, *Cuadernos de Economía* N° 54-55, agosto-diciembre, 1981.

Cavallo, Ascanio, Manuel Salazar y Oscar Sepúlveda (1988), *La historia oculta del régimen militar*, Ediciones La Epoca.

Centro de Estudios Públicos (1992), "El Ladrillo", *Bases de la política económica del gobierno militar chileno*, CEP, Santiago de Chile.

Chaigneau, Sergio y Herta Castro, "Cobre", *Comentarios sobre la situación económica*, Universidad de Chile, Taller de Coyuntura, Primer semestre 1972, p. 129.

Chonchol, Jacques (2008), "A cien años del nacimiento de Allende. Logros y errores del gobierno popular", [www.rebellion.org/noticia.php](http://www.rebellion.org/noticia.php).



Cifuentes, Rodrigo, Jorge Desormeaux y Claudio Rodríguez (2002), *Capital Markets in Chile: From Financial Repression to Financial Deepening*, *Documentos de política económica*, Banco Central de Chile, agosto 2002.

Collados, Modesto (1984a), "Discurso del Sr. Ministro de Economía, Fomento y Reconstrucción" 5 de abril de 1984". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 674, abril de 1984, p. 881.

\_\_\_\_\_ (1984b), "Discurso pronunciado en la ceremonia de entrega a S.E. el Presidente de la República del Programa Trienal 1984-1986", 26 de julio de 1984.". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 678, agosto de 1984, p. 1991.

\_\_\_\_\_ (1984c), "Discurso en inauguración de Enade 84", 28 de noviembre de 1984, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 681, noviembre de 1984, p. 2887.

\_\_\_\_\_ (1985), "Fundamentos sociales y económicos del capitalismo popular", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 687, mayo de 1985, p. 1123.

Collados, Modesto, Hernán Büchi y Enrique Seguel (1985), "Declaración conjunta de ministros de Economía, Hacienda y el Presidente del Banco Central de Chile.", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 689, julio 1985, p. 1679.

Collados, Modesto y Luis Escobar (1985), "Programa económico 1985", Conferencia de prensa. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 684, febrero de 1985, p. 285.

Collier, Simon y William F. Sater (1998), *Historia de Chile 1808-1994*, Cambridge University Press.

Corbo, Vittorio y Stanley Fischer (1993), "Lessons from the Chilean Stabilization and Recovery", *Documento de Trabajo N° 158*, Pontificia Universidad Católica de Chile, Instituto de Economía, agosto 1993.

Correa Iglesias, Carlos (1975), Historia sobre la legislación cuprífera en Chile, en Sutulov, Alexander, *El cobre chileno*, Codelco.

Correa Sutil, Sofía (2005). *Con las riendas del poder. La derecha chilena en el siglo XX*, Editorial Sudamericana.

Correa, Sofía y Consuelo Figueroa, Alfredo Jocelyn-Holt, Claudio Rolle y Manuel Vicuña, (2001), *Historia del siglo XX chileno*, Editorial Sudamericana.

Cortázar, René y Jorge Marshall (1980), Índice de precios al consumidor: 1970-1978, *Colección de Estudios Cieplan N°4*, noviembre de 1980, pp. 159-201.

Cortés, Hernán y Daniel Tapia (1970), "La demanda por dinero: un informe preliminar". *Estudios Monetarios II*, Banco Central de Chile, 1970, p. 46.

Costa, Rossana (1989), "Política monetaria en Chile, 1982-1989". *Monetaria*, XXVI Reunión de Técnicos del Continente Americano, Cemla, p. 334.

Costabal, Martín (1990), *Exposición del estado de la Hacienda Pública 1989*, 6 de marzo de 1990, Dirección de Presupuesto.

Dahse, Fernando (1979), *Mapa de la extrema riqueza. Los grupos económicos y el proceso de concentración de capitales*. Santiago. Editorial Aconcagua, 1979.

\_\_\_\_\_ (1983), "El poder de los grupos económicos nacionales", *Contribuciones, Programa Flacso- Santiago de Chile*, N° 18, junio de 1983.

Deaver, J.V.(1960) , *The Chilean Inflation and the Demand for Money*, tesis doctoral, Universidad de Chicago, mimeo.

De Castro, Sergio (1977a), "Discurso inaugural en la Conferencia sobre la política financiera externa", en *Estudios Monetarios VI*, Banco Central de Chile, 1978, p. 5.

\_\_\_\_\_ (1977b), "Exposición del ministro de Hacienda", 4 de marzo de 1977. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 589, marzo, p. 353.

\_\_\_\_\_ (1977c), "Política de financiamiento externo", en *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 591 , mayo 1977, p. 680.

----- (1977d), "Declaración pública del ministro de Hacienda", en *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 595, septiembre 1977, p. 1443.

\_\_\_\_\_ (1977e), "Medidas económicas anunciadas por el ministro de Hacienda", en *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 598, diciembre 1977, p. 1959.

\_\_\_\_\_ (1979a), Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública, *Ministerio de Hacienda, Dirección de Presupuestos*, enero 1979.

\_\_\_\_\_ (1979b) "Inflación y disciplina financiera en el caso chileno", en Comisión Interamericana del Comercio y la Producción (CICYP), *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 614 , abril, p. 553.

\_\_\_\_\_ (1980a), Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 628, junio 1980, p. 999.

\_\_\_\_\_ (1980b), "La realidad socio-económica chilena y su proyección en la década del 80", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 632, octubre 1980, p. 2185.

