Este segundo volumen aborda los casos de cuatro economías muy distintas entre sí que presentan sin embargo la común característica de seguir fundamentando principalmente sus exportaciones en bienes basados en recursos naturales.

Este libro expone los modelos económicos aplicados por Australia, Nueva-Zelanda, Chile y Perú y el desempeño de estos países con un enfoque de largo plazo: se estudian en el marco de tres grandes momentos históricos: la economía internacional liberal desde fines del siglo XIX hasta la Gran Depresión, el posterior período de economía administrada y de industrialización sustitutiva de importaciones y el último período de adopción, con diversos grados de profundidad, de modelos neoliberales. A la vez se examina la configuración y el papel del sistema financiero interno así como el recurso al ahorro externo en estos tres períodos, evaluándose los resultados del último viraje liberal en materia de crecimiento económico, de desarrollo financiero y de integración financiera internacional.

Geneviève Marchini *es doctora en Economía por la Universidad de Paris XIII (Francia), profesora-investigadora del Departamento de Estudios del Pacífico de la Universidad de Guadalajara y miembro del Sistema Nacional de Investigadores (México).*

Centro Universitario
de Ciencias Sociales y Humanidades

VOL. II

Geneviève Marchini

Crecimiento económico y desarrollo financiero en Asia-Pacífico

Las economías primario-exportadoras de Oceanía y América Latina
Australia, Nueva-Zelanda, Chile y Perú

Crecimiento económico y desarrollo financiero en Asia-Pacífico VOL. II

Las economías primario-exportadoras de Oceanía y América Latina

Australia, Nueva-Zelanda, Chile y Perú

Geneviève Marchini

Universidad de Guadalajara

Crecimiento económico y desarrollo financiero en Asia-Pacífico
Vol. II

Las economías primario exportadoras
de Oceanía y América Latina
Australia, Nueva Zelanda, Chile y Perú

Crecimiento económico y desarrollo financiero en Asia-Pacífico Vol. II

Las economías primario exportadoras de Oceanía y América Latina
Australia, Nueva Zelanda, Chile y Perú

GENEVIÈVE MARCHINI

UNIVERSIDAD DE GUADALAJARA
Centro Universitario de Ciencias Sociales y Humanidades

338.9501823
MAR

Marchini, Geneviève.

Crecimiento económico y desarrollo financiero en Asia — Pacífico / Geneviève Marchini.

1ª ed.

Guadalajara, Jal.: Universidad de Guadalajara, Centro Universitario de Ciencias Sociales y Humanidades, Coordinación Editorial, 2012.

ISBN Obra completa: 978-607-450-490-3
ISBN: 978-607-450-628-0

Contenido: v.2. Las economías primario exportadoras de Oceanía y América Latina, Australia, Nueva Zelanda, Chile y Perú

1.- Desarrollo económico — Asia — Alocuciones, ensayos, conferencias.
2.- Desarrollo económico — Pacífico, Área del — Alocuciones, ensayos, conferencias.
3.- Pacífico, Área del — Integración económica.
4.- Asia — Integración económica.

I.- Universidad de Guadalajara, Centro Universitario de Ciencias Sociales y Humanidades.

Primera edición 2012

D.R. © 2012, Universidad de Guadalajara
Centro Universitario de Ciencias Sociales y Humanidades
Coordinación Editorial
Juan Manuel # 130
Zona Centro
44100 Guadalajara, Jalisco, México
Consulte nuestro catálogo en http://www.publicaciones.cucsh.udg.mx/

ISBN Obra completa: 978-607-450-490-3
ISBN: 978-607-450-628-0

Impreso y hecho en México
Printed and made in Mexico

Contenido

Introducción 11

La "maldición de los recursos" o la paradoja de la abundancia 14

La trayectoria de largo plazo de las economías de América Latina y Oceanía: elementos para entender una temprana diferenciación 18

1. Australia: el sistema financiero de la industrialización sustitutiva a la economía post-industrial 23

Economía y sistema financiero hasta la década de 1980 26

El contexto internacional del desarrollo australiano: del imperio británico al Pacífico Asiático 26

La estructura productiva: del predominio del sector primario a la industrialización sustitutiva y su declive 30

Sector primario, auges, declives y permanencia como generador de divisas 31

Los fundamentos de un nuevo modelo de desarrollo 34

La industrialización de Australia 38

Financiamiento de la economía y sistema financiero interno 44

La banca: el lento fortalecimiento de la regulación 45

Los mercados de valores: la prolongada dominación del mercado de títulos públicos 48

El sistema financiero australiano antes de las reformas 49

Las reformas económicas y la adopción plena de un nuevo modelo de desarrollo 52

Un esquema de las principales reformas económicas y financieras 53

Los resultados: ¿sufrimiento de corto plazo y ganancias de largo plazo? 57

Internacionalización financiera y sistema financiero interno 72

Profundización financiera y apertura 76

La intermediación financiera interna 83

La banca: internacionalización y préstamos hipotecarios 85

Conclusión 91

2. Desarrollo económico y sistema financiero en las antípodas: Nueva Zelanda 95
Un siglo de desarrollo económico y financiero: la economía de Nueva Zelanda hasta 1984 97
Desarrollo económico y financiero y políticas económicas hasta 1984 100
La etapa de desarrollo en economía abierta de la primera mundialización 100
Crisis y construcción de un nuevo modelo económico a partir de 1930 106
La política de desarrollo administrado, 1945-1984 110
Financiamiento del desarrollo y sistema financiero 114
Financiamiento externo y sistema financiero hasta 1934 114
El sistema financiero reglamentado: 1934-1984 118
La crisis del modelo de ISI 123
El regreso a una economía abierta y liberal y sus resultados, 1984-2008 127
La secuencia de reformas, 1984-1999 128
Costos de la transición, "reforma de las reformas" y trayectoria de la economía neozelandesa 132
La reforma de las reformas: 1999-2007 136
Un balance de los cambios estructurales 140
Logros del nuevo modelo económico 140
Límites y riesgos inherentes al modelo 142
Trayectoria y papel del sistema financiero neozelandés desde las reformas 153
Bancos, profundización financiera y asignación de recursos 158
Problemática, riesgos y límites del financiamiento a la economía 163
Conclusión 173

3. Chile: un precursor latinoamericano de la liberalización financiera 177
La economía y el sistema financiero de Chile hasta 1973 179
Intentos de reforma, 1958-1973 182
Reformas y desempeño económico 184
El sistema financiero chileno antes de 1973 186
La primera liberalización financiera parcial de 1958-1962 186
La creación de los primeros mecanismos de indización 188
Liberalización y crisis financiera en el marco del "autoritarismo de mercado" (1973-1982) 190
Las medidas de estabilización y de reforma estructural 190
Los programas de estabilización 191
Las reformas estructurales 192
La liberalización financiera 194
De la euforia a la debacle financiera 195

Rescate financiero, corrección y profundización
de las reformas (1983-2007) 202
Resolución de la crisis y profundización de las reformas (1983-1989) 202
El rescate bancario 203
Política macroeconómica y reformas estructurales después de la crisis 205
Indización en UF y controles de capitales 207
Corrección y profundización de las reformas de mercado bajo gobiernos democráticos (1990-2007) 208
Gestión macroeconómica 209
Reformas institucionales, gasto público y políticas sociales 210
El papel más activo del Estado en materia de comercio exterior 211
Las reformas financieras 213
Alcances de la transformación de la economía chilena (1973-2007) 214
La trayectoria macroeconómica 215
Las fuentes del crecimiento económico chileno 223
¿Es sustentable el crecimiento económico de Chile? 225
El cambio en la inserción financiera de Chile en la economía internacional 228
El sistema financiero chileno: cambio estructural
y contribución al financiamiento del crecimiento 233
El sistema bancario 237
Los mercados de títulos negociables 243
Los mercados de bonos 244
Conclusión 248

4 Economía y financiamiento del crecimiento en Perú: ¿hacia una menor vulnerabilidad externa? 251
Auges primario exportadores, crisis e industrialización sustitutiva tardía:
la economía peruana hasta 1989 254
Liberalismo, ciclos exportadores y débiles impulsos a la industria local 255
La sustitución de importaciones en el Perú 264
El sistema financiero peruano, del crecimiento orientado hacia la exportación a la sustitución de importaciones 266
El sistema financiero peruano en la primera mundialización 267
Introducción y fortalecimiento de una regulación bancaria 271
El sistema bajo el liderazgo público 274
La prolongada crisis de la industrialización sustitutiva y el fracaso
de las políticas económicas, 1976-1989 275

Logros e insuficiencias de la industrialización sustitutiva 278
Trayectoria y papel del sistema bancario, 1960-1989 285
Estabilización y crecimiento en el marco del regreso al liberalismo, 1990-2007 292
Estabilización y mejor calidad de la gestión macroeconómica: 1990-2007 297
Cambio estructural e inserción internacional 305
La inserción comercial desde las reformas 307
La inserción financiera internacional 310
El resurgimiento de un sistema financiero diversificado y su contribución al crecimiento 317
Crisis y reestructuración 320
Limitaciones y riesgos 324
Conclusión 328

5. Conclusiones. Crecimiento económico y desarrollo financiero en Oceanía y América Latina 331

Bibliografía. Volumen 2 339

Glosario 361

Abreviaturas 373

Índice de cuadros 377

Índice de gráficos 381

Introducción

En el primer volumen de esta obra hemos abordado cuatro estudios de caso de economías periféricas en los albores del siglo XX que lograron ascender en la escala de ingresos mundial a través de una industrialización promovida por un estado interventor desarrollista —Japón, Corea del Sur y Singapur— o semi-desarrollista —Hong Kong, y se volvieron exportadores de bienes manufacturados. Con la excepción de Japón, el líder temprano de Asia del Este, que se industrializó a finales del siglo XIX, todas estas economías iniciaron su desarrollo en la post-segunda guerra mundial y alcanzaron el estatus de Nueva Economía Industrial (New Industrializing Economies, o NIE) en las décadas de 1970 y 1980. En contraste con las trayectorias económicas de estas cuatro naciones y territorio, los estudios que constituyen este segundo volumen abordan los casos de cuatro economías muy distintas entre sí que presentan sin embargo la común característica de seguir fundamentando principalmente su inserción en la economía mundial en la exportación de bienes basados en recursos naturales, brutos o procesados: Australia y Nueva Zelanda son dos naciones australes ricas, clasificadas entre las economías desarrolladas post-industriales mientras Chile y Perú son naciones en desarrollo de ingreso medio.

Aún cuando estos cuatro países se han industrializado en mayor o menor grado, y alcanzaron a diversificar su estructura productiva entre inicios del siglo XX y las décadas de 1970-1980, sus industrias manufactureras rara vez lograron ser competitivas internacionalmente y la liberalización económica ha llevado a un claro retroceso de estas actividades. Hoy, la minería predomina netamente en las exportaciones de bienes de Australia, Chile y Perú, mientras Nueva Zelanda ha mantenido una especialización agropecuaria, aún cuando en todas estas economías se ha procurado y logrado diversificar parcialmente las exportaciones hacia nuevos bienes y servicios. En el largo plazo, la trayectoria de estas cuatro economías ha sido también menos brillante frente a Asia del Este, con un dete-

rioro pronunciado de su desempeño entre mediados de los años 1960 y fines de la década de 1980. Así, Australia y Nueva Zelanda, que figuraban con Argentina entre las economías más ricas del planeta a inicios del siglo XX, han experimentado una erosión prolongada de su posición relativa en la escala de ingresos mundial, si bien han evitado el desplome argentino, y el regreso de Australia a un mejor posicionamiento relativo es reciente. En cuanto a Chile y Perú, sufrieron un deterioro más neto de su posición y la recuperación de su ingreso per cápita relativo es comparativamente modesta (véase gráfico 1, introducción general, volumen 1).

En este segundo volumen, nos dedicaremos a analizar las trayectorias económicas de largo plazo de estas cuatro economías primario exportadoras y de sus sistemas financieros, en el marco general que hemos trazado en la introducción del primer volumen de la obra: nos interesan el desarrollo económico, los modelos económicos aplicados y su reforma desde las décadas de 1970 y 1980, y el papel del sistema financiero en el crecimiento económico. Las preguntas que nos hemos formulado en la introducción general siguen guiando los estudios de caso que presentamos en este volumen y se desglosan como sigue: ¿Qué modelo de desarrollo han aplicado estos países y cuál ha sido el papel atribuido por éste al sistema financiero? ¿Cómo se han introducido las políticas de liberalización y cuál ha sido su impacto sobre el desempeño económico de estas naciones y su integración en la economía internacional? ¿Cómo han influido estas políticas de liberalización sobre su sistema financiero? ¿En que medida han alterado las instituciones de la esfera financiera, su funcionalidad y su relación con los demás sectores de la economía? ¿Ha sido benéfica la liberalización en materia de asignación de recursos y por ende, para el desempeño económico y el crecimiento? Al igual que en el primer volumen, los estudios de caso individuales pueden leerse en dos niveles: constituyen una introducción a las economías de estos países y a su trayectoria de largo plazo y a la vez, en un plano más especializado, analizan el papel del sistema financiero en el proceso de crecimiento económico, su composición institucional así como las políticas aplicadas al sistema en el contexto de determinados modelos económicos.

Enmarcados en un planteamiento metodológico común al conjunto de la obra, los capítulos de este volumen se diferencian sin embargo en relación con los estudios de economías de Asia del Este. La diferencia más significativa que presentan los estudios de casos de Oceanía y América Latina proviene del plazo más amplio que hemos considerado, que abarca desde el siglo XIX y la primera "mundialización financiera (1870-1929)" hasta 2007-2008. ¿Por qué? Nuestra

principal motivación ha sido ubicar en una perspectiva histórica secular la trayectoria y el desempeño de estas economías primario exportadoras, con el fin de compararlos tanto con las economías del Este de Asia como entre sí. Dentro de esta perspectiva, se estudian los modelos económicos y el desempeño de estos países en tres grandes momentos históricos: la economía internacional liberal de fines del siglo XIX hasta la Gran Depresión, el posterior período de economía administrada, de involución inicial y lenta reconstrucción de las relaciones comerciales y financieras internacionales durante el cual las cuatro economías adoptaron modelos de industrialización sustitutiva de importaciones, y el actual período de globalización económica marcada por la predominancia, con diversos grados de profundidad, de políticas más ortodoxas y liberales. A la vez se examina la configuración y el papel del sistema financiero interno así como el recurso al ahorro externo en estos tres períodos, evaluándose los resultados del último viraje liberal en materia de crecimiento económico, de desarrollo financiero y de integración financiera internacional.

Asimismo, si las referencias teóricas del primer volumen comprendían los temas del papel respectivo del estado desarrollista, de las instituciones, de los mecanismos de mercado y de las redes productivas regionales en el éxito económico y en la industrialización de Asia del Este, para entender los desafíos planteados a las economías de Oceanía y América del Sur, cabe completar este marco conceptual refiriéndonos al debate sobre la "paradoja de la abundancia" o la "maldición de los recursos" que sufrirían las economías ricamente dotadas.[1] Esta introducción presenta los grandes rasgos de este debate en una primera sección mientras en la segunda sección retraza los elementos históricos que desde nuestro punto de vista han condicionado la trayectoria de largo plazo de las economías estudiadas: lugar privilegiado en, o calidad de las relaciones con el imperio británico, calidad de las instituciones domésticas y distribución del ingreso y de las capacidades pareja o desigual, comportamiento de los precios internacionales de las materias primas exportadas, modelos económicos aplicados.

