

09. Historia, Regiones y Fronteras

Irradiando la crisis. El sistema financiero chileno en la década de 1930

González, Uziel

uzielgonzalezaliaga@gmail.com;

Facultad de Administración y Economía

Universidad de Santiago de Chile (USACH)

Resumen

Este trabajo revisa el desarrollo del sistema financiero chileno doméstico y externo durante la mayor crisis económica que tengamos registro: la Gran Depresión. Haciendo uso de documentación inédita, así como de compilados estadísticos recientes, planteamos que el sistema financiero chileno sufrió una transformación profunda que es observable en dos áreas: la de los operadores o la estructura institucional del sistema y en la de la evolución de los flujos de capitales que se movilizaron durante la época. Ambas cuestiones se vinculan con la política económica de la administración del dictador Carlos Ibáñez del Campo (1927-1932), la cual se comprometió con los postulados liberales y ortodoxos de la Primera Globalización a través de su aspecto monetario. En efecto, la presencia del *gold exchange standard*, importado por el *Money Doctor* Edwin Kemmerer en 1925, modeló un sistema financiero rígido que consecuentemente intensificó los efectos de la crisis mundial en la economía real chilena a través de sus mecanismos de ajuste. Dichos mecanismos procíclicos prometían el retorno de la prosperidad luego de un período deflacionario que solo fue revertida por la supresión del patrón de cambio oro. Todos estos cambios se reflejan en la evolución tanto de los operadores como en la de los flujos financieros entre 1927 y 1937.

Con todo, este estudio constituye un aporte a la historiografía chilena y latinoamericana sobre la evolución y el comportamiento de los sistemas financieros, así como de la política económica, en los tiempos pasados. De igual forma, invita al estudio de aspectos similares en otras realidades nacionales para comprender de mejor forma la complejidad de la crisis que azotó con intensidades distintas a los diversos países de América Latina.

Palabras clave: Crisis 1929, Gran Depresión, Sistema financiero, Chile, Ortodoxia

Introducción

Como es sabido, la Gran Depresión o crisis de 1929 fue una crisis de balanza de pagos caracterizada por la caída de la demanda internacional de nitratos en el marco de un tipo de cambio fijo. Un reporte de la Liga de las Naciones demostró que Chile fue uno de los países más golpeados; la caída de la actividad y de las principales variables macroeconómicas repercutieron en un retroceso de los indicadores sociales que catalizaron una crisis política que llevó incluso al experimento socialista del año 1932. A continuación, se revisarán algunas características que la literatura especializada ha indicado sobre el sistema financiero externo e interno en Chile durante la Gran Depresión.

En lo que refiere al desarrollo del sistema financiero externo en Chile, hasta antes de la crisis se vivió un período de relativo bienestar de la mano de una oferta de capitales boyante, que estuvo de la mano con el restablecimiento de las relaciones comerciales propias de la Primera Globalización (1880-1929), y que permitió el aumento creciente del endeudamiento externo público en el país. Así, como lo habían prometido las reformas de 1925 del money doctor Edwin Kemmerer (Drake, 1994), las administraciones de Arturo Alessandri (1925) y Emiliano Figueroa (1925-1927) pudieron disponer de recursos externos en forma de bonos sobera-

nos, práctica que fue continuada y profundizada por la dictadura de Carlos Ibáñez del Campo (1927-1931), convirtiendo a Chile en una verdadera plaza captadora de préstamos norteamericanos (Bernedo, 1989). En este sentido algunos autores indican que dicha política habría tomado una balanza de pagos muy vulnerable a choques externos, criticando el cortoplacismo de los regímenes (Ortega, Norambuena, Pinto, & Bravo, 1989). Otros, como Rosemary Thorp (1988a), centran su atención en la irresponsabilidad de los exportadores de capitales, quienes alentaron a los países latinoamericanos a endeudarse en exceso, aprovechándose de su inexperiencia y el precario control y registro de los fondos. Las grandes ganancias de los acreedores internacionales, en particular la banca estadounidense, habría sido a costa de la estabilidad del sistema financiero internacional en su conjunto (Díaz-Alejandro, 1988).

Sea como fuere, todas estas vulnerabilidades se habrían manifestado con la crisis, la que en términos financieros significó el cierre absoluto de los mercados internacionales de capitales. En el caso de Chile, luego de la caída de la principal entrada fiscal, asociada a las exportaciones de salitre y, en menor medida, de cobre, la política económica se vio impulsada a detener el servicio de la deuda y así utilizar las escasas divisas en las importa-

ciones esenciales (Palma, 1988). En junio de 1931 Chile puso fin al pago puntual de los compromisos contraídos, lo que condicionó su participación en el mercado internacional de capitales (Bulmer-Thomas, 1998).