\_\_\_\_\_ (1981a), "Fundamentos de un sistema económico estable", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N°637, marzo 1981, p. 533.

\_\_\_\_\_ (1981b), *Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública*, Ministerio de Hacienda, Dirección de Presupuestos, julio 1981.

\_\_\_\_\_ (1982), "Medidas para evitar la actual situación recesiva", 25 de marzo de 1982, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 650, abril 1982, p. 693.

\_\_\_\_\_ (1992), "Prólogo", *"El Ladrillo", Bases de la política económica del gobierno militar chileno*. Centro de Estudios Públicos.

De la Cuadra, Sergio (1980a), "Apertura al mercado financiero internacional", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 627, mayo de 1980, p. 803.

\_\_\_\_\_ (1980b), "Inflación y tipo de cambio: experiencia reciente", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 632, octubre, p. 1955.

\_\_\_\_\_ (1981), "Política cambiaria y deuda externa", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 639, mayo 1981, p. 1021.

\_\_\_\_\_ (1982a), "Discurso del 29 de abril de 1982", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 651, mayo 1982, p. 923.

\_\_\_\_\_ (1982b), "Discurso del 18 de junio de 1982", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 652, junio 1982, p. 1141.

\_\_\_\_\_ (1982c), "Discurso del 5 de agosto de 1982", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 654, agosto 1982, p. 1639.

De la Cuadra, Sergio y Francisco Rosende (1982), "Política fiscal y cambiaria en economías inflacionarias: consideraciones sobre la experiencia chilena", *Serie de Estudios Económicos*, Banco Central de Chile, julio de 1982.

De la Cuadra, Sergio, Roberto Zahler y Francisco Rosende (1988), Panel sobre la independencia del Banco Central, *Colección Estudios Cieplan* N° 22, p. 177.

De Larosiere, Jacques (1986), "Cómo reforzar la estrategia de la deuda externa", Discurso del Director Gerente del FMI, 3 febrero de 1986. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 696, febrero 1986, p. 285.

Dornbusch, Rudiger y Sebastián Edwards (1991), *The Macroeconomic of Populism*, NBER, [www.nber.org](http://www.nber.org)

Drake, Paul W, (1989), *The Money Doctor in the Andes, The Kemmerer Missions, 1923-1933*, Duke University Press.

Edwards, Sebastián (1984), "Estabilización con liberalización: diez años del experimento chileno con políticas de mercado libre 1973-1983", en *Estudios Públicos* N° 14, otoño, CEP.

\_\_\_\_\_ (1988), "El monetarismo en Chile, 1973-1983: algunos dilemas económicos" en *Del auge a la crisis de 1982*, Ilades, Santiago 1988, p. 55-78.

\_\_\_\_\_ (2000), "Veinticinco años de inflación y estabilización en Chile (1973-1998)" en Larraín, Felipe y Rodrigo Vergara, *La Transformación Económica de Chile*, CEP, p. 27.

Edwards, Sebastián y Alejandra Cox Edwards (1987), *Monetarism and Liberalization. The Chilean Experiment*, Ballinger Publishing Company, Cambridge, Massachusetts.

Errázuriz, Hernán Felipe (1980), "Evolución de la legislación bancaria 1973-1980", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 629, julio 1980, p. 1237.

\_\_\_\_\_ (1983) "58° aniversario del Banco Central de Chile", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 667, agosto 1983, p. 1711.

Escobar, Luis (1985a), "Discurso ante el Consejo Económico y Social". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 686, abril de 1985, p. 841.

\_\_\_\_\_ (1985b), "El problema de la tasa de interés", *Estudios Públicos*, N° 29, Centro de Estudios Públicos. p. 161.

Eyzaguirre, Nicolás y Osvaldo Larrañaga (1990), "Macroeconomía de las operaciones cuasi fiscales en Chile", *Serie Política Fiscal* N° 21, Cepal, 1991.

Farías, Víctor (1999), *La Izquierda Chilena 1969-1973*, [www.cepchile.cl](http://www.cepchile.cl).

Fernandois, Joaquín (2013), *La revolución inconclusa. La izquierda chilena y el gobierno de la Unidad Popular*, Centro de Estudios Públicos.

Ffrench-Davis, Ricardo (1966), "La política monetaria y disponibilidades crediticias", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 463, septiembre 1966, p. 1375.

\_\_\_\_\_ (1968a), "El crédito bancario y su costo", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 483-484, mayo-junio 1968, p. 361.

\_\_\_\_\_ (1968b), "El programa monetario y la emisión", *Estudios Monetarios I*, 1968.

\_\_\_\_\_ (1972), *Políticas económicas en Chile: 1952-1970*. Centro de Estudios de Planificación Nacional, Ceplan. Ediciones Nueva Universidad.

\_\_\_\_\_ (1974), "La importancia del cobre en la economía chilena", en *El cobre en el desarrollo nacional*, Ediciones Nueva Universidad, Universidad Católica, Santiago, p. 40.

\_\_\_\_\_ (1980), "Liberalización de las importaciones: la experiencia chilena en 1973-1980", *Colección Estudios Cieplan* N° 4, noviembre 1980.

\_\_\_\_\_ (1982), "El experimento monetarista en Chile: una síntesis crítica", *Colección Estudios Cieplan* N° 9, diciembre 1982.

\_\_\_\_\_ (1983), "Una evaluación del modelo económico", *Estudios Públicos* N° 11 invierno, CEP.