1. Señalamos al respecto el renovado interés hacia la estimación de los determinantes del crecimiento económico de largo plazo que ha producido estudios econométricos que discuten de los papeles respectivos de las instituciones, de la geografía y del comercio internacional en la determinación del ingreso per cápita, véase como ejemplo de los diferentes posturas en el debate aplicado, Sachs (2003); Rodrik, Subramanian y Trebbi, (2002); Kourtellos. Stangos y Tan (2009). El interés por este tema ha sido estimulado por la persistencia de diferencias notables en las trayectorias de largo plazo del ingreso per cápita, que han persistido aún después de la adopción de las políticas más liberales y estandardizadas sintetizadas, para las economías en desarrollo, en el "Consenso de Washington", y su secuela institucional.

La "maldición de los recursos" o la paradoja de la abundancia

Asociada en América Latina desde la década de 1950 con los escritos de Raúl Prebisch, con la CEPAL y posteriormente la escuela de la dependencia[2], marginal hasta la década de 1980 en el pensamiento económico dominante, la tesis del carácter desfavorable para el desarrollo de una inserción primario exportadora en la economía mundial —y por tanto de una rica dotación natural— se halla en el centro de un vívido debate sesenta años después, tanto más porque el auge de los precios de las materias primas, en especial mineras, iniciado en 2003, ha vuelto a elevar el peso de estos bienes en las exportaciones de países que se habían esforzado por diversificarlas. Las discrepancias sobre el tema atraviesan las instituciones financieras internacionales: así en 2004, el FMI, en un estudio dedicado a Perú, señalaba que la especialización del país en exportaciones basadas en recursos naturales constituía un "desafío importante más no infranqueable" (FMI, 2004: 33) al desarrollo económico mientras que una publicación más reciente del Banco Mundial afirma que "los recursos naturales no son ni una maldición ni un destino" (Lederman y Maloney, 2007: 3). El interés del debate reside desde nuestro punto de vista en tres preguntas cruciales: ¿Es posible sostener un crecimiento económico dinámico y alcanzar un nivel de desarrollo alto sobre la base de una especialización inicial de tipo primario exportador? ¿El proceso de desarrollo llevará a superar "espontáneamente" esta especialización, mediante la diversificación de la estructura productiva y de las exportaciones, y finalmente ¿se requiere una intervención pública para producir este cambio?

La experiencia histórica muestra que pocos países inicialmente primario exportadores han logrado alcanzar un alto nivel de desarrollo: es sobre todo el caso de antiguas colonias de poblamiento británicas, como Estados Unidos, Australia, Canadá o Nueva Zelanda y de países del norte de Europa como Suecia, Noruega y Finlandia, mientras en contraste, la mayoría de exportadores de materias primas siguen conformando los rangos de los países pobres y muy pobres. De manera más reciente, los países ricos en recursos naturales de Asia del Sureste —Indonesia, Malasia, Tailandia en particular— han emprendido un rápido crecimiento económico acompañado de industrialización y de una diversificación de sus exportaciones hacia el sector manufacturero. Ahora bien,

2. Para una introducción y una antología de los principales textos de este escuela, véase Casas Gragea (2005).

este desempeño se encuentra estrechamente relacionado con su posición geográfica —la cercanía del dinamismo regional encabezado por Japón y luego las NIE, pobres en recursos naturales— y con su participación en las redes asiáticas de producción manufacturera. En cambio, las dos economías desarrolladas australes que estudiamos en este volumen no han superado su inserción primario exportadora en la economía internacional y si bien Chile y luego Perú han demostrado que es posible crecer y mejorar su inserción comercial internacional, aún en coyunturas de volatilidad de los precios de las materias primas y con una alta concentración alrededor de la minería, ciertamente no han salido o muy poco de su especialización tradicional y carecemos de la distancia histórica para afirmar que este proceso será sustentable.

Por otro lado, la comparación con las trayectorias de las economías de Asia del Este contenidas en el primer volumen de esta obra no deja lugar a dudas: el desempeño general de las cuatro economías primario exportadoras ha sido mucho menos exitoso que él de las economías asiáticas pobres en recursos naturales. Estas observaciones coinciden con los resultados de trabajos econométricos, que han hallado una correlación positiva entre riqueza en recursos naturales y crecimiento más lento para las naciones en desarrollo a partir de la década de 1960 (Sachs y Warner, 2001; Gylfason, Herbertson y Zoega, 1999; Auty, 2001).

Ahora bien, ¿cómo puede una riqueza natural transformarse en fuente de menor crecimiento o de empobrecimiento relativo? Varios mecanismos han sido propuestos para dar cuenta de un impacto negativo de la abundancia de recursos naturales sobre el crecimiento económico. En primer lugar se argumenta que a diferencia de los bienes manufactureros, los precios de los productos primarios muestran una baja elasticidad-ingreso, que lleva a una tendencia a un declive relativo de los términos de intercambio y por tanto de los ingresos reales de las naciones que los exportan.[3] En segundo lugar, la alta volatilidad de estos precios —que refleja su formación por oferta y demanda a la vez que las fallas y la propia volatilidad de los mercados internacionales de materias primas— somete los países exportadores a una inestabilidad macroeconómica superior a la de los exportadores de manufacturas, a través de ciclos marcados

3. En los textos de R. Prebisch, la tendencia al declive de los términos de intercambio de los países primario exportadores se insertaba en el marco de una estructura mundial centro-periferie, en la cual el centro es líder en la innovación tecnológica manufacturera y concentra sus beneficios a través de un incremento relativo de sus precios frente a los precios de los productos primarios.

de apreciación/depreciación del tipo de cambio real y de fluctuaciones pronunciadas en los ingresos públicos y en la demanda agregada.

Se plantea asimismo que las actividades basadas en la explotación de los recursos naturales absorben el capital disponible, frenan la industrialización portadora de progreso tecnológico a la vez que tienden a retrasar la formación de capital humano al requerir poca mano de obra educada, induciendo un alto grado de desigualdad en la distribución del ingreso (Alvarez y Fuentes, 2006), y limitando por ende la expansión de un mercado interno. Un cierto tipo de explotación de recursos naturales muy localizado ("*point resources*"), como la extracción petrolera, los "enclaves" mineros o las plantaciones con pocos vínculos con la economía local, ha sido señalado como especialmente dañino en este respecto, en comparación con las actividades ejercidas por numerosos pequeños productores, más redistributivas de riqueza (Rosser, 2006). A la vez, se subraya que los auges primario exportadores tienden a debilitar los demás sectores productivos y a perpetuar la especialización primaria: la llamada "enfermedad holandesa" ("*dutch disease*") surge cuando el alza de los ingresos en divisas producto de las exportaciones primarias provoca una apreciación del tipo de cambio, que lleva a su vez a la pérdida de competitividad de los demás sectores, en especial aquellos productores de manufacturas, frena la diversificación de las exportaciones y expone el mercado interno a la competencia de productos importados más baratos. El acceso al crédito internacional en el período de auge exportador y las fallas de los mercados financieros internacionales, que tienden entonces a "sobreprestar", agravan el ciclo primario exportador, al agregarse el peso del sobreendeudamiento a la recesión cuando los precios internacionales de las materias primas caen.[4]

En forma más amplia, se postula también un impacto potencial negativo de la riqueza natural sobre las instituciones: los enfoques de corte político subrayan en particular los canales internos a través de los cuales la riqueza natural termina creando frenos al surgimiento de un proceso de desarrollo genuino: las "rentas" provenientes de estas actividades con frecuencia son malgastadas, apropiadas por reducidas elites económicas y políticas, asociadas a la corrupción, a una

4. Manzano y Rigobón (2007) plantean la primacía de las fallas en los mercados financieros internacionales para explicar el desempeño más deslucido de los países primario exportadores, rebatiendo la hipótesis de "maldición de los recursos". Sin embargo, es la propia inestabilidad de los precios de las materias primas que induce el sobre-endeudamiento …

menor capacidad del Estado en promover el desarrollo y a políticas económicas de baja calidad.

Todos estos argumentos teóricos han sido revisitados y discutidos en años recientes por una serie de trabajos aplicados que se enfocan a subrayar el potencial de desarrollo que encierra la disponibilidad de abundantes recursos naturales (véase Lederman y Maloney, 2007, Rosser, 2006): la hipótesis de un impacto negativo de la riqueza natural sobre el crecimiento ha sido cuestionada así como la existencia de un declive de los términos de intercambio, más no se puede negar la volatilidad de los precios de las materias primas[5]. Los argumentos se centran en cuestiones metodológicas como la relativa a la medición apropiada de la riqueza natural y los límites de ciertos métodos econométricos, que dan poca solidez a los resultados obtenidos, y se plantea que "estos estudios no ilustran en forma concluyente que el sentido de la causalidad vaya de la riqueza natural hacia pobres resultados en materia de desarrollo y no en el sentido opuesto, y que la relación entre ambos no refleja la influencia de una tercera variable independiente" (Rosser, 2006: 13). A la vez, los canales a través de los cuales los recursos naturales y la asociada especialización primario exportadora operarían en forma desfavorable sobre el crecimiento económico y el desarrollo son puestos en cuestión —se pone en duda por ejemplo la validez de la hipótesis implícita de menor progreso técnico en la agricultura o en la minería, rebatiendo el liderazgo modernizador de la industria manufacturera— o se considera que pueden ser mitigados por políticas adecuadas, por ejemplo la aplicación de políticas prudentes en materia de endeudamiento público, o la creación de fondos soberanos que acumulen los ingresos de exportación de los períodos de auge de las materias primas y eviten los síntomas de la "enfermedad holandesa", o bien el fortalecimiento de la redistribución de las rentas primarias. En suma, en marcado contraste con las recomendaciones cepalinas hacia la diversificación productiva y exportadora y los esfuerzos previos de las economías ricas en recursos naturales por "superar" la condición primario exportadora, algunos autores plantean que estos países podrían conservar su papel en la economía internacional y a la vez crecer sostenidamente y desarrollarse.

5. Cuddington, Ludema y Jayasuriya (2007) estiman por ejemplo que, fuera de una ruptura estructural que indujo un descenso en la década de 1920 —otra ruptura en la década de 1974 no es significativa estadísticamente—, los precios de las materias primas no han experimentado ninguna tendencia específica sino más bien cambios de tendencia al azar, impredecibles e "irrelevantes para la formulación de políticas" (Lederman y Maloney, 2007: 7).

Ahora bien, aún los trabajos más proclives a hallar múltiples beneficios a una rica dotación en recursos naturales, concluyen en forma bastante prudente que "los recursos naturales sí estimulan el desarrollo económico cuando se combinan con la acumulación de conocimiento para la innovación económica" y "son activos para el desarrollo que requieren políticas públicas inteligentes que complementen las riquezas naturales con ingenio humano. Es solo a través de estas complejas interacciones que el crecimiento basado en recursos naturales puede despegar" (Lederman y Maloney, 2007: pp. 3 y 10). Así, aún cuando no recomiendan modificar la inserción del país en la economía internacional, las políticas públicas preconizadas se alejan netamente del *laissez-faire* pues no solo se trataría de mantener una gestión macroeconómica sin fallas sino de introducir profundas reformas institucionales internas que entrañan en particular la construcción de una buena gobernanza, el esfuerzo de redistribución de las rentas, de educación de la población y los sistemas de innovación tecnológica, que permitirían aprovechar el potencial de desarrollo asociado a la riqueza natural —condiciones todas difíciles de satisfacer en el contexto de concentración del poder y del patrimonio propias de estas economías.

Sin embargo, como lo señala Rosser (2006), estos trabajos dejan de lado aspectos esenciales para entender la trayectoria de desarrollo de las economías primario exportadoras: se trata en particular de los determinantes provenientes de la economía mundial y de los aspectos más finos de instituciones domésticas tan variadas como la infraestructura legal, las interacciones entre grupos sociales y políticos, los niveles educativos y la distribución del ingreso. Desde nuestro punto de vista, estos aspectos resultan cruciales para entender la temprana diferenciación entre las trayectorias de Australia y Nueva Zelanda, que se han desarrollado gracias o a pesar de sus recursos naturales, sin por ello llegar a ser exportadores de bienes manufacturados, y aquellas seguidas por Chile y Perú, típicas de economías primario exportadoras latinoamericanas.

La trayectoria de largo plazo de las economías de América Latina y Oceanía: elementos para entender una temprana diferenciación

El punto de partida histórico de las cuatro naciones abordadas en este libro en cierta forma encierra la trayectoria futura de sus economías. Todas se ubican a gran distancia del centro dinámico de la economía mundial y se a articularon con

éste en tanto proveedores de materias primas, desplazándose paulatinamente la orientación y la composición de su comercio exterior conforme este centro manufacturero se movió de Gran Bretaña a Estados Unidos y posteriormente hacia Asia del Este. Pero, si su lejanía y su dotación de recursos naturales constituyen factores que determinaron una posición primario exportadora similar, otras características han diferenciado desde mediados del siglo XIX las oportunidades de genuino desarrollo de los dos países de Oceanía y América Latina.

La primera característica que las diferencia tiene que ver con su posición en la economía internacional: veremos en los respectivos estudios de caso que en tanto colonias de poblamiento y luego *dominions* británicos que compartían las instituciones, la cultura y mantenían lazos personales con la metrópoli británica, Australia y Nueva Zelanda han beneficiado desde sus orígenes de relaciones comerciales y financieras privilegiadas con el centro de la economía mundial del siglo XIX hasta la década de 1950. Si bien estos beneficios fueron desvaneciéndose progresivamente con el debilitamiento de Gran Bretaña, significaron un empuje decisivo: destaca el acceso privilegiado a un gran mercado —se recalca así que desde los adelantos tecnológicos (refrigeración, disminución de los costos de transporte) de fin del siglo XIX Nueva Zelanda funcionó como "una granja británica"—, en tiempos de guerra la inclusión en la "economía de guerra" británica y en tiempos de crisis, el amortiguamiento de los choques externos a través de su participación en la zona monetaria de la libra esterlina y en los acuerdos comerciales preferenciales de Ottawa. Estos vínculos privilegiados incluían también lazos financieros no menos importantes que los vínculos comerciales: Australia y Nueva Zelanda gozaron de un acceso temprano, más abundante, estable y barato, a la plaza financiera de Londres, a través de sus emisiones de bonos pero también mediante los préstamos y depósitos de ahorro británico a sus bancos, que permitió sostener una elevada formación bruta de capitales inicialmente financiada en buena parte sobre la base de ahorro externo. En cambio, el acceso de las naciones latinoamericanas al capital británico, esencialmente a través de emisiones de bonos soberanos colocados entre tenedores ingleses, siempre fue más inestable y se daba en condiciones con frecuencia leoninas. Como lo veremos, el acceso privilegiado al financiamiento externo ha vuelto a constituir un ingrediente muy importante del éxito económico reciente de Australia y en menor medida de Nueva Zelanda.