En lo relativo al sistema financiero interno, hasta el momento no disponemos de una obra que recapitule el devenir de la banca durante el siglo XX. Las obras que más se aproximan a este derrotero son el clásico texto de P.T. Ellsworth “Chile An Economy in Transition” de 1945 y la “Historia del Banco Central 1925-1964” de Camilo Carrasco (2009). En esta última se trata el desarrollo del ente emisor desde su fundación hasta el gobierno de Jorge Alessandri, los conflictos de las autoridades monetarias con el poder ejecutivo y los distintos marcos jurídicos y normativos que le incumbían al Banco Central.

El resto de los autores que se han interesado en período de la Gran Depresión en Chile, y en particular del régimen financiero interno, solo abordan ciertos tópicos de los tratados en los párrafos precedentes. Uno de ellos es la discusión en torno al patrón oro. En tal orden de cosas, Patricio Meller es un convencido de que ese sistema monetario fue una expresión de dogmatismo económico, el que no hizo sino amplificar los choques externos de la crisis: “era absurdo mantener la convertibilidad plena y el patrón oro cuando

las reservas internacionales del Banco Central se estaban acabando y se había detenido el flujo de crédito externo” (1998, pág. 49). Por su parte, Fernando Ossa indica que “es difícil imaginar que Chile se hubiese podido mantener dentro del patrón oro, ya que la crisis produjo un abandono de este sistema en todo el mundo” (1993, pág. 97). Por último, respecto al fin del dicho régimen cambiario, hay que reconocer junto a Palma (1988) que ello no impulsó el reemplazo de la ortodoxia económica por un nuevo modelo económico global, claro y coherente, sino que la modificación monetaria y cambiaria solo respondía a aliviar el caos en que se había sumergido la economía. Aunque sí puede considerarse como un punto de inflexión en cuanto a la toma de decisión en materia de políticas económicas; la heterodoxia comenzó a tener una cuota de protagonismo en el marco de un programa de recuperación coherente a corto plazo (Marfán, 1984).

Objetivos

Como objetivo principal planteamos analizar la evolución del sistema financiero chileno durante la Gran Depresión (1927-1938), especificando los elementos de transformación del régimen observables a nivel de operadores financiero como de flujos de capitales.

De tal suerte, el primer objetivo

específico pretende identificar la organización o composición del sistema financiero, tanto a nivel interno como externo, mientras que el segundo se aboca a determinar cuantitativamente el desarrollo de las variables de intermediación financiera para el período en cuestión.

Materiales y Métodos

Clarificado lo que ha indicado la literatura y los objetivos, este estudio se interesa por precisar cuantitativamente lo que ocurrió con el sistema financiero durante la crisis de 1929 en Chile desde una perspectiva que no se ha realizado hasta ahora y que recurre a nuevas fuentes históricas. El análisis del sistema financiero en la Gran Depresión obliga a revisar el escenario previo a la crisis, en la recesión y durante la recuperación, razón por la cual se ha establecido como cronología los años 1927-1937. El punto inicial refiere a un período de normalidad previo al shock externo, a dos años de la caída de los mercados internacionales, mientras que el final está marcado por la recuperación definitiva del PIB durante el segundo gobierno liberal de Alessandri (1932-1938). De esta suerte, la hipótesis de trabajo indica que la interacción del sistema financiero con la Gran Depresión produjo transformaciones de fondos en su régimen. Por una transformación de fondo se hace referencia, por un lado, a la modificación de

elementos fundamental de la norma o marco jurídico que regulaba la actividad financiera tanto externa como interna, así como al cambio relativo y absoluto de los operadores del sistema; por otro, a las dinámicas de flujos financieros más importantes.

Las fuentes a las que se recurrió para reconstruir las series financieras fueron la Cronología Bancaria de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), los Anuarios Estadísticos de la Dirección General de Estadísticas en base al cual se crearon series ad hoc, además de los Compilados Estadísticos de La República en Cifras (Díaz, Lüders y Wager, 2016) y de De la Cuadra (1983).