\_\_\_\_\_ (1999a), "Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad. Tres décadas de políticas económicas en Chile", Dolmen Ediciones.

\_\_\_\_\_ (1999b), "Macroeconomía, comercio y finanzas para reformar las reformas en América Latina", Cepal.

Ffrench-Davis, Ricardo y Heriberto Tapia (2001), "Políticas macroeconómicas y la cuenta de capitales" en *Reformas, crecimiento y políticas sociales en Chile desde 1973*, Ffrench-Davis, Ricardo y Bárbara Stallings, Editores (2001), LOM Ediciones, Cepal

Ffrench-Davis, Ricardo y José De Gregorio (1987), "Orígenes y efectos del endeudamiento externo en Chile", *Notas Técnicas* N° 99, Cieplan, agosto 1987.

Ffrench-Davis, Ricardo y José Pablo Arellano (1981), "Apertura financiera externa: la experiencia chilena en 1973-80", *Colección Estudios Cieplan* N° 5, julio 1981.

Filipi, Emilio (1992), *La crisis de la democracia en Chile. Antecedentes y causas* (Matías Tagle, Editor), Editorial Andrés Bello, p. 111.

Filippi, Pablo, José Román y José Miguel Villena (2017), "Balance del Banco Central de Chile, 1926 a 2015", en *Estudios Económicos Estadísticos* N° 124, Banco Central de Chile.

Flores, Fernando (1973), Discurso del ministro de Hacienda, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 539, enero 1973, p. 5.

Fontaine, Arturo (1988), *Los economistas y el Presidente Pinochet*, Santiago, Editorial Zigzag, 1988

Fontaine, Arturo y Miguel González (1997), *Los mil días de Allende*, CEP [www.cepchile.cl](http://www.cepchile.cl).

Fontaine, Ernesto (2009), *Mi Visión*, Instituto Democracia y Mercado, Universidad del Desarrollo, septiembre 2008.

Fontaine, Juan Andrés (1982), "La devaluación y sus enseñanzas", *Ercilla Económico*, julio 1982.

\_\_\_\_\_ (1983), "Crecimiento, recesión y mercado", *Estudios Públicos* N° 11, invierno, CEP.

\_\_\_\_\_ (1983 b), "Auge, caída y recuperación: una interpretación monetaria", *Economía y Sociedad*, Segunda época N° 9, enero 1983.

\_\_\_\_\_ (1987a), "Situación macroeconómica y sus perspectivas", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 710, abril 1987, p. 849.

\_\_\_\_\_ (1987b), "Economía chilena en los años 80: ajuste y recuperación", *Serie de estudios económicos* N° 34, Banco Central de Chile, diciembre 1987.

\_\_\_\_\_ (1988), "Banco Central: Autonomía para cautelar la estabilidad", Exposición en seminario Gemines, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 730, diciembre 1988, p. 3269.

\_\_\_\_\_ (1989), "Programa macro financiero y perspectivas políticas 1989-1990", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 734, abril 1989, p. 911.

\_\_\_\_\_ (1991), "La administración de la política monetaria en Chile, 1985-1989", *Cuadernos de Economía*, PUC, Año 28, pp. 109-129, abril 1991.

\_\_\_\_\_ (2000), "Banco Central autónomo: en pos de la estabilidad" en Larraín, Felipe y Rodrigo Vergara, *La Transformación Económica de Chile*, CEP, p. 393.

Foxley, Alejandro (1982), Experimentos neoliberales en América Latina, *Colección Estudios Cieplan* N° 7, marzo.

\_\_\_\_\_ (1990), *Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública*, Ministerio de Hacienda, 23 de octubre de 1990.

Frei Montalva, Eduardo (1965), *Mensaje del Presidente ante el Congreso Nacional*, 21 de mayo de 1965.

\_\_\_\_\_ (1970), *Mensaje Presidencial al Congreso*, 21 de mayo de 1970.

Garcés, Francisco (1977), "Operaciones de deuda pública y de mercado abierto en países con desarrollo financiero limitado". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 587, enero 1977, p. 5.

\_\_\_\_\_ (1987), "Comentarios sobre conversiones de deuda externa en Chile". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 710, abril 1987, p. 857.

\_\_\_\_\_ (1988), "Mecanismos alternativos para atenuar el problema del endeudamiento externo: la experiencia chilena reciente". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 727, septiembre 1988, p. 2359.

García, Álvaro (1983), "Modelo neoliberal y desarrollo nacional: un desencuentro". *Estudios Públicos* N°11, invierno, CEP, p.75.

García, Eduardo (1964), *A Model of Inflation for the Chilean Economy*, tesis doctoral , Massachusetts Institute of Technology (MIT).

Garretón, Manuel Antonio (1983), *El Proceso político chileno*, Flacso.

Gazmuri, Cristián, Patricia Arancibia y Álvaro Góngora (1996), *Eduardo Frei Montalva (1911-1982)*, Fondo de Cultura Económica.

Germany, María Cristina y Enrique Sierra (1973), "La renegociación de los servicios de la deuda externa 1972", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 541, marzo 1973, p. 245.

Girvan, Norman (1974) "Las corporaciones multinacionales del cobre en Chile" en Ffrench-Davis, Ricardo y Ernesto Tironi, *El cobre en el desarrollo nacional*, p. 127.

Goldenstein, Adolfo y Cristián Salinas (1977), "Experiencias recientes en Política Cambiaria: El caso chileno en el período 1973-1977". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 598, diciembre 1977, p. 1991.