No menos importante son las condicionantes internas al desarrollo económico y social. Desde sus inicios, marcados por la llegada de inmigrantes origina-

rios de las clases populares de las islas británicas, Australia y Nueva Zelanda han conformado sociedades relativamente homogéneas e igualitarias —la temprana marginación de las poblaciones nativas, que se volvieron rápidamente minorías, solo se empezará a revertir entre las décadas de 1960 y 1990—. Rápidamente, el Estado colonial asumió un papel importante en la construcción de infraestructuras, en la provisión de ciertos servicios financieros, como la creación de bancos de ahorro o de aseguradoras, y sobre todo en la creación de elementos tempranos de un incipiente estado de bienestar. Estas iniciativas les valieron a ambos países la fama de "laboratorio social" y contribuyeron a fortalecer el mercado interno y a estabilizar la demanda de bienes producidos localmente. A ello, cabe agregar las instituciones legales, financieras y de gobierno británicas heredadas por las dos naciones australes, ciertamente un activo en su proceso de desarrollo.

El contraste con la situación de Chile y Perú a inicios del siglo XX es notable: sobresalen la sociedad de castas heredada de la época colonial y conservada por los nuevos estados, profundamente desiguales, donde una pequeña oligarquía detentaba un inmenso poder. Perú, poco homogéneo, con una mayoría indígena postergada que sobrevivía en una economía de autosubsistencia y no constituía una demanda solvente, llevó ciertamente la peor parte en la "primera mundialización" al verse despojado de parte de su territorio y de sus riquezas naturales por Chile, apoyado a su vez por Gran Bretaña en su fase imperialista. La guerra produjo una catástrofe de muy largo alcance histórico para Perú pues, si solo consideramos su impacto económico, provocó la destrucción de la infraestructura y de la economía de exportación así como la pérdida de recursos que sustentaron durante décadas el crecimiento económico de su vecino. A inicios del siglo XX, los records de educación de ambos países ya eran mucho más bajos que en las dos naciones australes, el grado de inequidad y de conflicto social mucho más alto, las instituciones de gobierno de menor calidad. Se puede argumentar también que la prevalencia en ambos países de la explotación minera y de plantaciones (algodón y azúcar en Perú), con una alta concentración de la propiedad de la tierra, tendieron a concentrar los beneficios de la economía exportadora, y a profundizar el grado de desigualdad económica y social en Perú y Chile, a diferencia de las granjas familiares productoras de lácteos, carne, lana y cereales que aseguraron buena parte de las exportaciones australianas y neo zelandesas hasta las décadas de 1950 y 1960 para ambos países y hasta hoy para Nueva Zelanda.

Ahora bien, a pesar de estas obvias diferencias de organización y niveles económicos, las cuatro economías muestran notables parecidos en materia de políticas macroeconómicas, que sugieren el "peso" considerable que reviste su inserción en la economía mundial: entre 1930 y las décadas de 1970 o 1980, todas introdujeron y sostuvieron políticas de industrialización sustitutiva de importaciones bastante similares, que tenían a la base un mismo diagnóstico: la condición primario exportadora es poco favorable al crecimiento económico sostenido, expone la nación a riesgos sustanciales y difíciles de manejar, y conviene buscar una diversificación de la estructura productiva que permita también dar empleo a una población en aumento. Los años 1970-1980, de profundo deterioro de su desempeño macroeconómico, implican de nueva cuenta para las cuatro economías un regreso al modelo de economía liberal y abierta donde se asigna un papel motor a las exportaciones primarias basadas en las ventajas comparativas, matizado posteriormente —desde la segunda mitad de los años 1990— por políticas más pragmáticas que buscan asociar estado y mercados en la búsqueda de una mejor inserción internacional.

Abordaremos los cuatro estudios de caso que componen este volumen iniciando con el caso paradigmático de Australia, cuya economía especialmente rica en recursos se combina ahora con uno de los niveles de desarrollo humano más elevados del planeta y un sector de servicios competitivo.

1 Australia: el sistema financiero de la industrialización sustitutiva a la economía post-industrial

En los últimos quince años, Australia ha beneficiado de un período ininterrumpido de crecimiento económico con frecuencia atribuido a las importantes transformaciones estructurales llevadas a cabo desde los años 1980. En efecto, la nueva orientación de las políticas macroeconómicas y la redefinición del papel del Estado, aunados a las reformas microeconómicas internas y a la amplia apertura a los flujos comerciales y de capitales con el exterior, han transformado la treceava economía mundial y su sistema financiero, a la vez que la llegada de inmigrantes de orígenes diversos y en especial asiáticos, dotaba a la sociedad australiana de su actual carácter multicultural. Económica y culturalmente, Australia ha sido cada vez más atraída hacia la cuenca asiática del Pacífico, y ha recorrido un largo camino desde la década de 1950, cuando todavía realizaba buena parte de sus intercambios con el Reino Unido, protegía su mercado interno y en especial su sector manufacturero a través de barreras a los flujos comerciales y financieros y de un Estado interventor, a la vez que seguía discriminando la migración mediante la política de "White Australia".

Estos rasgos se habían establecido de manera temprana. Después de un siglo XIX cuyo crecimiento económico estuvo dominado por la expansión del sector agropecuario y por sucesivas "fiebres del oro" y a pesar de la grave crisis en que terminó esta etapa en la década de 1890, Australia era una economía rica, con un PIB per cápita de cerca de 90% de los de Gran Bretaña y de los Estados Unidos (Caballero, Cowan y Kearns, 2005: 339). Aún cuando su participación en el imperio británico y luego en el Commonwealth favorecía su espe-

cialización exportadora de materias primas, la protección tarifaria a la industria manufacturera local se inició en 1901 con la Federación de las colonias australianas, y se fortaleció entre las dos guerras mundiales, con propósitos de seguridad nacional y de oferta de empleo de calidad para la población residente y los importantes flujos migratorios que recibía el país. En efecto, desde la federación y con más fuerza a partir de los años 1920, se aplicó una política de atracción de inmigrantes de origen europeo en respuesta a los temores suscitados por la cercanía de la muy poblada Asia y por el ascenso militar y luego el expansionismo territorial japonés. Finalmente, la temprana creación de un partido laborista y su asociación o participación al gobierno permitieron la introducción paulatina de elementos de un estado de bienestar.

En conjunto, estas políticas autorizaron la industrialización de Australia, el logro de altos estándares promedio de ingreso y de niveles de desigualdad relativamente bajos. Sin embargo, no permitieron al país mantenerse a la cabeza del grupo de naciones desarrolladas pues en buena parte del siglo XX, su récord de crecimiento resultó menor; asimismo, no cambiaron sustancialmente su inserción en la economía mundial, que siguió siendo predominantemente primario exportadora. Finalmente, la estanflación de los años 1970, el desencanto con el modelo de industrialización sustitutiva y la influencia ejercida por las nuevas políticas económicas adoptadas por Gran Bretaña y Estados Unidos bajo los gobiernos de M. Thatcher y R. Reagan, llevaron los gobiernos australianos de la época a cambiar el modelo económico que se había conformado desde los años 1920.

Las reformas económicas de corte neoliberal de inicios de los años 1980 se han asociado a la desindustrialización y a la expansión de las actividades de servicios, tendencias que han llevado a considerar a Australia como una economía post-industrial. Esta transformación se ha dado mientras otras características estructurales permanecían: así, la economía australiana mantiene en gran parte su especialización comercial tradicional, aún cuando ésta ha experimentado transformaciones sustanciales: los productos primarios y sus derivados, agropecuarios en los años 1950, sobre todo mineros desde la década siguiente, representan la mayor parte de las exportaciones de bienes—más de 66% del total en 2007 (OMC, 2009). Ello implica que la economía australiana sigue expuesta a una elevada volatilidad de sus términos de intercambio, de magnitud similar a la experimentada por naciones en desarrollo y muy superior a la que enfrentan las demás economías desarrolladas, exceptuando a Nueva Zelanda. Asimismo, la economía ha seguido presentando una añeja tendencia hacia pronunciados défi-

cits en cuenta corriente, tendencia con la cual, después de prolongados debates internos, parece haber aprendido a convivir, gracias a un tipo de cambio flexible y a un acceso privilegiado al financiamiento internacional.

La elevada disponibilidad de financiamiento internacional, facilitada en forma temprana por su condición de *dominion* británico y por su buen récord de pagos internacionales, asociada a su vez a un sistema financiero interno relativamente diversificado y profundo desde antes de los inicios del siglo XX, constituyen dos rasgos sobresalientes de la economía australiana que han permanecido aún en el período de "represión financiera" interna más intensa y de controles de capitales que va desde la Gran Depresión hasta los años 1970. La posterior liberalización financiera produjo elevados costos inmediatos, pues se le atribuye la ola especulativa de los "rugientes años ochenta" ("the roaring eighties"), seguida de quiebras en el sector financiero y corporativo y de la profunda recesión de inicios de los años 1990. Sin embargo, estos costos parecen haber sido compensados posteriormente por beneficios en materia de fortalecimiento y de diversificación del sistema financiero australiano y de mejora de su posición internacional, hasta convertir a Australia en una plaza financiera competitiva en ciertas actividades en el nivel regional. Si la adopción de un modelo económico liberalizado parece haber sido beneficiosa para la economía australiana en un marco de estrechamiento de los lazos con una economía regional en pleno crecimiento, existe un reverso a la medalla: el elevado endeudamiento de los hogares y la dependencia financiera externa que ponen en duda la sostenibilidad del modelo.

Esta breve presentación permite plantear que si bien Australia ha sufrido una elevada volatilidad, y en períodos prolongados, un deterioro de sus términos de intercambio debido a su posición de exportador de materias primas, ha logrado mantener niveles de ingreso relativos que la sitúan en el grupo de economías ricas, industrializarse y luego transitar hacia una economía de servicios de valor agregado relativamente alto, experiencia que contrasta con los casos de Perú y Chile y que resulta netamente más favorable que la de Nueva Zelanda, como lo muestran los respectivos capítulos de este libro. Nos preguntaremos entonces sobre qué elementos ha basado Australia su desempeño económico, específicamente queremos dilucidar si entre las explicaciones de carácter histórico, institucional, y económico, el acceso al financiamiento externo y el desarrollo del sistema financiero interno australiano han desempeñado un papel relevante en el éxito de la economía australiana y en su "resiliencia" a los choques externos, y finalmente, si este modelo de crecimiento es sostenible.

Este capítulo aborda por lo tanto la evolución de la economía y del sistema financiero de Australia a lo largo de un período relativamente largo, que permita entender tanto la dinámica económica en el período anterior a las reformas liberalizadoras como los desarrollos posteriores a éstas. En una primera parte, se analizan la trayectoria de la economía y del sistema financiero de Australia hasta la década de 1970; la segunda parte aborda el período de reformas económicas y resalta sus resultados macroeconómicos, finalmente la última parte examina las transformaciones de la esfera financiera australiana desde las reformas.

Economía y sistema financiero hasta la década de 1980

En este apartado, abordaremos los rasgos esenciales del desarrollo económico australiano anterior a la década de 1980. Entre éstos figuran de manera prominente la importancia del contexto internacional en el cual éste se dio, pues la pertenencia de Australia al imperio británico y luego al Commonwealth imprimieron inicialmente a su desarrollo objetivos de complementariedad entre su economía y la de la metrópoli —característica que fue desvaneciéndose conforme se debilitaban los vínculos entre ambos países—, a la vez que facilitaban su acceso al ahorro externo. En seguida, se abordarán las etapas del desarrollo de Australia, desde los últimos *gold rushes* de inicios del siglo XX hasta el declive manufacturero de fines de los años 1970 pasando por la industrialización sustitutiva, examinando a grandes rasgos las políticas seguidas, la estructura productiva y las relaciones comerciales y financieras con el exterior. En un tercer apartado, se presenta el sistema financiero interno mientras un cuarto apartado analiza los resultados de esta estrategia estableciendo un balance de la economía de Australia en los años 1970.

El contexto internacional del desarrollo australiano: del imperio británico al Pacífico Asiático

Fundadas en su mayoría entre el final del siglo XVIII y las primera décadas del siglo XIX, las seis colonias británicas establecidas en el territorio australiano se autogobernaron de manera independiente en el marco del Imperio británico desde 1850, hasta formar el *Commonwealth of Australia,* aprobado por la población mediante referéndum y proclamado el 1ro de enero de 1901 por la Reina

Victoria después de su aceptación por el Parlamento británico. Entre esta fecha y 1931, cuando se proclamó el Estatuto de Westminster[1], Australia accedió por etapas a la independencia plena del Reino Unido, manteniéndose como miembro del Commonwealth y conservando hasta ahora la calidad de monarquía constitucional encabezada por Elizabeth II de Inglaterra. Esta participación en la mancomunidad británica resultó fundamental tanto para la orientación general del proceso de desarrollo de Australia como para el establecimiento de sus vínculos económicos internacionales.

En el siglo XIX, el crecimiento económico temprano de los territorios australianos descansó en "hombres, dinero y mercados británicos" (Singleton y Robertson, 2002: 11). Al igual que las demás colonias británicas, los futuros estados australianos se insertaron en tanto exportadores de materias primas, sobre todo lana y oro, en una organización centrada alrededor de la industria manufacturera del Reino Unido, recibiendo a cambio bienes manufacturados producidos por la metrópoli. Como lo veremos en la sección siguiente, este tipo de crecimiento económico complementario temprano se proyectó de manera duradera sobre la estructura productiva del país.

Conferencias imperiales reunían periódicamente los primeros ministros de los diferentes territorios pero es solo a partir de 1931 que se fortaleció la coordinación económica formal, cuando Gran Bretaña abandonó el patrón oro y las monedas de Australia —la libra australiana—, de Nueva Zelanda, India y Sudáfrica se "pegaron" a la libra, conformando el Bloque Sterling. En materia comercial, Gran Bretaña abandonó el libre-cambio y estableció aranceles generales a la importación, exceptuando de ello a las importaciones de sus *dominions*, con los cuales firmó en 1932 una serie de tratados bilaterales conocidos como los Acuerdos de Ottawa, que establecían preferencias arancelarias mutuas (Singleton y Robertson, 2002: 7-8).

Ambos tipos de arreglos, financieros y comerciales, fueron duraderos. Desde la Segunda Guerra Mundial hasta 1972, el Bloque Sterling se transformó en el

1. En 1901, la capacidad de autogobernarse de Australia fue refrendada al ser reconocida como *dominion* británico. Su participación en la primera guerra mundial se decidió en forma automática debido a su calidad de territorio británico, pero las fuertes pérdidas humanas que sufrió y el elevado costo financiero de la guerra para Australia le valieron un asiento individual en la posterior Conferencia de Paz —en la cual se aseguró la administración del territorio de Nueva Guinea, anteriormente colonia alemana— y en 1919 entró a la liga de naciones como entidad independiente. La Declaración Balfour de 1926 reconoció la ausencia de subordinación entre Gran Bretaña y sus *dominions*, libremente asociados en el Commonwealth británico de Naciones, relaciones que fueron formalizadas en 1931 en el Estatuto de Westminster. Australia solo adoptó legalmente el Estatuto en 1942, haciéndolo legal en forma retroactiva a partir de1939 véase Clarke, 2002 y Commonwealth of Nations.

Área Sterling, que enfrentó la escasez de dólares a través de controles cambiarios coordinados y de la puesta en común en Londres de las reservas de divisas. Asimismo, los acuerdos comerciales preferenciales de Ottawa estuvieron vigentes hasta la entrada de Gran Bretaña en la Comunidad Económica Europea, en 1973.