Resultados y Discusión

Operadores del sistema financiero

El sistema financiero externo: entre la hegemonía estadounidense y la moratoria unilateral. En julio de 1932, Chile declaró de manera unilateral la cesación de pagos a sus acreedores internacionales luego de haber cumplido por casi medio siglo con sus compromisos financieros. Esta fue una de las últimas decisiones que Carlos Ibáñez del Campo pudo tomar antes de renunciar al cargo. Y es que su política de gasto en infraestructura pública con endeudamiento extranjero terminó por ser insostenible en vistas de la caída de la

principal entrada fiscal. En ese entonces, se llegó a la encrucijada entre mantener el servicio de la deuda o adquirir las importaciones esenciales con las escasas divisas disponibles. Ante este planteamiento general que ha asegurado la historiografía, cabe realizar dos interrogantes: quiénes fueron los prestamistas internacionales y cómo se produjo la moratoria y su renegociación. Son dos cuestiones, en el fondo, que apuntan a un problema de economía política.

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

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

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

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

commodities.

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

Esta situación, como bien lo sabían las autoridades locales, no podía mantenerse indefinidamente. Las presiones extranjeras de los acreedores estadounidenses llegarían más temprano que tarde. Es por ello que la recuperación de la crisis fue aparejada al pago de la deuda externa, como menciona Alessandri durante la cuenta pública del año 1934. Para esos efectos se dictó en enero de 1935 la ley 5.580, que establece la entrega de las utilidades de la Corporación de Ventas del

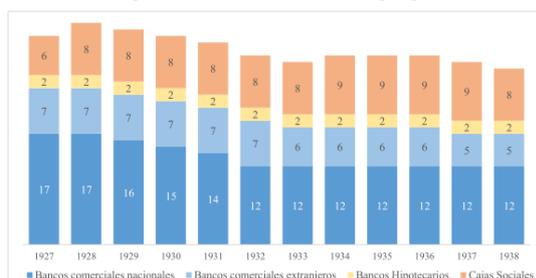
Salitre y Yodo (COVENSA), además de las que exploten o se beneficien de los minerales de cobre, a la Caja de Amortización de la Deuda Pública, que fue la entidad encargada de pagar de manera unificada a los acreedores internacionales. Con tales fondos la Caja debió servir la deuda pública externa directa e indirecta del Estado (como vimos, FF.CC., Caja de Crédito Hipotecario y las Municipalidades), utilizando la mitad de los recursos para pagar intereses y la otra para la amortización o el rescate de los bonos en circulación. Las renegociaciones fueron llevadas a cabo en Londres, Nueva York y París. El eje de las discusiones con los acreedores fue que “los tenedores del continente europeo apreciaron la situación de Chile y reconocieron que, por ahora, el país no podía ofrecer más de lo que ofrece”, similar resolución a la adoptada por prestamistas norteamericanos.

Sistema financiero interno: banca y Estado. El plano interno del sistema financiero durante la Gran Depresión presenta un cuadro muy distinto al del externo. La solidez fue característica, entendiendo a esta como la perduración de los operadores financieros (bancos comerciales, bancos hipotecarios y Cajas Sociales) a lo largo del tiempo. La legislación bancaria de la época, que se remonta a la misión Kemmerer, también sirve como elemento de

juicio para comprender la estabilidad del sistema, así como la premura de la autoridad para hacer frente, desde las operaciones bancarias en conjunto con políticas monetarias, a los peores años de la crisis. Como se puede ver en el Gráfico I, de un total de 32 instituciones en 1927 se llegó a 27 en 1938, diferencia que se produce a través de fusiones, disoluciones o liquidaciones, además de fundaciones de nuevas entidades. Ahora bien, para comprender la reducción absoluta que presenta el conjunto de operadores financieros, resulta necesario ver de manera desagregada los grupos de instituciones.

GRÁFICO I

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



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

De esta suerte, el conjunto de mayor peso en la plaza durante fines de la década de 1920 y durante la de 1930 es, desde luego, la banca comercial. A su vez, estos se pueden separar entre bancos comerciales nacionales y extranjeros. A lo largo de los años, los nacionales sufren cinco disoluciones anticipadas, con sus correspondientes liquidaciones: el Banco de Mul-

chén (septiembre de 1928), el Banco de Chile y Alemania (junio 1929), el Banco de Régulo Valenzuela y Cía. (junio de 1930) y los Bancos Yugoslavo de Chile (mayo de 1931) y Nacional (junio de 1931). Las disoluciones de estos dos últimos bancos se vinculan estrechamente con la Gran Depresión, como lo prueba el tipo de giro que realizaban. El del Banco Yugoslavo tenía operaciones con empresas salitre-eras, en tanto que el Banco Nacional —el tercero más grande del mercado en cuanto a capital— fue afectado por la deprimida situación de la agricultura, donde concentraba sus clientes, sufriendo finalmente una corrida bancaria. Sin embargo, desde 1932 ya no hay nuevas modificaciones en los bancos comerciales nacionales. Respecto a los bancos comerciales extranjeros, se produce solamente una liquidación, la del Banco Mercantil de Bolivia (septiembre de 1932), que traspasó sus activos y pasivos al Banco Anglo Sud-Americano Limitado, el que a su vez se fusionó con otro en 1936.