Godoy, Oscar (1990), "Algunas claves de la transición política en Chile", *Estudios Públicos* N°38, Centro de Estudios Públicos, otoño 1990.

Góngora, Mario (1981), *Ensayo histórico sobre la noción de Estado en Chile en los siglos XIX y XX*, Ediciones la ciudad.

Gotuzzo, Lorenzo (1973), "Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 549, noviembre 1973, p. 1155.

\_\_\_\_\_ (1974), "Nueva política arancelaria", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 552, febrero 1974, p. 113.

Griffith-Jones, Stephany (1978), "Crítica de la política financiera de la Unidad Popular", en *Revista Interamericana de Planificación*, octubre-diciembre.

Guerrero, Mauricio, (1980), *10 años del Grupo Andino, memorias de un protagonista*, IDRC-140s, Bogotá.

Guerrero, Roberto (1975), "Nueva ley orgánica del Banco Central de Chile", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 570, agosto 1975, p. 1148.

\_\_\_\_\_ (1977), "Análisis del nuevo texto del Estatuto de la Inversión Extranjera". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 590, abril de 1977, p. 523.

Hachette, Dominique (1976), "Estrategias para la liberación del comercio exterior chileno", en *Estudios Monetarios IV*, Banco Central de Chile, p. 54.

\_\_\_\_\_ (2000) "Privatizaciones: reforma estructural pero inconclusa", en Larraín, Felipe y Rodrigo Vergara, *La transformación económica de Chile*, p. 112.

Hachette, Dominique y R. Lüders (1992), *La privatización en Chile*, Cinde.

Harberger, Arnold (1963), "*Dinamics of Inflation in Chile*", *Measurement in Economics: Studies in Mathematical Economics and Econometrics in Memory of Jehuda Grunfeld*, Stanford University Press.

\_\_\_\_\_ (1984), La crisis cambiaria chilena de 1982, *Cuadernos de Economía*, PUC, año 21, N° 63, pp. 123-136, Agosto 1984.

Held, Günther, y Raquel Szalachman (1989), *Regulación y supervisión de la banca en la experiencia de liberalización financiera en Chile (1974-1988)*, Cepal, mayo 1989.



Held, Günther y Luis Felipe Jiménez (2001), "Liberalización, crisis y reforma del sistema bancario: 1974-1999", en *Reformas, crecimiento y políticas sociales en Chile desde 1973*, Cepal.

Hirschman, Alberto (1964), *Estudios sobre política económica en América Latina*, Editorial Aguilar.

Ibáñez, Pedro y Rolf Lüders (1984), *Hacia una moderna Economía de Mercado, Diez años de Política Económica: 1973-1983*, Escuela de Negocios de Valparaíso, Universidad Federico Santa María.

Inostroza, Alfonso (1972) "Discurso en la Asamblea anual del FMI y BIRF", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 536, octubre 1972, p. 1220.

\_\_\_\_\_ (1973), "Exposición del Presidente del Banco Central de Chile ante el CIAP", en Bitar, Sergio (1996), p. 140.

Inostroza, Alfonso y Camilo Carrasco (1965), "Soluciones propuestas para el problema de los pagos y financiamiento del comercio intra latinoamericano". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 447, mayo 1965, p. 621.

Kissinger, Henry (1982), *Mis Memorias*, vol. II, Atlántida, Buenos Aires.

Larraín, Felipe y Patricio Meller (1990), "La experiencia socialista-populista chilena: la Unidad Popular, 1970-1973". *Colección Estudios Cieplan* N° 30, diciembre.

Larraín, Felipe y Rodrigo Vergara (2000), "Un cuarto de siglo de reformas fiscales", en Larraín, Felipe y Rodrigo Vergara, *La Transformación Económica de Chile*, CEP, p.71.

Lavín, Joaquín (1987), *Miguel Kast, Pasión de vivir*, Zigzag.

Leiva, Jorge y Roberto de Groote (1973) "Los desequilibrios de la economía chilena". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 543, mayo 1973, p. 465.

Letelier, Guillermo (1988), "Privatización de empresas en Chile", en *Estudios Monetarios X*, Banco Central de Chile, p. 113.

Líbano, Dolores (1970a), "El tipo de cambio en Chile: 1948-1969", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 508, junio 1970, p. 722.

\_\_\_\_\_ (1970b), "Deuda externa del Banco Central 1952-1969". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 514, diciembre 1970, p. 1499.

Lüders, Rolf (1982a) "Hacia la recuperación económica: discurso del 15.10.1982", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 656, octubre de 1982, p. 2117.

\_\_\_\_\_ (1982b) "Reactivación y empleo", Enade, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N°657, noviembre 1982, p. 2.371.

\_\_\_\_\_ (1982c) "Bases para la confianza. La estabilidad del sistema". Discurso del 27 de diciembre de 1982, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 658, diciembre 1982, p. 2641.

\_\_\_\_\_ (1983), "Exposición del ministro de Hacienda y Economía", discurso del 25 de enero de 1983, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 659, enero de 1983, p. 5.

\_\_\_\_\_ (2015), Comentarios a "The Fiscal and Monetary History of Chile, 1979-1985", Banco Central de Chile.

Lüders, Rolf y Beatriz Arbildúa, Una evaluación comparada de tres programas anti-inflacionarios en Chile, *Cuadernos de Economía* N° 14, abril 1968.

Magenzo, Igal (1997), "La política monetaria en Chile en la década de los noventa: Objetivos, Herramientas e Indicadores", *Serie de Estudios Económicos* N° 41, Banco Central de Chile, junio de 1987, p. 19.