Estos arreglos "destinados a reducir la inestabilidad de precios, ingresos y empleo en el Commonwealth" … "actuaron como amortiguadores en la transmisión de choques del resto del mundo" protegiendo las economías participantes de la inestabilidad económica mundial (Singleton y Robertson, 2002a: 15). Pero por otro lado, prolongaron la vigencia del patrón de desarrollo "complementario" de la economía australiana con Gran Bretaña que favoreció la permanencia de una estructura productiva incompleta organizada alrededor de la exportación de bienes primarios como motor de la economía (Armstrong, 1988). En materia comercial, este tipo de inserción sostuvo una intensa relación comercial entre Australia y los miembros del Commonwealth, en particular Gran Bretaña: en 1901, 70% del comercio exterior australiano se hacía con el Reino Unido y en 1938, todavía 55% de las exportaciones australianas se destinaban a la metrópoli, mientras Australia era con Sudáfrica, el primer mercado de exportación de ésta. En materia de financiamiento, la pertenencia al imperio británico y luego al Commonwealth, agrupación que estimulaba cierto nivel de confianza mutua, dotaron las colonias y luego los estados australianos de un acceso temprano y privilegiado a la plaza de Londres —tasas de interés más bajas, plazos amplios, pocas interrupciones en los flujos de fondos—, una ventaja notable frente a las demás naciones en desarrollo, que solo pudieron acceder más tardíamente y con costos más elevados. Estos fondos permitieron financiar grandes proyectos de infraestructura emprendidos con frecuencia en *joint-venture* con el sector privado.[2]

Después de la Segunda Guerra Mundial, la pertenencia a los acuerdos de Ottawa y sobre todo al área Sterling resultó menos beneficiosa para Australia. A partir de 1945, ya no existió una estrategia explícita de desarrollo complementario con Gran Bretaña (Singleton y Robertson, 2002a: 51) — si bien en 1952, el renovado énfasis del gobierno australiano en las inversiones en el sector agrícola de exportación concordaba en buena parte con las recomendaciones y los

2. Posteriormente, en momentos en los cuales el mercado londinense no estaba abierto para las emisiones de los *dominions*, éstos pudieron acceder al mercado de Nueva York (Caballero, Cowan y Kearns, 2005: 344).

intereses de Londres.[3] Los objetivos de Canberra en materia de desarrollo económico se centraban más en la industrialización sustitutiva que proporcionaría empleo para los inmigrantes que fortalecerían la población y la seguridad del territorio y Gran Bretaña ya no tenía la capacidad de aportar el financiamiento y las divisas que el crecimiento australiano necesitaba ni la de proporcionar los bienes de capital que requería. En consecuencia, Australia tuvo que hallar otras fuentes de fondos externos desde los primeros años de la posguerra, recurriendo en varias oportunidades al Banco Mundial y a financiamientos estadounidenses, y posteriormente a la IED de este país. Ello fue facilitado por la mayor importancia estratégica que adquirió el país en el marco de la guerra fría y en especial después del triunfo maoísta en China pues en cuestiones de seguridad, Australia se acercó a Estados Unidos —superpotencia que le ofrecía mayor protección que el declinante Reino Unido— con quien firmó en 1951, a la vez que con Nueva Zelanda, un pacto de seguridad, el ANZUS (Australia New-Zealand United States Security Treaty).

Por otro lado, los esfuerzos del Reino Unido por integrarse a la Comunidad Económica Europea amenazaban a mediano plazo las relaciones comerciales privilegiadas del Commonwealth con la metrópoli. Australia buscó por tanto diversificar sus mercados de exportación, proceso que fue facilitado por los nuevos descubrimientos mineros realizados a partir de fines de los años 1950, por la disminución de los costos de transporte marítimo que permitió volver rentable la exportación de grandes volúmenes y por la elevada demanda de minerales de parte de un Japón en pleno "milagro" económico. En conjunto, se produjo a partir de los años 1970 una transformación de la especialización exportadora de Australia, que se fue orientando cada vez más hacia los minerales, mientras las exportaciones agropecuarias perdían relevancia.

En la década de 1960, el alejamiento con la antigua metrópoli siguió profundizándose, como lo ilustran la adopción en 1966 del dólar australiano, que reemplazó la libra australiana cuando el país decidió decimalizar su moneda, y el abandono del vínculo fijo entre esta moneda y la libra esterlina en 1967. El comercio exterior de Australia se concentró progresivamente hacia la cuenca del Pacífico, con Estados Unidos y Japón como primeros socios (cuadro 1): por una combinación de intereses de seguridad y de corte económico, Australia se acercó

3. Asimismo, la Conferencia Económica del Commonwealth de este año concluía que era necesario afirmar el desarrollo complementario entre los países del área (Singleton y Robertson, 2002a: 66).

primero a Estados Unidos, y posteriormente, a Japón —con el cual colaboró en diversos niveles en la construcción de la institucionalidad del Asia-Pacífico—,[4] orientándose luego cada vez más hacia el Pacífico asiático.

CUADRO 1. Australia: principales mercados de exportación, 1938-1970

	Destino (porcentaje del valor exportado)				
	Reino Unido	*Estados Unidos*	*Nueva Zelanda*	*Japón*	*CEE (6)**
1938	55.5	2.4	5.0	4.2	16.8
1946	27.3	19.0	4.1	0.9	9.9
1950	38.7	8.1	3.5	3.9	18.4
1955	36.9	6.8	4.9	7.6	22.0
1960	26.4	8.1	5.8	14.4	18.7
1965	19.5	10.0	6.0	16.6	13.6
1970	11.8	14.5	4.8	24.7	10.9

* Suma de las exportaciones hacia los seis países de la Comunidad Económica Europea: Benelux, Francia, Italia, Países Bajos y República Federal Alemana.

Fuente: Singleton y Robertson, 2002a.

La estructura productiva: del predominio del sector primario a la industrialización sustitutiva y su declive

El proceso de desarrollo australiano lleva la huella del nacimiento colonial del país y del prolongado período de expansión dependiente de Gran Bretaña, y presenta patrones comunes con las experiencias de Canadá, Nueva Zelanda, Sudáfrica y en menor medida con países de las zonas templadas de América del Sur como Argentina o Uruguay, que compartieron orígenes similares.[5] Hasta fines

4. La reactivación de las relaciones con Japón dio lugar a una colaboración activa entre este país y Australia en la creación de los primeros organismos de cooperación del Pacífico asiático. En 1967, se creó el Consejo Económico de la Cuenca del Pacífico (Pacific Basin Economic Council, o PBEC), un organismo empresarial independiente, siguiendo una iniciativa de los Comités de Cooperación Empresarial Australia-Japón, y en 1968, se fundó el Foro de Comercio y Desarrollo del Pacífico (Pacific Trade and Development Forum o PAFTAD), un organismo privado de carácter académico. Posteriormente, la primera reunión del Consejo de Cooperación Económica del Pacífico (Pacific Economic Cooperation Council, o PECC), un organismo privado de carácter tripartita que incluye a representantes de alto nivel del sector empresarial, académico y gubernamental de cada país, quienes participan a título privado, fue convocada a iniciativa del Primer Ministro japonés y de su contraparte australiano y finalmente, el foro intergubernamental APEC (Asia Pacific Economic Cooperation), fue creado en 1989, también bajo el liderazgo compartido de Japón y Australia (Terada, 2005).

5. La categoría de *settler capitalism* o capitalismo de colonos buscaba captar estos patrones comunes a países que se iniciaron en tanto colonias de población mayoritariamente blanca: entre éstos destacan "una temprana y significativa autonomía política del poder imperial que los había establecido; la formación temprana de un mercado de tierra y por tanto, de trabajo, con una ausencia relacionada de un campesinado numeroso;

del siglo XIX, el desarrollo de las colonias australianas y su inserción comercial se fundamentaron en la explotación de la riqueza natural del país y su papel de proveedor de la industria británica resultó en un alto nivel de vida para la población australiana. El desarrollo del mercado interno generó una industrialización elemental que se fortaleció con el inicio del siglo XX, se dinamizó con las dos guerras mundiales a través de la sustitución de importaciones y fue promovida aproximadamente hasta las décadas de 1950 y 1960. El declive manufacturero antecedió y fue reforzado por el cambio de modelo económico de la década de 1980, años en los cuales Australia creía amenazada su permanencia en el club de los países ricos.

Sector primario, auges, declives y permanencia como generador de divisas

Hasta 1850, el crecimiento económico del país descansó en la agricultura y sobre todo en la ganadería extensiva, que permitía exportar lana que alimentaba la industria textil inglesa.[6] A partir de 1851, la dinámica del país se transformó profundamente con el primer descubrimiento de oro que inauguró una serie de episodios de "fiebre del oro" o *gold rushes* que atrajeron, entre 1851 y la última década del siglo XIX, grandes flujos de inmigrantes de origen diverso[7] y de capitales, generándose un crecimiento acelerado de las regiones aledañas a los yacimientos y un "largo auge" económico de cerca de cuarenta años para todo el continente. Los gobiernos de las diferentes colonias emprendieron importantes inversiones en infraestructura —ferrocarriles, telégrafo, carreteras, educación—, financiados en parte gracias a la emisión de bonos en la plaza de Londres, a la vez que bancos ingleses y australianos canalizaban ahorro del Reino Unido hacia las colonias. El largo auge asociado a la fiebre del oro hizo de Australia una economía rica, con niveles de ingreso per cápita muy superiores en 1880 a los de la metrópoli británica o de Estados Unidos, desarrolló la economía

---

una relativa prosperidad económica para los colonos blancos, trabajadores incluidos, a pesar de, o tal vez debido a, una forma de desarrollo económico altamente dependiente centrada de manera desproporcionada en la producción primaria para el mercado imperial; la inmigración en masa de colonos blancos del poder metropolitano y la concomitante destrucción física y cultural, o por lo menos la dominación brutal, de las poblaciones indígenas" (Beilbarz y Cox, 2007: 112).

6. La alternancia de períodos húmedos y de sequías provocada por el fenómeno del Niño en el país imprime ciclos muy marcados a la actividad agrícola australiana.
7. La población total pasó de 430,000 en 1851 a 1.7 millón de habitantes en 1871, según el gobierno de Australia, 2009. La llegada de inmigrantes chinos y japoneses suscitó racismo y llevó a implementar a inicios de siglo la política de discriminación hacia los migrantes no-europeos.

urbana y la construcción así como un incipiente sector manufacturero orientado a satisfacer las necesidades locales. La última década del auge se caracterizó por euforia entre los inversionistas y excesivas entradas de capitales que alimentaron procesos especulativos internos y llevaron posteriormente las colonias a una grave crisis financiera y económica entre 1891 y 1893, la primera de tres crisis profundas que ha vivido Australia, con la depresión de los años 1930 y la recesión de 1990-91, que abordaremos más adelante.

La crisis combinó causas internas y externas: se inició con una caída de los términos de intercambio,[8] provocada en este caso por el declive de los precios internacionales de la lana, seguida por una contracción del crédito hacia las colonias, en parte debida a un fenómeno de contagio internacional por la crisis argentina de 1891,[9] que puso en evidencia las debilidades de su patrón de financiamiento y desencadenó lo que en términos actuales, calificamos de "crisis gemelas" (Kaminsky & Reinhart, 1999). La afluencia de fondos había elevado los pasivos externos del país hasta 150% del PIB a fines de la década de 1880 —un nivel que probó ser insostenible— y alimentó la formación de una burbuja inmobiliaria y accionaria, en particular en Melbourne, capital de la colonia de Victoria, a la sazón epicentro del auge minero. El declive de los ingresos por exportación y el cese del financiamiento externo frenaron la actividad interna y crearon desempleo tanto en el sector agrícola como en las ciudades, donde los gobiernos tuvieron que paralizar sus inversiones en infraestructura. El posterior desplome del sector inmobiliario, al cual el sector financiero se hallaba sobreexpuesto, llevó luego muchos bancos y sociedades constructoras al cese de pagos y a la quiebra y puso en evidencia las fallas y la corrupción de un sistema financiero poco regulado y aún menos supervisado (Clarke, 2002: 80-82). La crisis se extendió a la economía en su conjunto, transformándose en una prolongada depresión —el PIB real cayó de 19% entre 1891 y 1895 y solo recuperó su nivel anterior a la crisis en 1904— y marcó el final de una etapa: la de la explotación no sustentable de la tierra y de los grandes descubrimientos mineros[10] (McLean,

8. La pauta de auge y caída de los términos de intercambio se ha seguido observando a lo largo de toda la historia del país pero sin el impacto que tuvo en la década de 1890.
9. En 1891, el banco inglés Barings vivió una crisis debido al cese de pagos de Argentina. La similaridad en las situaciones respectivas de ambos países llevó al contagio de Australia (McLean, 2003).
10. La crisis se asoció a un retroceso irreversible de la frontera agrícola, debido a una prolongada sequía, y marcó el final de una sobreexplotación del suelo ("soil-mining") debiendo los agricultores adoptar técnicas convencionales y más costosas de fertilización y de manejo de la tierra. Por otro lado, después de los últimos descubrimientos auríferos de fines de siglo XIX, debieron pasar cincuenta años para que Australia volviera a experimentar un auge minero basado en nuevos hallazgos.

2003). En lo social, se asoció a una ola de grandes huelgas, reprimidas por los gobiernos coloniales, y cuyo fracaso contribuyó a la búsqueda de parte de los trabajadores de una representación política a través de la formación de un partido laborista (1894). En fin, en razón de su profundidad y de su carácter multifacético, la crisis fue el detonador de una reestructuración institucional que sostuvo una nueva etapa del desarrollo australiano.

A fines del siglo XIX, la estructura productiva australiana era dominada por un amplio sector primario, agrícola y minero— que constituía de 30 a 35% del PIB, seguido de un sector de servicios ya relativamente desarrollado (de 30% a 35% de este agregado); la industria manufacturera, en la cual se originaba de 10 a 16% del PIB, según las estimaciones, representaba por lo tanto menos de la mitad del valor agregado del sector primario.[11] Si bien la importancia del sector primario en el PIB disminuyó posteriormente, su peso en las exportaciones ha permanecido. Concentradas en dos productos principales a inicios de siglo, lana y oro, y al término de los descubrimientos auríferos, esencialmente lana, se diversificaron con otros productos primarios como trigo, carne y lácteos y mantuvieron esta composición hasta la década de 1950, cuando las nuevas exportaciones mineras empezaron a ganar peso (véase cuadro 2).

CUADRO 2. Australia: principales productos de exportación, 1938-1970

	Porcentaje del valor total exportado (excluyendo oro)					
	Lana	*Cereales*	*Carne*	*Productos lácteos*	*Cobre y minerales*	*Manufacturas*
1938	33.6	19.9	8.8	9.5	1.9	5.5
1946	36.0	9.3	7.3	8.8	1.0	16.3
1950	51.5	16.2	5.8	6.3	0.9	6.2
1955	46.9	10.1	7.3	5.0	2.0	10.7
1960	42.5	11.1	9.4	4.9	3.0	12.4
1965	31.4	15.4	11	4.3	4.9	17.1
1970	19.4	11.0	10.6	2.6	16.5	26.0

Fuente: Singleton y Robertson, 2002a.