Un tercer grupo está compuesto por los bancos hipotecarios, en el que se incluyen el Banco Hipotecario y el Banco Hipotecario de Chile, que no presentan variaciones a lo largo del tiempo. Cuestión distinta a lo acontecido con las Cajas Sociales o de fomento, que eran instituciones semifiscales que focalizaban el crédito en rubros de producción o económicos espe-

cíficos. Estas fueron adquiriendo mayor protagonismo a lo largo del tiempo, con la fundación de cuatro nuevas entidades, tres de ellas en 1928 (Instituto de Crédito Industrial, Caja de Fomento Carbonero y Caja de Colonización Agrícola) y la otra en 1934 (Instituto de Fomento Minero e Industrial del Norte). La reducción del último año solo se asocia a una fusión de instituciones con propósitos similares (minerías).

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

cedían a estas instituciones recursos frescos a los sectores productivos que se querían fomentar o reprogramar sus deudas.

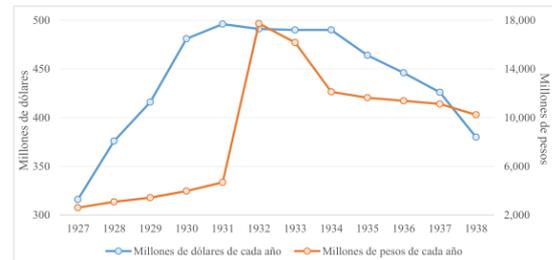
El año 1931 fue el más duro para los bancos, lo que se refleja en modificaciones legales que regían a la actividad bancaria, con cuatro modificaciones a la Ley de Bancos: para auxiliar a la banca se puso fin al monopolio de los depósitos de ahorro en la Caja Nacional de Ahorros, permitiéndosele a los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

característica de 1930 (Chamorro, 1985).

Flujos del sistema financiero

Evolución del endeudamiento público externo durante 1927-1938. Si hasta antes de la crisis de 1929, y como se ha dicho, el régimen de Carlos Ibáñez del Campo implementó una política de elevado endeudamiento externo —como forma de financiar el gasto público—, el Gráfico II lo evidencia de forma diáfana. En efecto, entre la llegada al poder y su destitución, es decir en cinco años (1927-1931), en el marco de una oferta bastante elástica de créditos externos, el endeudamiento público de mediano y largo plazo aumentó desde 316 a 496 millones de dólares (57%). Ahora bien, el choque externo, la caída de las principales economías del mundo, entre ellas quienes compraban los bonos soberanos, sumado al ambiente de proteccionismo generalizado y el establecimiento de la moratoria unilateral, entre otros factores, impidieron el aumento neto de nuevos fondos al país hasta finales de la década de los treinta. En este sentido, resulta interesante constatar el impacto inmediato de la devaluación. Si consideramos la deuda medida en pesos chilenos: en un año en el que los flujos externos ya se habían paralizado, la deuda medida en moneda nacional se cuadruplica, pasando de cerca de 4.500 millones de pesos a 17.750 millones.

GRÁFICO II
Deuda externa pública en Chile medida en millones de dólares corrientes y



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

Si consideramos la evolución total de la deuda medida en dólares, el año 1931 también inaugura una segunda fase del endeudamiento, que es posible subdividirla en dos. Una que va hasta a 1934, que es el período más agudo de la crisis, en el cual el default llevó al estancamiento de la deuda en torno a unos 490 millones de dólares. Y un segundo subperíodo, entre 1934 y 1938, que estuvo marcado por la caída neta del endeudamiento, fenómeno acorde con la recuperación de las principales variables macroeconómicas.