Marcel, Mario (2017), "Constitucionalismo económico y la autonomía institucional del Banco Central de Chile", *Documentos de Política Económica*, N° 62, agosto 2017.

Marshall, Enrique (2009), "La crisis financiera chilena de los años 80", Banco Central de Chile, septiembre 2009.

Marshall Rivera, Jorge (1981), El gasto público en Chile:1969-1979, *Colección Estudios Cieplan* N° 5, julio 1981.

\_\_\_\_\_ (1995), "La obligación subordinada", Banco Central de Chile.

Marshall Silva, Jorge (1985). "El Banco Central de Chile en el período 1950-1970" en *Estudios Monetarios VIII*, abril 1985, Banco Central de Chile.

\_\_\_\_\_ (1991), "Políticas monetarias seguidas en Chile desde la creación del Banco Central", *Cuadernos de Economía* N°83, Universidad Católica, p. 37.

Martner, Gonzalo (1988), *El gobierno del presidente Salvador Allende 1970-1973, Una Evaluación*, Editorial LAR.

Massad, Carlos (1965), "Política comercial y de crédito", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 448, junio 1965, p. 781.

\_\_\_\_\_ (1966), "Eficacia de los instrumentos de regulación monetaria", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N°459, mayo 1966, p. 679.

\_\_\_\_\_ (1974), *Statement by Mr Massad on Chile Executive Board Meeting 74/5, January 30, 1974*. Fondo Monetario Internacional.

\_\_\_\_\_ (1989), "La función técnica y la función política del Banco Central: anatomía prenatal", *Cuadernos de Economía* N° 77, abril 1989, p. 75.

Massad, Carlos, Jorge Cauas y Francisco Ibáñez (1970), "Principales realizaciones del Banco Central en el sexenio 1964-1970", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 513, noviembre 1970, p. 1373.

Massad, Carlos y Camilo Carrasco (1970), "Problemas financieros y monetarios de la integración latinoamericana: algunos comentarios". *Estudios Monetarios II*, Banco Central de Chile, 1970, p. 230.

Matte, Ricardo y Patricio Rojas (1986), "Evolución del mercado monetario en Chile y una estimación de la demanda por dinero". *Mimeo*, Banco Central de Chile, diciembre 1986.

McKinnon, Ronald (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C. Brookings Institution.

\_\_\_\_\_ (1982), "The Order of Economic Liberalization: Lessons from Chile and Argentina" en *Economic Policy in a World of Change*, edited by K. Brunner and A.H. Meltzer, pp. 159-186. Amsterdam: North-Holland.

Meller, Patricio (1981), "Problemas y opciones del modelo económico", *Colección Estudios Cieplan* N°6, diciembre 1981, p. 189.

\_\_\_\_\_ (1983), "Una reflexión crítica en torno al modelo económico chileno", *Colección Estudios Cieplan* N°10, junio 1983, p.125.

\_\_\_\_\_ (1996), *Un siglo de economía política chilena. 1890-1990*, Cieplan, Santiago.

Méndez, Juan Carlos (1979), "La política económica chilena: dogmatismo o realismo", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 617, julio 1979, p. 1091.

Méndez, Roberto (1990), "La opinión pública y la elección presidencial de 1989", *Estudios Públicos* N° 38, Centro de Estudios Públicos, otoño 1990.

Ministerio de Hacienda (1983), "Reprogramación del financiamiento externo chileno durante 1983 y 1984", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 662, abril de 1983, p. 799.

Molina, Sergio (1964), Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública, *Dirección de Presupuestos, Ministerio de Hacienda*, noviembre 1964.

\_\_\_\_\_ (1972), "El proceso de cambio en Chile. La experiencia 1965-1970", *Textos del Instituto Latinoamericano de Planificación Económica y Social*, Editorial Universitaria.

Morandé, Felipe (1988), "Apreciación del peso y entrada de capitales externos ¿Cuál viene antes? (Chile, 1977-1982)", en *Del auge a la crisis de 1982*, Illades, pp. 123-146, junio 1988.

Millas, Orlando (1972). "Exposición sobre la política económica del gobierno y del estado de la Hacienda Pública", 15 de noviembre de 1972, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 538, diciembre 1972, p. 1419.

Morand, Luis (2000), "Apuntes sobre la fiscalización bancaria en Chile", en revista *Información Financiera*, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, septiembre 2000, p. 15.

Moulian, Tomás y Pilar Vergara (1980), "Estado, Ideología y Política Económica en Chile: 1973-1978", en *Colección Estudios Cieplan* N° 3, junio 1980.

Muñoz, Oscar (1992), *La crisis de la democracia en Chile. Antecedentes y causas* (Matías Tagle, Editor), Editorial Andrés Bello, p. 169.

Nacrur, Miguel Angel (2000), "El Banco Central de Chile en la Constitución de 1980", *Mimeo*, Banco Central de Chile, diciembre de 2000.

\_\_\_\_\_ (2002), "Obligaciones de recompra de cartera y subordinada contraídas con el Banco Central de Chile", *Mimeo*, Banco Central de Chile, noviembre 2002.

Naudon, Alberto y Luis Álvarez, editores (2016), "25 años de autonomía del Banco Central de Chile", *Serie Banca Central, Análisis y Políticas Económicas*, volumen 33, Banco Central de Chile.

Nebbia, Fernando, "Exposición del representante de Chile", Reunión de directorio del FMI, 7 de diciembre de 1984.