La industrialización sustitutiva nunca transformó el sector manufacturero en un exportador neto. La especialización primario exportadora hizo que perdurara

11. Calculado a partir de Maddison, 2003: 73, tabla 2-3.

la elevada volatilidad de los términos de intercambio de Australia a lo largo del siglo XX asociada a una tendencia permanente hacia déficits en cuenta corriente pronunciados.[12] Después de la pauta de auge y declive ya observada en la década de 1890 los episodios más pronunciados tuvieron lugar en la segunda mitad de los años 1920 y alrededor de la guerra de Corea, con el auge y desplome del precio de la lana, y a partir de 2003, debido a la fuerte alza de los precios internacionales de los minerales, contándose algunos episodios menores entre éstos.

Sin embargo, Australia se diferencia de los países del tercer mundo exportadores de materias primas como Chile y Perú, en que "estos choques de precios nunca causaron la misma elevada volatilidad en la economía australiana sea en agregados como el PIB o el desempleo, o en el desempeño de regiones y sectores" (Bhattacharyya y Williamson, 2009: 27) y por ende tampoco tuvieron las consecuencias socio-políticas extremas que vivieron estas naciones latinoamericanas. Aún cuando esta afirmación refleja más los años posteriores a 1940, pues, como lo veremos, la gran depresión fue particularmente severa en Australia, ello se debió en buena parte a las políticas y a las nuevas instituciones introducidas desde la Federación y en respuesta a la crisis de 1891-93, que impulsaron, entre otros cambios, la protección a la industria manufacturera interna asociada a salarios mejores y a protección social, que estimuló el crecimiento de la industria interna.

Los fundamentos de un nuevo modelo de desarrollo

En los primeros años que siguieron la Federación, se estableció un consenso partidario acerca de una serie de principios de política destinados a corregir los problemas puestos en evidencia en la década anterior, los que, concretizados en leyes, sustentaron las instituciones de un nueva etapa del desarrollo australiano. Paul Kelly (1992, en Smyth y Cass, 1998), elaboró el concepto de *Australian Settlement* —"Acuerdo" o "Contrato Australiano"— para dar cuenta de estas instituciones que habrían estado vigentes entre inicios del siglo XX y la década de 1980, para luego desaparecer con las reformas liberalizadoras. El "acuerdo australiano" se fundamentaba, en el análisis del autor, en cinco pilares: el principio de Australia blanca, la protección a la industria, el arbitraje salarial, el paternalismo del estado y la benevolencia imperial, que tenían todos fuertes antecedentes en la historia colonial (Stokes, 2004: 7), los que, al abandonarse

12. Este tema se abordará en detalle más adelante.

con las reformas de 1980-1990, cedieron lugar a una organización económica y social menos defensiva, más liberal y abierta a los intercambios internacionales que sustentaría, desde el punto de vista del autor, una economía y una sociedad australianas más dinámicas.

Se dio un amplio debate en el país acerca del propio concepto, del contenido de dicho "acuerdo" y de su duración (Stokes, 2005; Smyth y Cass, 1998; Beilbarz y Cox, 2007). Beilbarz y Cox (2007) niegan de plano el carácter específico de estos rasgos: "… el caso australiano era de hecho parte de un experimento antipodeano. Su atributo e institución más distintiva, el arbitraje y la conciliación, surgió de un proceso de intercambio cultural y político a través del Tasman. Los otros rasgos proclamados por Kelly —la exclusión racial, la protección, el estatismo y el imperialismo— no eran propios de Australia y Nueva Zelanda, sino también de Canadá y Sudáfrica, y eran en general atributos mucho más comunes de las culturas imperiales y sub-imperiales en el siglo XX" (Beilbarz y Cox, 2007: 122). Otros autores aceptan críticamente el concepto de *Australian Settlement*, agregándole otros elementos constitutivos dejados de lado por Kelly, o lo descartan a favor de un *Australian Way*, que Roe (1998), define como un "concepto histórico dinámico" que "expresa algo que surgió de la experiencia australiana y que presumiblemente seguirá haciéndolo" (Roe, 1998: 71). Bell (1998), considera que "… la tríada de protección tarifaria, arbitraje centralizado y controles a la inmigración …" conformó el "modelo de defensa doméstica" que buscaba "… proteger la mano de obra con altos salarios y el sector manufacturero" (Bell, 1998: 158).

Presentamos en lo que sigue estos "pilares" institucionales de la economía y de la sociedad australiana, en la interpretación de Stokes (2004). El primero de estos pilares buscaba construir una identidad australiana "blanca" a través de la discriminación de la inmigración china o japonesa, considerada como una amenaza a la seguridad de la mayoría blanca anglosajona[13], y vía la expulsión de los trabajadores nativos de islas del Pacífico empleados en los campos de caña de azúcar de Queensland; internamente, se complementó con la marginación y discriminación de la población aborigen, a la cual se negó muchos de los derechos

13. La discriminación legal explícita elegida por Australia contravenía las leyes firmadas por Gran Bretaña y tuvo que desecharse, adoptándose a cambio un mecanismo implícito y no menos efectivo, el "sistema de Natal" de discriminación hacia candidatos no-blancos a la inmigración. Se pedía a estos migrantes pasar una prueba de lecto-escritura en cualquier lenguaje europeo que seleccionara el funcionario encargado, test que no era aplicado a los inmigrantes blancos (Clarke, 2002. 97).

asociados a la ciudadanía (Stokes, 2005). La segunda institución que surgió a inicios del siglo fue la protección a la industria local, a través de aranceles, manifestación del papel asignado al "Estado desarrollista" australiano, el que, en un contexto de pérdida de confianza en los mercados, retomó una larga tradición colonial en la cual "el estado inicialmente se encontró involucrado en casi todos los aspectos del desarrollo económico por pura necesidad en un contexto altamente riesgoso" (Stokes, 2004: 154). En 1902, la introducción de aranceles *ad valorem* de 5 a 25% señaló la victoria de los proteccionistas sobre los defensores del libre comercio.

El arbitraje salarial centralizado, tercer pilar del Acuerdo, implicó la creación en 1905 de la Corte de Arbitraje y Conciliación del Commonwealth, encargada de resolver los conflictos laborales y de fijar los salarios; esta institución estableció en 1907 el principio según el cual "un empresario manufacturero que se beneficiaba de la imposición de aranceles protectores frente a la competencia ultramarina pusiera un precio justo a sus productos y pagara salarios razonables a sus empleados", y más adelante, definió el salario "justo" no en términos de mercado sino en función de las necesidades de un nivel de vida modesto pero decente del trabajador no calificado y de su familia, decisiones que contribuyeron a fundar el enfoque conocido como "New Protection" en la historia australiana (Clarke, 2002: 99). Esta institución central al nuevo modelo económico constituyó "un ejemplo del papel específico del estado australiano tanto en la gestión de los conflictos como en la promoción de la justicia social" (Stokes, 2004: 16). El cuarto pilar, calificado de "paternalismo estatal" por P. Kelly, consistió en la introducción de varios beneficios básicos de un estado de bienestar, como pensiones de vejez y de invalidez (1909), de maternidad (1912) y luego de desempleo, financiadas por el impuesto: su alcance era universal en sus principios pero selectivo en su aplicación pues se destinaba solo a los más necesitados, con el fin de mejorar sus ingresos. Finalmente, el último pilar de "benevolencia imperial" se refería a las relaciones de dependencia de Australia para con el Reino Unido, que se presentaron en el apartado anterior.

McAuley (2005) plantea que este consenso aportó al país importantes beneficios, que explican el apoyo masivo que recibió, —el cual no provenía solamente de los elementos racistas de la sociedad—, debido a que subyacía en los principios del contrato "una visión clara de que Australia se volvería algo más rico que una economía extractiva o de plantación. Debería construirse en tanto nación plenamente desarrollada. Todos los trabajos deberían ser dignos y pagar salarios decentes". Asimismo, se buscaba dar a cada ciudadano (blanco) una

oportunidad "justa" de alcanzar su pleno desarrollo personal. Ello implicó descartar el libre comercio, los salarios desregulados y la inmigración libre que proveería mano de obra barata, y elegir una economía diversificada en vez de una que estuviera centrada solo en la explotación de las ventajas comparativas del país, y, probablemente, asumir costos de corto plazo, en especial en términos de un menor ritmo de crecimiento económico, compensados por una ganancia de largo plazo, la construcción de una economía desarrollada (McAuley, 2005).[14]

Estos fundamentos institucionales fueron duraderos; a partir de los años 1940, se modificaron con la introducción de las políticas económicas keynesianas, que fortalecieron varios de sus pilares a través de la búsqueda del pleno empleo, de la economía mixta y de la ampliación de los beneficios sociales, en el marco de un Estado de bienestar. La primacía del objetivo de pleno empleo se estableció en el *White Paper* de 1945, titulado "Pleno empleo en Australia", que constituyó las bases de un "segundo acuerdo" que orientaría las políticas públicas hasta 1975 (Smyth, 1998: 86).[15] A la vez el progresivo alejamiento de Gran Bretaña implicaba la desaparición del quinto pilar inicial, mientras el abandono de las políticas discriminatorias hacia la inmigración no-blanca (primer pilar) y hacia los indígenas australianos solo empezó a partir de 1967 (Clarke, 2002: 154). En conjunto, estos principios, asociados al carácter democrático de la sociedad australiana, han orientado su patrón de desarrollo e hicieron de Australia una nación relativamente menos desigual que otros países de origen anglo-sajón.

En lo económico, el nuevo modelo se tradujo en una temprana intervención pública en la formación de capital y en materia social, intervención que se fortaleció en la segunda posguerra mundial, con la adopción de políticas keynesianas. El Estado federal y los estados locales han desempeñado un papel muy relevante en la creación de infraestructuras rurales y luego urbanas y han encabezado un sector público amplio creado con frecuencia en respuesta a fallas de mercado, o de manera pragmática, para inducir el desarrollo. Las empresas públicas se ubicaron principalmente en áreas de comunicaciones y transporte, en el sector financiero (bancos, aseguradoras), en la energía y los servicios públi-

14. McAuley contrasta el caso australiano con el de Argentina, otra nación primario exportadora muy rica a inicios del siglo XX, y asocia la elección del libre-mercado que hizo este país con su declive posterior.
15. Cass y Freeland (1994) ponen el acento sobre los elementos que marcan una continuidad entre esta etapa y la anterior: " El compromiso hacia el pleno empleo y las políticas de inversión pública expansionistas … representaron un desarrollo Keynesiano de la tradición de intervención estatal, efectuado en el nombre de la equidad y de un 'Nuevo Orden' " (Cass y Freeland, 1994: 228, en Smyth, 1998: 85).

cos así como en las manufacturas (Hodge, 2003: 161-162). Hasta la década de 1950, la inversión pública constituyó una fracción importante de la FBCF.

Finalmente, las reformas de los años 1980 significaron una reestructuración fundamental y/o la eliminación de los pilares restantes del antiguo modelo económico, con el cese de las negociaciones salariales centralizadas y la disminución del papel del Estado emprendedor y benefactor.

La industrialización de Australia

El establecimiento de una política de protección a la industria manufacturera interna a partir de la Federación sostuvo el crecimiento del sector secundario que progresó en el período que va desde finales de la Primera Guerra Mundial hasta inicios de la segunda, a pesar de una situación económica y social difícil para el país. El primer conflicto mundial y la consecuente desestructuración de los flujos comerciales y financieros golpearon a una economía australiana muy especializada y dependiente del comercio exterior: el PIB real se contrajo y en 1920, era casi 10% menor a su nivel de 1914 (McLean, 2003: 19). A este empobrecimiento cabe agregar que la guerra dejó a los gobiernos australianos muy endeudados en Londres. El contexto bélico sirvió sin embargo para establecer las bases de una diversificación industrial, y producir localmente ciertos bienes que anteriormente se importaban: en 1915 se estableció el primer horno acerero, y los años 1920 vieron el desarrollo de industrias intermedias y de capital relacionadas con el acero (Armstrong, 1988).

En materia de política comercial, se dio una primera alza de los aranceles con la introducción del *Greene Tariff* en 1921, que buscaba proteger las actividades que habían crecido durante el conflicto, y un alza adicional intervino después del declive en los términos del intercambio que constituyó el preludio a la Gran Depresión, con la finalidad de sostener el empleo (Bhattacharyya y Williamson, 2009: 22).[16] Cabe agregar que en 1925, al regresar la libra esterlina —y con ella la libra australiana— al patrón oro a su valor anterior al conflicto, las exportaciones australianas sufrieron una pérdida de competitividad similar a la que experimentó la producción inglesa, con un impacto negativo sobre la economía interna que antecedió la Depresión.

16. El alza de la protección a la industria manufacturera se acompañó de la introducción de subsidios en apoyo a las actividades agrícolas exportadoras, los que absorbían en 1928 44 millones de dólares contra 52 millones para la protección al sector secundario (Clarke, 2002: 117).

La crisis fue resentida muy duramente en Australia: los precios de sus principales materias primas de exportación, la lana y el trigo, se desplomaron a un cuarto de su valor entre 1928 y 1931 mientras los préstamos internacionales desaparecían, reduciendo dramáticamente la capacidad de importar bienes manufacturados. El PIB se contrajo en 10% y en 1932 30% de la población activa se encontraba desempleada mientras las protestas y revueltas obreras por un lado y la creación de grupos armados al estilo fascista europeo por otro, amenazaban la estabilidad política (Clarke, 2002: 120-123). Las políticas económicas aplicadas tendieron a agudizar la depresión, al reducir los gastos y elevar los impuestos directos e indirectos para equilibrar el presupuesto público y cubrir el servicio de la deuda externa. En 1931, el "Plan de los primeros ministros", acordado con el jefe de la "misión" del Banco de Inglaterra, Sir Otto Niemeyer, con el fin de seguir sirviendo la deuda externa, redujo los salarios nominales en 10%, los gastos públicos en 20% y en 22.5% el pago de intereses a los tenedores australianos de bonos a la vez que devaluaba la moneda nacional (Clarke, 2002: 125-126). Sin embargo, en 1932, la devaluación y la entrada en vigor de las preferencias imperiales incluidas en los acuerdos de Ottawa permitieron dinamizar las exportaciones de una mayor variedad de productos australianos, en especial de alimentos procesados[17] a la vez que los precios de las exportaciones "tradicionales" como la lana, el trigo y el oro se elevaban, facilitando la recuperación económica.

A la salida de la depresión, en 1938-39, la estructura económica se había modificado sustancialmente en relación con los inicios del siglo: el sector secundario aportaba un valor agregado cercano al del sector primario (de 19 a 25% del PIB contra 21-22% para el sector primario, según las estimaciones) detrás del sector terciario, el primer contribuidor al PIB (36 a 43% del total).[18]

La Segunda Guerra Mundial impulsó aún más el proceso de crecimiento y de diversificación manufacturera, para suplir, como durante la primera guerra mundial, los bienes manufactureros importados que ya no eran disponibles y, debido a la proximidad de Australia del teatro de las operaciones bélicas en el Pacífico asiático, para producir insumos y materiales de guerra: a diferencia de la primera guerra mundial, Australia creció con fuerza durante este conflicto (el PIB agregado real creció de 32% entre 1939 y 1945, McLean, 2003: 22). Termi-

17. La diversificación de las exportaciones, con nuevos productos como carnes, vinos, lácteos, frutas en conserva, fue permitida por los avances tecnológicos que facilitaron la conservación, el procesamiento y el transporte de alimentos a partir de los años 1920 (Clarke, 2002).
18. Calculado en base a Maddison, 2003: 73, tabla 2-3.

nada la guerra, las autoridades australianas buscaron conservar estas actividades manufactureras a la vez que por motivos de seguridad fomentaron un programa más amplio de industrialización sustitutiva, capaz de producir un rápido crecimiento económico en particular a través del desarrollo de áreas relativamente poco atendidas del territorio nacional, de proveer empleo a una población creciente, basada en la incorporación de nuevos flujos de inmigración europea, así como de diversificar las exportaciones con el fin de dar más estabilidad a los ingresos de divisas. Ello llevó a implementar una política de protección arancelaria y de restricciones cuantitativas a la importación que estuvo vigente hasta la década de 1970 e hizo de Australia una de las economías más proteccionistas de la OCDE, con un nivel tarifario promedio de 23% en 1970 (Singleton y Robertson, 2002a: 51-52 y 21).