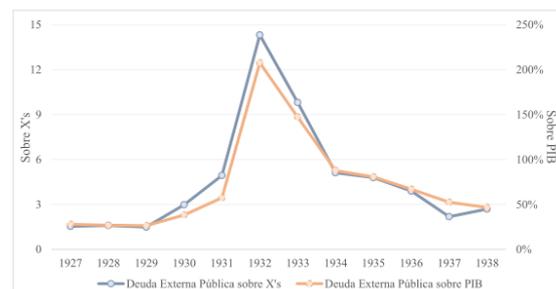
La segunda administración de Arturo Alessandri y su gabinete protagonizado por Gustavo Ross como Ministro de Hacienda propició el desarrollo de acuerdos bilaterales de compensación, lo que se tradujo en el pago de 110 millones de dólares a los acreedores en cinco años, esto es, se canceló el 22% del total a través de la Caja Autónoma de Amortización de la Deuda Pública. En otros términos, ello significó llegar a los niveles de endeudamiento que existían en el año 1928, lo cual es una gran transferencia de recursos si consideramos que el tipo de cambio

entre 1934 y 1938 en libras y dólares, producto de las reiteradas devaluaciones luego del abandono del gold standard, se triplicó con respecto al de 1927-1931. Sin embargo, si observamos la deuda en pesos, pese al importante esfuerzo del régimen, esta no bajó de los 10.000 millones, muy lejos de los 3.000 millones acumulados hasta 1928.

Para una complementación de la visión anterior disponemos de series que muestran el peso de la deuda en relación al PIB y a las exportaciones (Gráfico III). Este ejercicio es importante debido a que permite contextualizar la deuda a la capacidad total de la economía nacional —por tanto, para servir la deuda— y cómo evoluciona en el tiempo, en tanto que las exportaciones resultan fundamentales para adquirir las divisas necesarias para el cumplimiento de aquellos compromisos con los tenedores de bonos. En efecto, si nos fijamos en el ratio deuda/PIB, el endeudamiento público externo total en relación al Producto indica que de un inicio en torno a un 28% del producto en 1927 —que se estanca dos años debido, pese al aumento absoluto que se revisa más arriba— la deuda externa comenzó a aumentar progresivamente los dos años siguientes hasta llegar a un máximo de dos veces el PIB en 1932, lo cual se explica en lo fundamental por la depresión de la actividad de ese año, así como la brusca devaluación

del peso que multiplicó la deuda en divisas según vimos. Durante el período de recuperación se observa que la trayectoria de la curva sufre en una caída sostenida. Existe una marcada reducción del peso de la deuda a la mitad en relación al Producto durante los dos años luego del bienio crítico 1931-1932, fenómeno que, hasta el año en que la deuda externa alcanza un 88% del conjunto de bienes y servicios y en el que termina la moratoria (1934) se explica por la recuperación del PIB. Por último, a finales de la cronología seleccionada el endeudamiento externo significa un 47%, retornando a niveles similares del 1931. Este descenso de esta ratio resulta menos impresionante que la curva del servicio de la deuda del Gráfico II, fundamentalmente porque en momento alguno de la década de 1930 se llegó a los niveles del PIB previos a la crisis.

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



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

Ahora bien, la evolución del endeudamiento en relación a las exportaciones nos aporta otros elementos para la discusión, según se muestra el gráfico anterior. Si hasta antes de la caída de los mercados

internacionales a fines de la década de 1920, la deuda externa chilena representaba 1,5 veces las exportaciones, manteniéndose estancada hasta 1929 a pesar del crecimiento neto de la deuda externa —fenómeno similar al del Producto—, lo cual da cuenta desde un punto de vista de la política económica de un endeudamiento externo controlado por las autoridades del régimen dictatorial de Ibáñez. Lo que las autoridades no esperaban era que dos años más tarde, en pleno ocaso del régimen, la ratio subiría a 5 veces las exportaciones y solo para seguir creciendo al año siguiente hasta alcanzar 14 veces las exportaciones.

Con todo, se puede apreciar una especie de compromiso de la política económica del régimen de otrora candidato del Partido Liberal por retornar a niveles de endeudamiento “pre crisis”, tanto desde un punto de vista absoluto como relativo. Ello indica el éxito de los acuerdos de compensación con los países tenedores de bonos, cuyo pago solo se detendrá como consecuencia del terremoto de Chillán de 1939 y la necesidad de redireccionar divisas para la reconstrucción.

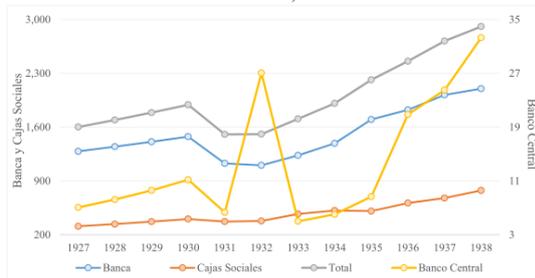
Evolución de las variables internas. La evolución general de las colocaciones permite visualizar una caída importante en los años 1931-1932 del 20% o unos 400 millones de pesos; evento depresivo que