- Novoa, Eduardo (1972), *La batalla por el cobre. Comentarios y documentos*, Quimantú.
- Ortega, Eugenio y Carolina Moreno (2002), "Programa de la Concertación" en *La Concertación Desconcertada*, LOM Ediciones, 2002.
- Ossa, Cristián (1964), "La política monetaria y la programación del desarrollo económico", *Cuadernos de Economía*, vol. 2, N° 3, mayo-agosto 1964.
- \_\_\_\_\_ (1971), "Consideraciones sobre una estrategia de desarrollo industrial", *Trimestre Económico* N° 149, enero-marzo 1971.
- Pinochet, Augusto (1976), "Mensaje Presidencial" 1976. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 584, octubre 1976, p. 1521.
- \_\_\_\_\_ (1977a), "Discurso de Chacarillas" del 9 de julio de 1977, <https://es.m.wikisource.org/wiki>
- \_\_\_\_\_ (1977b), "Mensaje Presidencial" 1977. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 591, mayo 1977, p. 1415.
- \_\_\_\_\_ (1979a), "Mensaje Presidencial" 1979, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 619, septiembre 1979, p. 1489.
- \_\_\_\_\_ (1979b) *El día decisivo*, [www.memoriachilena.cl](http://www.memoriachilena.cl)
- \_\_\_\_\_ (1981), "Mensaje Presidencial" 1981. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 636, febrero de 1981, p. 269.
- \_\_\_\_\_ (1982), "Saludo de fin de año", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 647, enero de 1982, p. 5.
- \_\_\_\_\_ (1985), "Mensaje presidencial" 1985, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 691, septiembre de 1985, p. 2253.
- \_\_\_\_\_ (1986), "Mensaje presidencial" 1986, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 703, septiembre de 1986, p. 2181.
- Piñera, Sebastián (1982), "El ajuste recesivo", *Seminario de coyuntura*, Informe Gemines, 1° y 2° trimestre 1982, p. 91.
- Prats, Carlos (1985), *Memorias, testimonio de un soldado*, Pehuén Editores.

Ramírez, Guillermo y Francisco Rosende (1989), "Análisis de la legislación bancaria chilena", *Serie de Estudios Económicos* N° 35, Banco Central de Chile.

Ramos, José (1970), *Política de remuneraciones en inflaciones persistentes: el caso chileno*, Instituto de Economía, Universidad de Chile, 1970.

Ramos, Joseph (1988), "Auge y Caída de los Mercados de Capitales en Chile:1975-1983", *Del auge a la crisis de 1982*, Felipe Morandé y Klaus Schmidt-Hebbel, Editores, Ilades, 1988.

Reichmann, Tomás (1965), *La demanda de dinero. Un intento de cuantificación* Publicación N° 73, Instituto de Economía, Universidad de Chile, Santiago.

Reinstein, Andrés y Rodrigo Vergara (1993), "Hacia una regulación y supervisión más eficiente del sistema bancario", *Estudios públicos*, N° 49, CEP, p. 119.

Reinstein, Andrés y Francisco Rosende (2000), "Reforma financiera en Chile", en Larraín, Felipe y Rodrigo Vergara, *La Transformación Económica de Chile*, CEP, p. 342.

Restrepo, Jorge, Luis Salomó y Rodrigo Valdés (2009), "Macroeconomía, política monetaria y patrimonio del Banco Central de Chile", en *Revista Economía Chilena*, Volumen 12- N° 1, Banco Central de Chile, abril 2009.

Rodríguez, Pablo (1985), *El mito de la democracia en Chile: 1833-1973. De la autocracia a la democracia formal*, EVES S.A.

Rosende, Francisco (1981), "Algunas reflexiones acerca del proceso de apertura financiera en Chile", *Banco Central de Chile, Documento de Trabajo* N° 3.

\_\_\_\_\_ (1985), "Tipo de cambio y salarios reales: consideraciones sobre el caso chileno", *Serie de Estudios económicos*, Banco Central de Chile, junio 1985.

\_\_\_\_\_ (1987), "Ajuste con crecimiento: el caso chileno", *Serie de Estudios Económicos*, Banco Central de Chile, diciembre 1987.

\_\_\_\_\_ (1989), "La política económica actual y el mediano plazo", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 736, junio 1989, p. 1455.

\_\_\_\_\_ (1990), "Análisis de la situación económica. El ajuste: orígenes, políticas y resultados", *Documento de trabajo* N° 138, *Centro de Estudios Públicos*, septiembre 1990.

\_\_\_\_\_ (editor) (2007), *La Escuela de Chicago: Una Mirada Histórica a 50 años del Convenio Chicago/Universidad Católica. Ensayos en Honor a Arnold C. Harberger*, ediciones Universidad Católica de Chile.

Salas, Julio (1978), "La política monetaria durante 1975 y 1976: objetivos, instrumentos e inserción en la política global", en *Estudios Monetarios VI*, Banco Central de Chile, p. 306.

Salazar, Gabriel y Julio Pinto (1999), *Historia contemporánea de Chile*, volumen I, Estado, Legitimidad, Ciudadanía, LOM ediciones.

Sánchez, Rafael (2005), "Privatizaciones: una revisión", *Libertad y Desarrollo*, marzo 2005.

Sanfuentes, Andrés (1972), Algunos antecedentes sobre la deuda externa en Chile, en *Comentarios sobre la situación económica, Taller de Coyuntura*, Universidad de Chile, Primer semestre 1972.