Los principales límites de estas políticas provienen de que no efectuaron una selección de las actividades potencialmente más promisorias, de tipo "selección de ganadores", a diferencia de lo ocurrido en los casos de industrialización exitosa de países de Europa del Norte —que partieron también de una gran riqueza natural— o en los casos más recientes de Asia del Este; aportaron más bien una protección universal, más cercana a la aplicada en América Latina, que produjo una industria manufacturera poco competitiva internacionalmente y sobre todo orientada al mercado interno. Las exportaciones manufactureras se expandieron poco, y lo hicieron sobre todo hacia economías del área esterlina con escasez de divisas.

El limitado éxito de la exportación manufacturera llevó a partir de 1952 a una modificación de la estrategia de desarrollo; al finalizar el auge de precios internacionales de las materias primas producido por la guerra de Corea, que subrayó la vulnerabilidad de la balanza de pagos, el gobierno conservador de Robert Menzies decidió estimular los sectores primarios generadores de divisas, en este momento sobre todo la agricultura y ganadería y en menor medida la extracción de minerales de hierro y zinc, y apoyar de manera más selectiva las actividades secundarias, dejando de hacerlo con las ramas industriales consideradas menos eficientes (Singleton y Robertson, 2002a: 65).

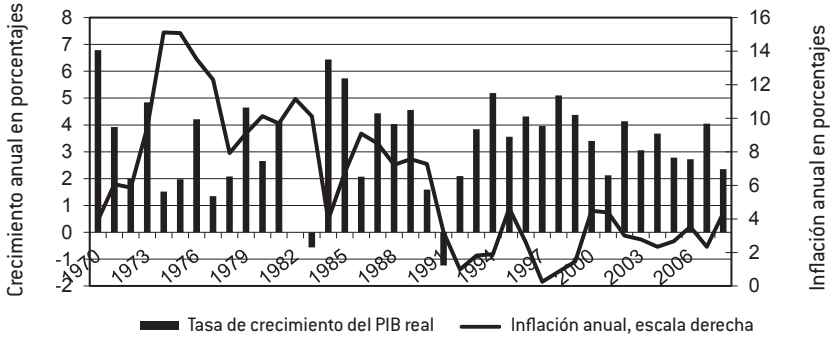
Esta decisión marcó un parteaguas en la industrialización de Australia: la inversión privada orientada al sector manufacturero empezó a disminuir, pasando de 65 a 50% del total entre el inicio y el final de la década de 1950, y a porcentajes menores en los años 1960, mientras la parte dedicada al sector primario se elevaba. La participación del sector manufacturero en el PIB, con forma de "U" invertida a lo largo del siglo XX, alcanzó su máximo alrededor

de 1950 e inició su declive en los años siguientes, dejando entonces de ser el principal motor del crecimiento (Bhattacharyya y Williamson, 2009: 13): de 28% del PIB en 1956, su participación había caído a 16.4% en 1977.[19] Hasta mediados de los años 1970, el sector manufacturero siguió protegido, pero la industrialización sustitutiva era objeto de debate y de pérdida de confianza, aún cuando ciertos sectores se mostraron competitivos internacionalmente y lograron exportar parte de su producción (Singleton y Robertson, 2002a: 71). A partir de 1960, la minería se desarrolló rápidamente, en parte gracias a las mayores facilidades que se dio a la IED no británica —limitada en la posguerra por consideraciones de sostenibilidad de la balanza de pagos—, y encabezó el renovado crecimiento exportador, delante de las exportaciones agropecuarias perjudicadas por el proteccionismo agrícola de las grandes economías y los bajos precios internacionales.[20]

En la década de 1970, en un contexto internacional de recesión, de finalización de los vínculos comerciales privilegiados con el Reino Unido y de deterioro secular de los términos de intercambio del país, el déficit de la cuenta corriente y la deuda externa se acompañaban en el plano interno de estancamiento económico y de una inflación alta y variable, asociada a alzas salariales importantes[21] (gráfico 1). La tasa de desempleo, inferior a 2% de la población activa en 1970, superaba 6% de ésta a fines de la década. Internacionalmente, el país perdía posiciones y veía amenazada su permanencia en el club de las naciones más ricas, al deslizarse paulatinamente su ingreso per cápita en relación con las demás economías desde los años 1950 (gráfico 2). Esta trayectoria llevó finalmente al cambio formal de modelo económico a partir de 1980, que refrendó las tendencias, ya iniciadas en las dos décadas anteriores, hacia la liberalización económica y el abandono de la ISI a favor de un modelo basado en recursos naturales y en una economía de servicios.

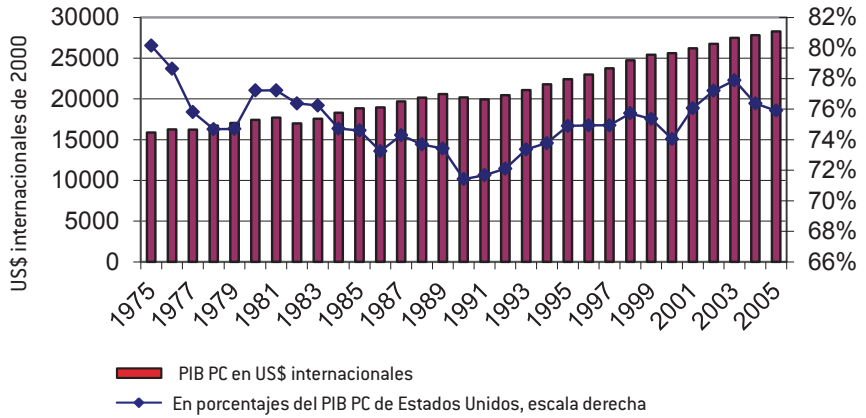
19. Los datos provienen de Bhattacharyya y Williamson, 2009 (p 13) para el año 1956 y de Stevens, 2008 (Tabla 1, p. 18) para el año 1977. En 1956, la participación del sector primario era todavía elevada, del orden de 18%, pasando a menos de 10% en los años 1970.
20. En 1960-62, Australia relajó y luego levantó el embargo sobre las exportaciones de mineral de hierro hacia Japón, establecido con motivos de la Segunda Guerra Mundial.
21. En 1973, el regreso al poder de un gobierno laborista se acompañó de alzas salariales que equivalían o superaban la inflación. El recorte de 25% de los aranceles sobre los bienes importados en julio del mismo año indujo recortes en el empleo de las industrias protegidas (Clarke, 2002:160).

GRÁFICO 1. Australia: inflación y crecimiento, 1970-2008



Fuente: FMI.

GRÁFICO 2. Australia: PIB per cápita, 1975-2006



Fuente: BM.

La situación crítica de la economía en los años 1970 suscitó un amplio debate acerca del modelo de industrialización y de la inserción de Australia en la economía internacional, con aportaciones que siguen teniendo sentido para el análisis de la peculiar trayectoria de desarrollo del país. Así, Bell señala que aún cuando Australia se industrializó y logró mantenerse como una economía rica, sufrió una industrialización truncada, con un sector manufacturero que no logró ser más que "una suma de industrias en la infancia" (Bell, 1998: 158) y precisa que

estas características se asocian con frecuencia a altos niveles de inversión extranjera¸ a la vez que se deben también a "un patrón estatal de negligencia microeconómica, en el cual la protección se concedía sin mucha supervisión o rendición de cuentas", dando como resultado "un sector manufacturero poco competitivo, fragmentado y orientado hacia adentro", asociado a un sector exportador altamente dependiente de bienes primarios y de bajo valor agregado. Los desequilibrios macroeconómicos —y en particular el déficit crónico de la balanza en cuenta corriente vigente hasta hoy— reflejarían "el intento de sostener una sociedad de Primer Mundo sobre una economía del Tercer Mundo exportadora de bienes primarios y de sol" (Bell, 1998: 158-159). Por su parte, Armstrong (1988) relaciona el carácter trunco de la industrialización australiana con la sombra proyectada por su inserción inicial en el imperio británico, que llevó Australia a "… aceptar un rol menor, subordinado"… "de contraparte de la madre Patria (y luego, de otros países industriales dominantes) …" (Armstrong, 1988: 550). Por su parte, Bhattacharyya & Williamson señalan una contribución adicional del sector manufacturero: hasta la década de 1970, es la presencia de un sector industrial amplio y creciente —aún trunco— que logró evitar que la alta volatilidad externa a la cual está expuesta Australia se trasmitiera a la economía en su conjunto, papel que después ha sido asumido por el sector de servicios (Bhattacharyya & Williamson, 2009: 27).

McLean (2003) plantea que los dos momentos de auge minero (en las segundas mitades de los siglos XIX y XX) y de mayor integración internacional del país han sostenido la expansión relativa de la riqueza australiana mientras el período intermedio, de industrialización sustitutiva y relativo cierre de la economía se asoció a una perdida relativa de la posición económica del país. Sostiene que "en países dotados de sólidas instituciones, que logran por tanto evitar serios problemas de enfermedad holandesa y de maldición de los recursos, la abundancia en minerales puede ser la base de una elevada y sostenida productividad y por ende de ingresos tanto en la posguerra como en el siglo diecinueve" (McLean, 2003: 24).[22] Ahora bien, si no es dudoso que Australia ha forjado a lo largo de su historia instituciones de alta calidad, la ausencia de un fenómeno de

22. Armstrong (1988) realiza un estudio de la industrialización truncada de Australia, Canadá y Argentina, comparándola con el caso de Suecia, otro país con gran riqueza natural que logró conformar una industria nacional diversificada y competitiva internacionalmente. En el caso australiano, subraya que las inversiones y las actividades de investigación y desarrollo se concentraron en los sectores relacionados con las exportaciones, con poca o nula innovación en el sector manufacturero no vinculado con estos recursos.

"enfermedad holandesa" en el país parece muy discutible: las reevaluaciones y apreciaciones de la moneda nacional desde 1970, en parte atribuibles al nuevo auge minero, han coincidido con la desindustrialización y la dificultad demostrada para exportar manufacturas. Finalmente, Australia optó por el regreso a un modelo más extrovertido y basado en la exportación de minerales, parecido al que siguió hasta inicios del siglo XX, acompañado de una diversificación en servicios, basada también en buena parte en los recursos naturales (turismo).

Financiamiento de la economía y sistema financiero interno

A diferencia de las décadas anteriores, desde inicios del siglo XX el financiamiento del crecimiento económico australiano se ha efectuado principalmente sobre bases internas: si exceptuamos las décadas de 1920 y, posteriormente, de 1980, donde los flujos externos llegaron a representar cerca de 20% de la inversión interna, ésta se ha financiado a altura de 90% a partir del ahorro interno. Sin embargo, el déficit de la balanza en cuenta corriente, casi permanente, muestra el carácter sostenido del recurso al ahorro externo, que constituyó "al margen un componente importante de los fondos dirigidos a la formación interna de capital" (Merrett, 1998: 136)

El financiamiento externo, obtenido hasta la segunda década del siglo a través de emisiones de bonos y de acciones en Londres, y mucho menos a través de IED británica y estadounidense, tomó en los años 1950 la forma de préstamos multilaterales y bilaterales, en especial durante el periodo de escasez de dólares que antecedió el regreso a la convertibilidad de las libras esterlina y australiana. Desde los años 1950 y más aún en las siguientes décadas de 1960 y 1970, la IED representó una fuente de financiamiento externo muy importante, destinada en primer lugar hacia la industria manufacturera orientada al mercado interno, en especial la producción de bienes duraderos, y luego hacia la segunda fase de gran expansión de las actividades mineras australianas: en 1980, el monto agregado de la IED en Australia representaba 15% del PIB, un peso bastante más elevado que para las economías desarrolladas en aquellos momentos (en promedio 5%), solo superado por Canadá, otra economía basada en recursos naturales, e Irlanda (UNCTAD, 2008).

Si el fácil acceso a los capitales externos ha inhibido mucho tiempo el desarrollo del sistema financiero interno, los momentos de cierre del financiamiento internacional, como el que se produjo después de la crisis de la década de 1890 y durante las dos guerras mundiales, favorecieron el desarrollo del mercado local

de capitales pues los estados australianos acudieron a éstos para financiarse. Más adelante, en la posguerra, después de la dura experiencia del pago de deuda externa durante la depresión, el gobierno federal se orientó principalmente hacia la emisión de títulos en el mercado interno para financiar su importante gasto en infraestructura, lo que impactó decididamente sobre la esfera financiera australiana. Ahora bien, si consideramos el nivel de desarrollo relativamente alto del sistema financiero australiano a inicios del siglo XX, resulta claro que hasta 1980 se produjo un retroceso en el grado de profundización financiera en el país: el conjunto de instrumentos financieros disminuyó de 2.64 veces el PIB en 1914 a 2.3 veces en 1953 y 2.23 veces en 1980 (Merrett, 1998: 143). A la vez, se dio un cambio en la composición de los instrumentos: la participación de los títulos de gobierno, depósitos bancarios y circulante culminó en 1953 con tres cuartas partes de los instrumentos contra dos terceras partes en 1914, iniciándose después un crecimiento más marcado de los instrumentos privados de mercado. Como lo veremos, esta trayectoria puede atribuirse por una parte a la "larga sombra" de la crisis de la década de 1890 (Merrett, 1998ª) y por otra parte a la importante movilización de fondos hacia el sector público resultante de las dos guerras mundiales y de las importantes inversiones en infraestructura.

La banca: el lento fortalecimiento de la regulación

El sistema financiero establecido en el siglo XIX en Australia heredó mucha de la institucionalidad de su homólogo británico. Las instituciones más importantes eran los bancos comerciales (*trading banks*), sean éstos locales o británicos, autorizados para emitir billetes, que realizaban la intermediación local entre ahorro e inversión, intervenían en operaciones de comercio exterior, se hacían cargo de la gestión de las reservas internacionales y hasta la crisis ejercían también funciones de banca de inversión.[23] Antes de 1890, ya habían extendido redes de sucursales y se estima que captaban alrededor de dos terceras partes de los activos del sistema (Pope, 1986, en Merrett, 1997: 185). La libertad de entrada y salida del sector, la intensa competencia asociada a bajos requisitos de capitalización y una regulación ligera —más no inexistente— de estos bancos

23. A diferencia de sus pares británicos, y debido a la ausencia de bancos de inversión en el sistema financiero menos especializado y sofisticado de Australia, estos bancos intervenían en operaciones de banca de inversión al colocar las emisiones de títulos de gobierno australianos en Londres; después de la crisis de la década de 1890, los gobiernos australianos tuvieron que hallar otro intermediario en razón de la pérdida de "rating" que supuso la crisis, y los bancos comerciales dejaron de ejercer esta función (Merrett,1997).

permiten calificar este período como de banca libre (*free banking*). Instituciones privadas como las compañías constructoras, las financieras rurales y las aseguradoras de vida completaban la intermediación. En forma temprana, antes de la década de 1860, surgió un rasgo particular del sistema financiero australiano que iba a perdurar hasta las reformas de los años 1980: la participación pública en la banca, cuando se crearon bancos de ahorro estatales para fomentar el ahorro de las clases populares, que dirigían los fondos que recababan al financiamiento de las inversiones públicas y a sectores económicos elegidos, en particular el área rural o la vivienda (Clarke, 2002; Merrett, 1997). En esta misma década, se crearon las primeras bolsas de valores estatales, vinculadas estrechamente al auge minero, lo que las dotaba de un carácter especulativo marcado.