tardó dos años en recuperarse. El drástico descenso de las colocaciones fue acorde con la evolución de la tasa de interés efectiva, que en 1930 llegaba a 15,32%, pero que a 1932 cae en 20,93% con respecto a 1931, esto es, al -11,43%. Es decir, el costo del crédito resultó negativo en el peor año de la crisis. Ello responde más al brote inflacionario de ese año que a la modificación de la tasa nominal, que de hecho subió 0,15 puntos en 1932 respecto a 1930, llegando al 9,51%. Un hecho que explica de mejor manera que la tasa de interés la reducción de las colocaciones durante el bienio crítico 1931-1932, además de la caída general de la actividad, es ciertamente la mantención del patrón oro, régimen que redundó en la estrechez crediticia de las instituciones ante la caída de reservas de oro, así como su regla de ajuste automático por vía cuenta de capitales (a través de un aumento de la tasa de interés). En contrapartida, se puede ver que desde la salida del patrón oro y hasta el final de la cronología (1933-1938) ocurre un aumento sostenido de las colocaciones a una tasa de 11,2% anual. Para este período, la tasa de interés real es más bien fluctuante, aunque manteniéndose en niveles bajos, de modo que promedia 2,39% entre 1933-1938. En esta segunda fase sí es posible que la variable del interés explique el aumento de las colocaciones en el marco de mejores pers-

pectivas de crecimiento.

GRÁFICO IV

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



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

Si observamos la desagregación de las colocaciones aparecen algunos elementos interesantes. En principio, que la banca comercial e hipotecaria explican en una parte importante el total de las colocaciones, sobre todo hasta 1935. Desde entonces ocurre una divergencia que responde al aumento de colocaciones de las Cajas Sociales. Estas últimas, a pesar de tener un bajo crecimiento a lo largo de la década, sufrieron menos el impacto de la crisis (por haber sido utilizada probablemente como herramienta contracíclica). Así, si en 1930 controlaban el 21% del total de colocaciones con 400 millones de pesos, en 1932 caerán apenas en 20 millones, lo que significó el 25% del total de ese año. Con todo, en 1938 las Cajas Sociales llegarán a un no despreciable 27% (siendo el 25% del total de operadores), que se traduce en 776 millones. En efecto, en este último año, la desaceleración de la banca es compensada por las Cajas Sociales logrando un aumento neto del total

de las colocaciones. Por último, las colocaciones del Banco Central. A pesar de su reducidísima participación en el total, resulta interesante señalar que es la única entidad que expande sus colocaciones en el año más crítico de la crisis al nivel del Producto. Ello se vincula con los desórdenes y experimentos políticos, en particular, el de la República Socialista que estatizó el ente emisor y lo obligó a efectuar re-descuentos a instituciones semifiscales. Por su parte, la llegada de Alessandri al poder significó un retorno a niveles normales de colocaciones del Banco Central, pero que sin embargo de 1936 a 1938 dicha institución presentó un crecimiento aún más notable que en 1932. Es curioso este último fenómeno, pues no resulta de una imposición del Ejecutivo al Banco, sino que seguramente fue una medida acordada entre Subercaseaux y Ross.

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

La tendencia general de la curva

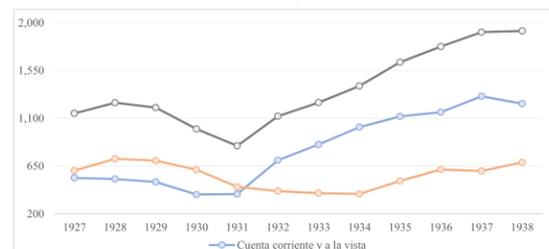
de los depósitos totales tiene diferencias importantes con las colocaciones, si bien ambas muestran una caída a inicios de la década de 1930. En ella podemos evidenciar con claridad una tendencia de crecimiento de los depósitos acorde al del Producto hasta 1928, alcanzando los 1.247 millones de pesos, para luego comenzar un leve declive antes de las primeras manifestaciones de la crisis —de hecho, el PIB crece el año 1929. De cualquier forma, es interesante observar que, a diferencia de las colocaciones, en 1931 los depósitos caen solo un 16%, a 841 millones, respecto a 1930. Y, es más, mientras las colocaciones se estancan en 1932, los depósitos ya se habrían recuperado ese año alcanzando los 1.120 millones, en tanto que al siguiente ya habrían superado cualquier nivel previo a la crisis, dando inicio a un período de crecimiento sostenido entre 1932 y 1938 a una tasa de 9,4% anual. En ese último año se alcanzan más de 1.900 millones de pesos en depósitos, 70% de los cuales corresponden a depósitos del público.