Sanfuentes, Emilio (1981), "El momento económico y las empresas", *Seminario "La economía en 1982"*, Informe *Gemines*, 4º trimestre 1981, p. 63.

Sanhueza, Gonzalo (1999), "La crisis financiera en los años ochenta en Chile: análisis de sus soluciones y su costo", *Economía Chilena*, vol. 2, Nº 1, Banco Central de Chile.

Schmidt-Hebbel, Klaus (2006), "La gran transición de regímenes cambiarios y monetarios en América Latina", *Documentos de política económica* Nº 17, Banco Central de Chile, septiembre 2006.

Seguel, Enrique (1985), "Experiencias de Chile respecto a las políticas de condicionalidad aplicadas por organismos financieros internacionales, en especial el FMI y el BIRF", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* Nº 692, octubre de 1985, p. 2587.

\_\_\_\_\_ (1987a) "Discurso del 18 de agosto 1987", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* Nº 714, agosto de 1987, p. 1981.

\_\_\_\_\_ (1987b), "Elementos conceptuales de la política económica con respecto al mercado de capitales", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* Nº 715, septiembre de 1987, p. 2263.

\_\_\_\_\_ (1988a), "Discurso de apertura de la Conferencia de Inversiones en Chile", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* Nº 723, mayo de 1988, p. 1195.

\_\_\_\_\_ (1988b), "Discurso del Presidente del Banco Central de Chile ante el Consejo de las Américas y la Cámara norteamericana-chilena de comercio", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 726, agosto 1988, p. 2097.

\_\_\_\_\_ (1988c), "Mercados financieros internos y formación de capital: la experiencia chilena", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 728, octubre de 1988, p. 2655.

\_\_\_\_\_ (1988d) "Proyecto de Ley Orgánica Constitucional del Banco Central. Exposición en el Instituto de Estudios Bancarios", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 730, diciembre de 1988, p. 3261.

\_\_\_\_\_, Oficio Ordinario N° 6583/130/161, H. Junta de Gobierno, p. 56

\_\_\_\_\_ (1989a), "Política cambiaria para 1989". Declaración de prensa, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 731, enero de 1989, p. 29.

\_\_\_\_\_ (1989b), "Discurso ante la XXX reunión anual de Gobernadores del BID", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 733, marzo de 1989, p. 607.

\_\_\_\_\_ (1989c), "Contenido y proyecciones de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile", Exposición en Icare, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 733, marzo de 1989, p. 611,

\_\_\_\_\_ (1989d), "La inversión, desafío permanente para nuestro desarrollo económico", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 738, agosto de 1989, p. 1995.

Serrano, Alfonso (1985), "Informe acerca de las negociaciones con el FMI", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 694, diciembre 1985, p. 3199.

\_\_\_\_\_ (1989a), "Perspectivas de la economía mundial y su impacto en Chile", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 734, abril de 1989, p. 905.

\_\_\_\_\_ (1989b), "Evolución de la economía chilena durante el primer semestre de 1989", Comunicado de prensa, *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 739, septiembre de 1989, p. 2261.

Serrano, Alfonso y Jorge Selume (1986), "Conferencia de Prensa", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 706, diciembre de 1986, p. 3121.

Sjaastad, L. (1983), "Failure of Economic Liberalism in the Cone of Latin America", *World Economy* 6 (March), pp. 5-27.



Somerville, Hernán (1990), "Negociar en tiempos de crisis", Editorial Zigzag.

Tagle, Matías (editor), 1992, *La crisis de la democracia en Chile, Antecedentes y causas*, Publicación del Instituto de Historia, PUC, Editorial Andrés Bello.

Tapia, Daniel (1979), "Análisis de liberación para créditos del exterior", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 617, julio de 1979, p. 1121.

\_\_\_\_\_ (1980a) "Política de tasas de interés en Chile". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N°630, agosto 1980, p. 1487.

\_\_\_\_\_ (1980b), "Consideraciones sobre el manejo monetario y crediticio del Banco Central". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 634, diciembre 1980, p. 2423.

\_\_\_\_\_ (1982), "Mecanismos que favorecen la renegociación de deudas", Conferencia de prensa del 25 de octubre de 1982. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 656, octubre 1982, p. 2137.

\_\_\_\_\_ (1991), "Un Banco Central muy especial", en *Comentario Económico*, Banco BICE, noviembre de 1991.

Tapia, Daniel y Eduardo Olivares (1970), "Tasas de interés (1958-1969)", *Estudios Monetarios II*, Banco Central de Chile, 1970, p. 101.

Tironi, Ernesto (1978), El comercio exterior en el desarrollo chileno: una interpretación, en "*Chile 1940-1975, treinta y cinco años de discontinuidad económica*", Instituto Chileno de Estudios Humanísticos, p. 97.

Torres, Miguel, compilador (2006). *Fernando Fajnzylber: una visión renovadora del desarrollo en América Latina*. Cepal y BID.

Toso, Roberto (1983), "El tipo de cambio fijo en Chile: la experiencia en el período 1979-1982", *Serie de Estudios Económicos* N° 19, Banco Central de Chile, abril 1983.

Tovar, Justo (1999), *La negociación de la transición democrática en Chile (1983-1989)*, Estudio de caso N° 42, Universidad de Chile, Facultad de Ciencias Físicas y Matemáticas, Departamento de Ingeniería Industrial, octubre 1999, p. 32.

Trabucco, Eduardo (1971) "El Régimen Común", en *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 519, mayo 1971, p. 493.