La crisis de la década de 1890 significó cambios importantes y de muy larga duración en las actividades de intermediación. En ausencia de intervenciones públicas relevantes, cerraron sus puertas casi todas las instituciones no bancarias vinculadas con la especulación inmobiliaria y la mayoría de los bancos comerciales. Sin embargo, con dos excepciones, los más grandes bancos reabrieron sus puertas y "reconstruyeron" sus balances individualmente, sobre la base de acuerdos entre accionistas y depositantes, los que tuvieron que compartir fuertes pérdidas.[24] Esta modalidad de salida de crisis fue muy controvertida y creadora de litigios legales que suscitaron resentimiento y desconfianza hacia estas instituciones entre la población y en el seno del movimiento laborista, los que, aunados a las políticas de préstamo muy conservadoras y a los acuerdos de cartel que concluyeron posteriormente los bancos comerciales privados para autoprotegerse[25], explican una pérdida paulatina de influencia de estos intermediarios desde la última década del siglo XIX hasta antes de la Segunda Guerra Mundial (cuadro 3). Las instituciones que ganaron peso fueron las aseguradoras de vida y sobre todo los bancos de ahorro públicos, cuyos depósitos estaban garantizados: éstos pasaron de 16% de los depósitos de los bancos comerciales en 1890 a 55% de éstos en 1914 (Pope, 1986, en Merrett, 1997: 188).

24. Los accionistas acordaron inyectar capital fresco en el banco, mientras los depositantes aceptaron una participación accionaria o bien congelar sus depósitos a plazos largos.
25. Entre 1917 y 1931, las fusiones interbancarias dejaron solo nueve bancos comerciales privados en el mercado, facilitando acuerdos entre ellos (Merrett, 1997: 196).

CUADRO 3. Australia: activos de las instituciones financieras, 1901-1980 (porcentaje del total y total en billones de A$)

	1901	*1929*	*1939*	*1948*	*1960*	*1980*
Banco Central	-	5.7	7.5	24.0	13.8	7.8
Bancos	74.3	66.3	57.6	57.4	46.7	38.6
Aseguradoras de Vida y Fondos de Pensiones	12.4	16.5	21.7	11.0	20.2	17.1
Aseguradoras Generales	2.5	3.7	4.0	2.0	3.1	5.8
Financieras Rurales	7.4	4.7	4.2	2.4	2.4	0.8
Sociedades Constructoras	2.0	1.4	1.7	1.2	3.1	8.0
Compañías Financieras	-	-	1.4	1.0	7.4	11.5
Bancos Mercantiles	-	-	-	-	0.1	4.2
Otros	1.4	1.7	1.9	1.0	3.1	6.2
Total	100	100	100	100	100	100
Billones A$	0.4	1.9	2.6	5.8	15.5	154

Fuente: Lewis y Wallace (1995: 3).

La regulación y la supervisión bancaria de parte de las autoridades australianas se reforzaron poco o mucho menos de lo que se esperaría ahora después de una crisis de esta magnitud: nada se hizo en materia de reglamentación para evitar que se reprodujeran la aceptación de riesgos excesivos y la disminución de razones de liquidez y de capitalización que antecedieron la crisis. Como lo veremos, la respuesta gubernamental tomó otra forma: el fortalecimiento del sector de banca pública; sin embargo, la ausencia de medidas regulatorias explica en parte la pérdida de confianza hacia la banca comercial y la conducta posterior de los propios bancos, que llevaron a mermar su posición dominante en el sistema. En 1910, los bancos comerciales perdieron el privilegio de la emisión de circulante, en provecho del Tesoro y en 1911 el gobierno laborista creó un banco público federal, el *Commonwealth Bank*. Éste, sin embargo, no tenía facultades legales para ejercer el papel de banco central, sino que tenía como meta "competir con los bancos privados tanto en las actividades comerciales como en las de ahorro, y [...] garantizar que los trabajadores no volvieran a perder de nuevo sus ahorros" (Clarke, 2002:82). El nuevo banco, que se volvió el banco de los estados y del gobierno federal, ganó rápidamente participación en mercado —en sus actividades de banca comercial concentraba 12% de los activos del sector en 1931— (Merrett, 2002: 272).

Sin mediar reformas legales, el *Commonwealth Bank* fue asumiendo algunas de las responsabilidades de un banco central durante la primera guerra mundial y la depresión, como el manejo de las reservas de divisas del sistema y el liderazgo en materia de tipo de cambio, pero el sistema financiero quedó formalmente sin prestamista de última instancia y con poca supervisión y regulación hasta 1941, a pesar de presiones británicas desde los años 1920: "La seguridad del sistema financiero, los servicios que éste ofrecía y los precios de éstos servicios no debían nada todavía al banco central o a la regulación" (Merrett, 2002: 275). Pero existía descontento con el desempeño del sistema, lo que llevó a la formación de la primera comisión de revisión del mismo, en 1935; la Comisión Napier entregó en 1937 sus recomendaciones a favor de un papel reforzado del banco central y de regulaciones para aminorar el papel pro-cíclico del crédito bancario.

Sin embargo, es solo a partir de 1939 y debido a la guerra que el sistema financiero australiano quedó sujeto a una estrecha regulación que estaría vigente casi cuatro décadas. Los poderes especiales de los que gozó el estado federal en tiempos de guerra bajo un gobierno laborista le permitieron establecer controles de capitales y determinar el tipo de cambio nominal en 1939 e introducir en 1941 una legislación que controlaba estrechamente la actividad bancaria privada con límites al crecimiento de los préstamos al sector privado y la reglamentación de los usos del crédito, la administración de las tasas de interés pasivas y activas y el control de las ganancias del sector bancario. Buena parte de los depósitos eran orientados hacia inversiones en títulos públicos para financiar el esfuerzo bélico. (Merrett, 2002: 276-278). Estos dispositivos de guerra fueron reafirmados en 1945 a través de la Ley de Banca y de la Ley del *Commonwealth Bank*, que establecían las relaciones entre bancos y banco central, con el objetivo de controlar el crédito bancario y darle un papel anti-cíclico, y sujetaban a su vez el banco central al poder político. En 1947, la fallida nacionalización de la banca privada marcó los límites del control público sobre el sistema y el regreso al poder de gobiernos conservadores que no alteraron fundamentalmente la reglamentación del sistema bancario hasta la década de 1960.

Los mercados de valores: la prolongada dominación del mercado de títulos públicos

El crecimiento de los mercados de valores, estimulado por el cierre del financiamiento internacional entre 1890 y 1910, durante las dos guerras mundiales y

durante la recuperación de la depresión, entre 1932 y 1939, se dio sobre todo en el segmento de bonos públicos, que ha dominado ampliamente la actividad de estos mercados. El Estado federal, los gobiernos estatales y locales así como las empresas públicas acudieron a estos mercados para financiar las masivas inversiones en infraestructura, rural y luego urbana, que dominaron la formación interna de capital hasta los años 1930, y para acomodar el esfuerzo bélico.

Desde finales de la Segunda Guerra Mundial, las operaciones alrededor de la masiva deuda pública dominaron durante décadas las transacciones en el mercado de valores a la vez que inhibían el crédito bancario al sector privado, en razón de los altos requisitos de reserva legal impuestos a los intermediarios (Merrett, 1998: 135). El mercado accionario, que, como lo hemos visto, se hallaba estrechamente vinculado desde sus inicios a la actividad minera, guardó esta característica hasta pasada la Segunda Guerra Mundial, y experimentó un nuevo boom minero en los años 1960. Sin embargo, un sector de emisiones industriales y de servicios se fue desarrollando paulatinamente, con aceleraciones durante los años 1930 y hasta la década de 1950, propicios a la expansión manufacturera. A diferencia de la banca comercial, el mercado accionario se autoreguló hasta los años 1960 cuando el auge minero puso en evidencia las fallas de este sistema, suscitando la creación de una reglamentación y de una infraestructura pública de supervisión.

Entre 1953 y 1980, se produjo un cambio fundamental en la composición de los instrumentos financieros intercambiados en los mercados; el valor creciente de las acciones en circulación contrasta con la disminución de los instrumentos de deuda pública y señala el peso creciente que venían adquiriendo el sector privado y sus instrumentos en los mercados. Esta tendencia ilustra también la paulatina transformación del sistema financiero australiano: cuando, a inicios de los años 1980, se lanzó formalmente su liberalización, hacía ya más de una década y media que la reglamentación del sistema venía aligerándose, lo que permite afirmar que la desreglamentación financiera en Australia fue más una evolución que una revolución (Merrett, 1997).

El sistema financiero australiano antes de las reformas

Hasta fines de los años 1970, y a semejanza de numerosas otras economías, el sistema financiero australiano estaba segmentado en instituciones especializadas que ofrecían una gama estrecha de productos financieros simples y se halla-

ban sometidas a reglamentaciones públicas que limitaban estrictamente su capacidad de asignar libremente sus recursos. La entrada al área más reglamentada, el sector bancario estaba *de facto* cerrada, tanto a nuevas instituciones locales como a bancos extranjeros.

Conjuntamente, los bancos comerciales y de ahorro, que dominaban ampliamente el panorama financiero en los años 1950 perdieron parte de su supremacía en las décadas siguientes, en razón de la reglamentación más severa a la cual se hallaban sometidos (Cuadro 3, *supra*). En efecto, la fijación de las tasas de interés tanto pasivas como activas, el establecimiento de topes a la oferta de crédito y hasta 1965 de reglas para su composición, y la obligación de respetar un requisito de liquidez variable —en fondos depositados en el Banco de Reserva de Australia o invertidos en títulos públicos— establecido con el propósito de estabilizar la oferta monetaria, solo se aplicaban a la banca:[26] debido a ello, los bancos invertían alrededor de la mitad de sus recursos en depósitos líquidos y en bonos públicos, y sólo destinaban un 40% a la oferta de créditos (Edey y Gray, 1996).

Por ello, los intermediarios financieros no bancarios (IFNB) menos reglamentados se desarrollaron más rápido en las décadas de 1960 y 1970, pues ofrecían tasas de interés más atractivas. Éstos eran a menudo subsidiarias establecidas por los mismos bancos, para circunvenir las reglamentaciones, como las sociedades financieras, las compañias constructoras (crédito hipotecario), y a partir de su introducción en los años 1970, los bancos de inversión, que constituyeron con frecuencia una puerta de entrada para las instituciones financieras extranjeras. La importancia creciente de estos intermediarios menos reglamentados y la pérdida de eficiencia de una política monetaria ejercida sobre la base de controles directos al sistema bancario, llevaron las autoridades a introducir cambios; por un lado buscaron operar controles indirectos a través de una flexibilización de las tasas de interés y por otro lado pensaron en ampliar el alcance de las reglamentaciones incluyendo en éstas a las IFNB, a través de la Ley de Corporaciones Financieras de 1974; es significativo que esta ley nunca se aplicó: en esta década los vientos ya no eran favorables a incrementos de la reglamentación.

Después de los bancos, las instituciones financieras más importantes en términos de recursos eran —como hoy día— las aseguradoras de vida y los fondos de pensiones, que ofrecían planes de ahorro de largo plazo favorecidos por un

26. Cabe mencionar sin embargo que en 1961, se había introducido la Ley "30-20" que sujetaba las aseguradoras de vida a inversiones mínimas en títulos públicos (Australian Bankers Association, 2009).

trato fiscal benigno. Por último, el mercado accionario era pequeño al lado del mercado de títulos públicos y aún cuando Australia fue realmente pionera en la creación de ciertos mercados (por ejemplo, la Bolsa de Futuros de Sydney —el SFE— fue fundada en 1960, con un primer mercado de futuros de lana) numerosos mercados financieros importantes hoy en día estaban, o bien inexistentes, o bien muy incipientes. En cuanto a las transacciones en divisas, las rigideces del control de cambios aunadas al monopolio bancario del "mercado" las volvían operaciones meramente administrativas.

En suma, llama la atención el hecho de que, a pesar de sus orígenes anglosajones, el sistema financiero australiano era hasta fines de los años 1970 sobre todo "basado en la banca", con una presencia importante de instituciones financieras públicas, mientras las transacciones en bonos dominaban la actividad de los mercados de títulos negociables. No cabe duda de que la crisis bancaria de la década de 1890, y sobre todo la posterior ausencia de mecanismos eficientes de resolución de esta crisis frenaron el desarrollo de un sistema que era relativamente profundo en la segunda mitad del siglo XIX. Esta tendencia se profundizó con la tardía "represión financiera" de la guerra y posguerra mundial, que coincidió sin embargo con un período de sostenido crecimiento económico australiano.

Ahora bien, desde la década de 1960, el sistema financiero australiano estuvo evolucionando para otorgar un mayor peso a los mecanismos de mercado, sea por el crecimiento de instituciones menos reglamentadas, sea por decisiones de las propias autoridades. En cuanto a la secuencia de estas medidas, la mayoría de las iniciativas tempranas de política se enfocaron a dar mayor libertad a la banca y a crear nuevas instituciones: así, en 1960, se separaron finalmente las actividades comerciales del Commonwealth Bank de la función de Banco Central, que pasó a ser desempeñada por el recién creado Banco de Reserva de Australia (Reserve Bank of Australia, o RBA), en 1963, los bancos de ahorro fueron autorizados a ofrecer préstamos personales y en 1965 desaparecieron los requisitos de crédito selectivo (Australian Bankers Association, 2009). La segmentación de las operaciones bancarias disminuyó en esta misma década, cuando la banca comercial pudo entrar al financiamiento de la vivienda, anteriormente reservado a los bancos de ahorro públicos. La liberalización de ciertas tasas de interés bancarias solo intervino posteriormente, con la flexibilización de tasas pasivas bancarias en 1972 y de las Notas del Tesoro, colocadas desde 1979 a través de un proceso de adjudicación. Sin embargo, es a partir de las recomendacio-

nes del *Comité Campbell*, creado en 1979 por el gobierno Fraser, conservador, con el propósito de evaluar y liberalizar el sistema, emitidas a fines de 1981 y refrendadas en 1984 por el *Grupo Martin de Revisión*, que se puede fechar el inicio del proceso de liberalización financiera en Australia, que se dio en el marco de una reorientación completa del modelo económico.