En cuanto a la dinámica interna de los depósitos, estos muestran dos tendencias claras en las que el shock externo funciona como punto de inflexión. Hasta antes de la crisis, predominaban en el sistema financiero los depósitos a largo plazo, aunque lo seguían muy de cerca los de cuenta corriente y a la vista, esta-

bleciéndose una diferencia del 25% en promedio entre 1927 a 1931. Sin embargo, después de la crisis estas tendencias se revierten: los depósitos de cuenta corriente y a la vista toman la delantera, duplicando en promedio a los depósitos a plazo indefinido entre los años 1932 y 1938. Ello podría indicar una menor confianza de los depositantes por este instrumento de ahorro, una menor rentabilidad del depósito en relación con otro tipo de inversión o bien la presencia de menores tasas efectivas de interés —que solo afectan a los depósitos a plazo—, las cuales en promedio son menores después que antes de la crisis (8,6% de 1927 a 1931 contra 0,42% entre 1932-1938).

GRÁFICO V

Depósitos del público e instituciones fiscales/semifiscales en millones de pesos (1927-1939)



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

Conclusiones

El sistema financiero chileno sufrió transformaciones de importancia como consecuencia de su interacción con la Gran Depresión, tanto si lo vemos a partir de los operadores como de los flujos financieros. A partir de ello se derivan algunos puntos interesantes de indicar:

1. A nivel de operadores en el sistema financiero externo, la Gran Depresión, en tanto que mostró las primeras pinceladas de la clausura de los mercados de bienes y capitales, manifestó los límites de las exigencias de los acreedores con los países deudores, como Chile. A pesar de que la mayoría de los fondos provenían de la mayor potencia global —por los motivos que revisamos— la moratoria, aunque breve, no pudo ser frenada y sirvió de alivio para las economías en desarrollo que se habían endeudado y necesitadas las escasas divisas que llegaban por la cuenta corriente para cubrir necesidades internas. Por su parte, el reinicio de la deuda, en un contexto de detención de flujos financieros, se realizó en términos bastante favorables para los deudores, gracias al conjunto de acuerdos bilaterales pactados. En otras palabras, se logró compartir más o menos felizmente los costos de la crisis. Es posible notar la existencia de elementos que podríamos denominar pragmáticos en todas las fases de las negociaciones. La intensidad de la crisis, en tanto que afectó a todas las economías, requirió de respuestas rápidas y que no podían ser dictadas por la teoría económica hegemónica sin hundir al mundo capitalista en un abismo aún más grande. La unión aquí fue entre pragmatismo y heterodoxia.

2. La tendencia de elevado endeudamien-

to externo público pareciera indicar que en el período previo a la crisis de 1929 no se logró una administración adecuada de la oferta internacional de crédito en miras de una gestión moderada de la deuda en el mediano y largo plazo. En la década de 1920 más bien primó el uso de los fondos para paliar el desempleo a través de planes de infraestructura, de mano de Carlos Ibáñez del Campo. Las necesidades inmediatas de la dictadura militar, como mitigar el paro de los desequilibrios macroeconómicos de fines de los años 20, no tuvieron miramientos de los desequilibrios que generarían sus políticas de venta de bonos soberanos, a pesar de que hasta 1929 la deuda se mantenía bajo control. Ese marco de administración de la deuda (default) es preciso vincularlo con la intensidad del endeudamiento, tanto si lo medimos en exportaciones como si lo hacemos en relación al PIB. A nivel general, resulta impresionante tanto el aumento de la deuda durante la crisis como su reducción en el período de la recuperación durante la segunda mitad de 1930: los niveles relativos de deuda un año antes de que Pedro Aguirre Cerda llegara al poder son solo el doble que antes de la crisis.

3. La Gran Depresión significó el abandono de políticas liberales, propias de la Primera Globalización, al tiempo que la preparación, si bien no deliberada, de lo que sería el modelo de Industrialización

Dirigida por el Estado. Así lo evidencia el refuerzo de instituciones financieras semi-fiscales: las Cajas Sociales. El fomento estatal de crédito dirigido a sectores productivos que se aplicó luego de la crisis es tanto más significativo cuanto que la crisis no afectó a las instituciones tradicionales, esto es, la banca comercial e hipotecaria privadas. En consecuencia, lo que se produjo fue el beneficio de unas instituciones en detrimento de otras a través de políticas monetarias dirigidas y con activa participación del Banco Central. No fue, pues, un mero reemplazo. Por último, ello toma aún más relevancia si recordamos que el gobierno liberal de Alessandri propugnó esa transformación, en la medida en que se reconoció la necesidad de aplicar políticas de fomento crediticio para la recuperación de la crisis. En términos de la estructura institucional, los distintos regímenes que van desde la caída de Ibáñez a Alessandri, pasando por la República Socialista, dieron respuestas activas e inmediatas y con ciertos elementos de heterodoxia. De ello da cuenta la modificación legal del régimen financiero en los años más duros de la crisis a través de Decretos Leyes, lo que también muestra la capacidad de acción que se tuvo para contener el desastre macroeconómico.