Undurraga, Sergio (1974), *Estudios Monetarios III*, Banco Central de Chile.

Valdés, Juan Gabriel (1989), *La escuela de Chicago: Operación Chile*, Buenos Aires, 1989.

Vargas, Edmundo (1974). "La nacionalización del cobre y el derecho internacional", en *El cobre en el desarrollo nacional*, p. 160.

Velasco, Andrés (1988), *Liberalization, Crisis, Intervention: The Chilean Financial system, 1975-1985*, IMF, julio 1988.

Vergara, Rodrigo (1994), "Política cambiaria en Chile: la experiencia de una década (1984-1994)", *Estudios Públicos* N° 56, CEP.

\_\_\_\_\_ (1996), "Privatización de la Banca: la experiencia chilena", *Estudios Públicos* N° 63, invierno 1996, CEP.

Vial, Gonzalo (1985), "Decadencia, Consensos y Unidad Nacional en 1973", en *Política y Geo estrategia* N° 36, 1985.

\_\_\_\_\_ (1992), *La crisis de la democracia en Chile. Antecedentes y causas.* (Matías Tagle, Editor), Editorial Andrés Bello, p. 267.

\_\_\_\_\_ (1999), *Una trascendental experiencia académica*, Fundación Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, diciembre 1999, PUC.

Vuskovic, Pedro (1973), "Chile: toward the Building of Socialism", en *The Chilean Road to Socialism*, Johnson, Dale L, ed.

Wagner, Gert y José Díaz (2008), *Inflación y tipo de cambio: Chile 1810-2005*, Documento de Trabajo N° 328, Instituto de Economía PUC, enero 2008.

Wisecarver, Daniel (1983), "Dogmatismo y Pragmatismo: Una década de política económica en Chile", *Estudios Públicos* N° 11, invierno, CEP, p. 93.

Zahler, Roberto (1978), *La inflación chilena, Chile 1940-1975, Treinta y cinco años de discontinuidad económica*, Instituto Chileno de Estudios Humanísticos, p. 19.

\_\_\_\_\_ (1980), "Repercusiones monetarias y reales de la apertura financiera exterior: el caso chileno, 1975-78", *Revista de la Cepal* N° 10, abril 1980.

\_\_\_\_\_ (1984), "Políticas recientes de liberalización y estabilización en los países del cono sur: el caso chileno 1974-1982", en *Perspectivas económicas para la democracia: balance y lecciones para la experiencia chilena*, Instituto Chileno de Estudios Humanísticos, Editor Jorge Rodríguez G..

\_\_\_\_\_ (1989), "La inserción institucional del Banco Central de Chile", *Cuadernos de Economía* N° 77, abril 1989, p. 97.

\_\_\_\_\_ (1996), Conferencia inaugural, *Estudios Monetarios XII*, Banco Central de Chile, 1996.

Zahler, Roberto, E. Tironi, S. Piñera, P. Meller, A. Llona, A. Uthoff, H. Trivelli y P. Trivelli (1981), *Treinta y cinco años de discontinuidad económica: 1940-1975*, Instituto Chileno de Estudios Humanísticos.

Zorrilla, Américo (1970), "Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 514, diciembre 1970, p. 1477.

\_\_\_\_\_ (1971), "Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública 1971", en *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N° 525, noviembre 1971, p. 1305.

## OTRAS REFERENCIAS

- *Memorias anuales* del Banco Central de Chile (1964 a 1990)
- *Boletines Mensuales* del Banco Central de Chile (1964 a 1990)
- *Actas del Directorio* del Banco Central de Chile (1964 a 1973)
- *Actas del Comité Ejecutivo* del Banco Central de Chile (1973 a 1989)
- *Acuerdos del Consejo Monetario* del Banco Central de Chile (1975 a 1989)
- *Estudios Monetarios I a XII*, Banco Central de Chile
- *Diarios Oficiales*
- Prensa escrita: *El Mercurio, La Nación, La Segunda, Tribuna, Última Hora, Clarín, La Época, La Prensa, Estrategia, El Diario Financiero, Fortín Mapocho, Revista HOY, Revista Ercilla, Revista Qué Pasa, Revista Análisis, Revista Cauce, Revista Apsi.*

## PRENSA

Diario *El Mercurio*, Santiago.  
Diario *La Nación*, Santiago.  
Diario *Las Últimas Noticias*, Santiago.  
Diario *La Segunda*, Santiago.  
Diario *Tribuna*, Santiago.  
Diario *Última Hora*, Santiago.  
Diario *Clarín*, Santiago.  
Diario *La Época*, Santiago.  
Diario *La Prensa*, Santiago.  
Diario *Estrategia*, Santiago.  
Diario *Financiero*, Santiago.  
Diario *Fortín Mapocho*, Santiago.  
Revista *HOY*, Santiago.  
Revista *Ercilla*, Santiago.  
Revista *Qué Pasa*, Santiago.  
Revista *Análisis*, Santiago.  
Revista *Cauce*, Santiago.  
Revista *Apsi*, Santiago.

## FOTOGRAFÍAS

Fondo Diario *La Nación* del Centro Nacional del Patrimonio Fotográfico (Cenfoto) de la Universidad Diego Portales.  
Fondo Enrique Mora del Centro Nacional del Patrimonio Fotográfico (Cenfoto) de la Universidad Diego Portales.  
Colección Museo Histórico Nacional.  
Casa Museo Eduardo Frei Montalva  
Archivo del Banco Central de Chile.