4. En lo que refiere a los flujos de capitales financieros, el golpe externo de la Gran Depresión significó al conjunto de

instituciones de intermediación de las décadas de 1920 y 1930 comandadas por la banca nacional y extranjera un descenso neto de los depósitos desde 1929 —en particular de los a plazo en atención a la menor tasa de interés efectiva— y de las colocaciones en el bienio crítico (1931-1932), fundamentalmente por los efectos del patrón oro en el circulante y la tasa de interés. No obstante, poco antes de mediados de la década de 1930 el nivel de depósitos y colocaciones ya era superior al de antes de la crisis, dándose inicio a un crecimiento sostenido de la operación; proceso en el que adquirieron especial fuerza las Cajas Sociales. En términos de los aprendizajes macroeconómicos que legó la Gran Depresión en materia financiera es, con seguridad, el relativo a la implantación de un sistema monetario y cambiario tan inflexible como el patrón oro. Parte importante de la deflación del bienio crítico, como indica la literatura consultada, tiene que ver con la permanencia del ortodoxo gold standard por un tiempo demasiado prolongado, lo cual intensificó los efectos recesivos de la balanza de pagos. En el sistema financiero ello se expresó en reducción de reservas internacionales, disminución de créditos concedidos. Pese a esos efectos —o debido a ellos— se logró un importante aprendizaje con la supresión del patrón oro: para el bienio 1934-1935 la depresión

financiera ya había sido superada sin una pérdida significativa de operadores y con la implantación de una norma jurídica flexible que se alejaba de los sistemas que apelaban al ajuste automático por el mercado.

Bibliografía

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

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

-Bernedo, P. (1989). Prosperidad económica bajo el gobierno de Carlos Ibáñez del Campo, 1927-1929. *Historia*, 5-105.

-Bértola, L., & Ocampo, J. A. (2013). El desarrollo económico de América Latina desde la Independencia. México: FCE.

-Bulmer-Thomas, V. (1998). La historia económica de América Latina desde la Independencia. México: FCE.

-Carrasco, C. (2009). Banco Central de Chile 1925-1964. Una Historia Institucional. Santiago, Chile: Banco Central.

-Chamorro, M. (1985). El sistema bancario comercial chileno y la crisis de los años treinta. *Información Financiera* de agosto de 1985 (págs. VII- XXVIII). Santiago.

-Díaz-Alejandro, C. (1988). América Latina en la década de los treinta. En R. Thorp, *América Latina en la década de los treinta. El papel de la periferia en la crisis mundial*

(págs. 31-68). México: FCE.

-Drake, P. (1984). La misión Kemmerer a Chile: consejeros norteamericanos, estabilización y endeudamiento, 1925-1932. *Cuadernos de Historia*, N° 4, 31-57.

-Drake, P. (1994). La creación de los bancos centrales en los países andinos. En P. Tedde, & C. Marichal, *La formación de los Bancos Centrales en España y América Latina* (págs. 85-102). Madrid, España: Banco de España.

-Ellsworth, P. T. (1945). *Chile An Economy in Transition*. New York: The MacMillan Company.

-Marfán, M. (1984). Políticas reactivadoras y recesión externa: Chile 1929-1938. *Estudios CIEPLAN*, N° 12, 89-119.

-Meller, P. (1998). *Un siglo de economía política chilena (1890-1990)*. Santiago, Chile: Andrés Bello.

-Ortega, L., Norambuena, C., Pinto, J., & Bravo, G. (1989). *Corporación de Fomento de la Producción. 50 años de realizaciones 1939-1989*. Santiago: Departamento de Historia, Facultad de Humanidades, Universidad de Santiago de Chile.

-Palma, G. (1984). Chile 1914-1935: de economía exportadora a sustitutiva de importaciones. *Estudios CIEPLAN*, N° 12, 61-88.

-Thorp, R. (1988a). Introducción. En R. Thorp, *América Latina en la década de los treinta. El papel de la periferia en la crisis mundial* (págs. 13-30). México: FCE.