Las reformas económicas y la adopción plena de un nuevo modelo de desarrollo

En la sección anterior, hemos visto que desde la década de 1960, el modelo económico aplicado por Australia estuvo evolucionando paulatinamente, orientándose más hacia las actividades extractivas y de servicios a la vez que dejaba de poner el acento en la industrialización sustitutiva. A partir de 1973 se dieron las primeras disminuciones de aranceles y en materia financiera, la creación y la expansión de nuevas instituciones menos reglamentadas y la relajación de los controles directos sobre la banca introdujeron cierta dosis de liberalización al dar mayor peso a mecanismos de mercado en el sistema financiero. En otros ámbitos sin embargo, la intervención del Estado australiano seguía intacta: en particular, cabe mencionar los controles cambiarios, la negociación centralizada de salarios y el predominio de la economía mixta con un amplio sector público.

Así como la crisis de 1890 indujo la posterior elaboración de un nuevo modelo de desarrollo, la estanflación y la inestabilidad macroeconómica de las décadas de 1970 y 1980 significaron el abandono del modelo de ISI y de las políticas keynesianas con su énfasis en el pleno empleo y en la protección contra la volatilidad proveniente de la economía internacional, en provecho del regreso de Australia a un patrón de desarrollo basado en el libre-mercado intimamente asociado a la dinámica de la economía internacional. Al igual también que a inicios de siglo, estos cambios fueron objeto de un elevado grado de consenso bi-partidario; desde el gobierno laborista de Whitlam (1973-1975), el "racionalismo económico", nombre bajo el cual se conoció en Australia al enfoque liberalizador, ganó partidarios en el propio partido laborista, quienes se oponían a la protección tarifaria y a los mecanismos de soporte a los precios agrícolas bajo el argumento de que distorsionaban las señales de precios (Quiggin, 1996). Simultáneamente, se enfrentaban en el seno del partido liberal la "nueva derecha", favorable a la liberalización, y la "vieja derecha" que defendía la protección de la industria manufactura y del sector agrícola de exportación así

como la presencia de monopolios públicos en el transporte y las comunicaciones que permitieran subsidiar al campo (Fane, 1994).

Después de las medidas iniciales lanzadas por el gobierno conservador de Fraser (1976-1983), los cambios en la política macroeconómica y a nivel microeconómico fueron introducidos por los gobiernos laboristas encabezados por Bob Hawke y Paul Keating de 1983 a 1996 y profundizados con el posterior arribo al poder de gobiernos conservadores bajo el liderazgo de John Howard (1996-2008).[27]

Un esquema de las principales reformas económicas y financieras

En 1983, el nuevo gobierno laborista encabezado por Bob Hawke, en el cual Paul Keating desempeñaba el papel de ministro de Finanzas lanzó los procesos de apertura comercial y de liberalización financiera, endosando y llevando a sus últimas consecuencias las políticas que habían sido iniciadas respectivamente por los gobiernos Whitlam y Fraser. La liberalización comercial se hizo a través de dos rebajas generales de los aranceles nominales, respectivamente en mayo de 1988 y en marzo de 1991, y de planes sectoriales que asociaban la apertura a la introducción de mecanismos de apoyo a la reestructuración y mejora productiva de las actividades afectadas. Pocos sectores mantuvieron un grado alto de protección, en especial los textiles y el vestido, persistiendo también requisitos de contenido nacional para las empresas multinacionales establecidas en ciertas industrias (automotriz, telecomunicaciones).[28] En materia cambiaria, la devaluación de 10% del dólar australiano antecedió de poco su flotación en diciembre de 1983, a la vez que se abolían los controles de capitales, decisiones que fueron tomadas en un contexto de fuertes movimientos de fondos especulativos. En contraste con la liberalización económica, las negociaciones salariales centralizadas entre las autoridades y los sindicatos siguieron constituyendo el eje central de la política social. Ahora bien, las sucesivas versiones del "Acuerdo de precios e ingresos" (Prices and Incomes Accord) avaladas por la Comisión de Arbitraje —posteriormente la Comisión de Relaciones Industriales— constituyeron —a diferencia de lo ocurrido en períodos anteriores— un mecanismo

27. Quiggin (1996) opina que a partir de fines de la década de 1970 "el pensamiento crítico y escéptico … [fue] reemplazado por una fe dogmática, de hecho casi religiosa en las fuerzas del mercado y en la importancia suprema de la eficiencia y de la competencia".
28. Véase OMC, 2008: 10.

de contención salarial pues los sindicatos accedieron a moderar sus demandas a cambio de mejoras de ingresos relacionadas con una reforma impositiva, con mayores beneficios sociales y con la introducción de un sistema de fondos de pensión (Clarke, 2002: 173). Así, los objetivos de pleno empleo y de mejora salarial se abandonaron a favor de un objetivo de disminución de la inflación (Neville, 1998) que solo se lograría alcanzar después de la grave crisis de 1990, estrechamente vinculada a los efectos dañinos de la liberalización financiera. A la vez, el acuerdo evitaba la desreglamentación laboral a la cual se oponían tanto el partido laborista como los sindicatos (Fane, 1994).

La apertura a los flujos de capitales y la flotación del dólar australiano facilitaron la liberalización financiera interna al volverla funcional para un buen desempeño del mercado cambiario (Fane, 1994). Las primeras medidas se centraron inicialmente en liberalizar las operaciones de las instituciones existentes —los bancos en 1982, las bolsas en 1984— y en permitir la entrada de nuevos participantes, locales o extranjeros, en especial en la banca.[29] La introducción del sistema de subastas para los bonos del Tesoro constituyó un hito muy importante en el establecimiento de tasas de interés de mercado: McFarlane (2006) lo considera como la segunda medida en rango de importancia después de la flotación de la moneda nacional. A partir de 1985, el requisito de liquidez fue reemplazado por un "ratio de activos de primera calidad", más flexible, que ha sido relajado paulatinamente a lo largo de los años siguientes (1986 a 1990) hasta un nivel de 6% de los activos. Las tasas de interés activas, que permanecían sujetas a controles, se liberalizaron en 1985-86. Finalmente, desapareció en 1989 la división del sistema entre bancos de ahorro y bancos comerciales, a favor de un esquema de banca universal (Lewis y Wallace, 1995). En el ámbito bursátil, se fusionaron bolsas estatales creándose en 1987 la bolsa nacional Australian *Stock* Exchange (ASX).

La mediocridad de los resultados macroeconómicos de estas reformas en la década de 1980 —disminución de los salarios reales y elevado desempleo, sin control de la inflación, y un crecimiento que a la postre resultó ser producto de

29. En 1981, se creó un nuevo banco, el *Australian Bank*, el primero en entrar al sector desde hacía más de 50 años, y en 1984 se anunció la apertura del sistema a otras instituciones, entre éstas, bancos extranjeros que iniciaron operaciones en 1985, y la eliminación de las restricciones para la participación de los bancos comerciales y de depósito al capital de los bancos de inversión. En el ámbito del mercado cambiario, después de la adopción de un tipo de cambio flotante y de la eliminación del control de cambios, se permitió a las IFNB transformarse en corredores autorizados (1984), poniendo fin de esta manera al monopolio bancario de las transacciones.

una burbuja financiera— asociados a la marcada alza de la deuda externa y a una caída de 20% en el valor del dólar australiano en 1986, dieron lugar a una recordada frase del Ministro de Finanzas que planteaba que Australia se veía amenazada de transformarse en "república bananera". Llevaron a la posterior introducción de una reforma fiscal, que amplió la base tributaria, eliminó los vacíos que favorecían la evasión y elusión fiscal y disminuyó las tasas de imposición más elevadas. Esta reforma se combinó con políticas de contención del gasto público y de disminución de la deuda pública y con la introducción de reformas microeconómicas cuyo objetivo era fomentar la competitividad de la economía.

La reforma del Estado y la privatización del sector público tomaron fuerza en los años 1990, con el gobierno laborista encabezado por Paul Keating, en particular a partir del reporte Hilmer de 1993[30] y más aún después de la llegada al poder del gobierno conservador de John Howard. En su mayor parte, los recursos fueron utilizados para disminuir la deuda pública de los gobiernos locales y federal y alcanzar el objetivo de "consolidación fiscal" que se volvió prioritario para estos gobiernos después de la crisis de 1990-91. La venta de estas empresas, que en su mayoría estaban organizadas en forma corporativa y eran rentables, reportó a los estados australianos recursos estimados en 2003 en 62.4 mil millones de US$, lo que ubica a Australia en el tercer rango de la OCDE por la importancia de las privatizaciones en relación con el PIB (Hodge, 2003: 163). A nivel sectorial, las privatizaciones más importantes se han dado en las comunicaciones, el transporte, los servicios públicos y finalmente en el sector financiero con la privatización de los bancos y las aseguradoras estatales. En el ámbito financiero, las privatizaciones han ido de la mano de la "desmutualización" de numerosas entidades privadas, que transformaron profundamente la estructura de propiedad de las empresas del sector, en particular en los sectores de sociedades constructoras y de aseguradoras de vida, y en los mercados financieros, con la desmutualización en 1998 del ASX, y contribuyeron a elevar el número de empresas que cotizan en la bolsa de valores.[31]

En 1998, el gobierno Howard estableció una estrategia explícita de equilibrio fiscal a lo largo de un ciclo económico y en 2000 introdujo otra reforma de

30. El reporte del "Comité independiente de investigación sobre la política nacional de competencia" o "reporte Hilmer" se utilizó para dar un nuevo empuje a estas reformas, que se llevaron a cabo a través del Consejo de Gobiernos Australianos (Council of Australian Government, o COAG), una entidad alejada del debate público, (Quiggin, 1996).

31. En 1999, un estudio del banco central estimaba el capital neto de las entidades desmutualizadas en 21000 millones de A$, y el valor de sus activos en 180 000 millones, RBA, 1999.

gran alcance a través de un impuesto al valor agregado sobre bienes y servicios.[32] Este conjunto de medidas ha reducido drásticamente la deuda del Estado australiano, que se volvió acreedor neto a mediados de 2000. En materia de política social, la innovación más importante del gobierno Howard consistió, después de la eliminación del Acuerdo, en establecer las negociaciones salariales en el nivel de las empresas, terminando de esta manera con un rasgo característico de la política social australiana vigente desde inicios del siglo XX.

A partir de los años 1990, la grave crisis financiera en que terminó la primera etapa de la liberalización —quiebras de empresas no financieras sobreendeudadas y de instituciones financieras, desplome de los precios de los activos— suscitó una segunda ola de reformas que consistió en reforzar la reglamentación prudencial y los requisitos de capitalización de las diferentes instituciones (para los bancos, el Banco de Reserva de Australia estableció las reglas de capitalización del acuerdo de Basilea 1 en 1988, año en el cual se dieron los primeros colapsos financieros), y a la vez en dotar el sistema de Comisiones de Supervisión sectoriales más eficientes, coordinadas desde 1992 por un Consejo de Supervisores Financieros. Asimismo, se establecieron requisitos de aportación de los empleadores al sistema de fondos de pensiones (Superannuation Guarantee Charge, 1992), medida destinada a dinamizar estas instituciones a través de un acceso amplio de la población y por ende a elevar su demanda de activos expresada en los mercados financieros. En 1996, el gobierno creó una nueva comisión de revisión del sistema financiero (*Wallis Commitee*), encargada de la evaluación del sistema de regulación y supervisión, y aplicó en buena parte sus recomendaciones, plasmadas en su reporte final de marzo de 1997. La reforma de las instituciones de supervisión prudencial del sistema financiero creó un sistema encabezado por tres instituciones encargadas de funciones específicas: al banco central, responsable de la estabilidad del sistema, de la regulación del sistema de pagos y de la política monetaria, se agregó un regulador único de las instituciones financieras, APRA (Australian Prudential Regulation Authority), que consolidó varias entidades estatales y federales, mientras la supervisión de los mercados recaía en una comisión específica, ASIC (Australian Securities and Investment Commission), responsable de la integridad de los mercados y de la protección del consumidor. Las autoridades también hicieron suya la recomendación de la comisión de no introducir un seguro de depósito explícito, una

32. La introducción de este impuesto fracasó en anteriores intentos debido a su impopularidad.

característica que distingue el sistema bancario australiano de las prácticas internacionales.[33] Posteriormente, se dio una revisión del marco regulatorio del sector de seguros (2000) con la finalidad de proteger mejor a los asegurados (Treasury, Australian Government, 2005). En 2006, la fusión del mercado accionario, el ASX, y de la bolsas de derivados, SFEC (Sydney Futures Exchange Corporation) conformó una entidad más grande y competitiva internacionalmente.

En suma, las reformas económicas australianas abarcan casi dos décadas y presentan un carácter *incremental* marcado. Han introducido cambios profundos, pero con un cierto pragmatismo que ha evitado quitar rápidamente las protecciones de las cuales gozaban ciertos sectores, en la industria manufacturera por ejemplo o en el sector bancario. En materia financiera, muestran una pauta común a la mayoría de países que aplicaron medidas similares: en un primer momento (1982-88 en Australia), se liberaliza el funcionamiento de las instituciones y se fomenta la competencia mientras en un segundo momento, típicamente asociado a problemas de liquidez o de solvencia en el seno del sistema, se refuerzan la supervisión y la reglamentación prudencial (a partir de 1988-89).

Los resultados: ¿sufrimiento de corto plazo y ganancias de largo plazo?

El desempeño de la economía australiana posreformas presenta dos etapas netamente diferenciadas: de 1983 a 1991-92, el país atravesó por zonas de turbulencias macroeconómicas y de deterioro social, pero posteriormente, abordó una nueva etapa de "largo auge" que ha durado más de quince años. A la vez, se observan tendencias de fondo en el comportamiento de la economía que son comunes a ambos períodos; el cuadro 4 promedia las características centrales de ambos períodos.

33. En la OCDE, solo Nueva Zelanda comparte esta decisión.

CUADRO 4. Australia: principales indicadores macroeconómicos, 1970-2005

	1970-79	*1980-89*	*1990-99*	*2000-05*
PIB, participación sectorial				
Agricultura	n.d.	4.6	3.3	3.5
Industria	n.d.	29.4	27.1	26.5
Servicios	n.d.	66.1	69.5	70.0
En porcentaje del PIB				
Formación bruta de capital fijo	26.9	26.9	23.3	24.4
Ahorro bruto	26.7	22.5	19.0	19.3
Ahorro interno bruto	25.8	23.7	21.9	21.7
Balance en cuenta corriente	-1.8	-4.5	-4.2	-4.4
Apertura comercial (exp. + imp.)	27.9	32.1	37.1	41.3
Exportaciones de bienes y servicios	14.0	15.0	18.2	19.9
Importaciones de bienes y servicios	14.0	17.1	18.9	21.3
Balanza de pagos				
Inversión directa en el extranjero	-0.2	-1.0	-0.9	-0.9
Inversión directa en Australia	1.3	1.7	1.8	1.9
Inversión de cartera, activos	-0.0	-0.4	-0.9	-3.0
Inversión de cartera, pasivos	0.6	2.2	3.7	5.9
Otras inversiones, activos	-0.2	-0.5	-0.6	-0.7
Otras inversiones, pasivos	0.5	2.8	1.1	1.5
Balance financiero	1.9	4.8	4.2	4.7

Fuentes: BM y FMI.

Como lo mencionábamos, la primera etapa de las reformas se acompañó de "sufrimiento" para Australia: el crecimiento agregado, volátil, alterna años "buenos" —1984-85, 1987-89— y de recesión 1982-83, 1990-91, mientras la inflación, de dos dígitos hasta 1982-83, permaneció hasta fines de la década en cerca de 8% (véase gráfico 1, *supra*). Es solo al salir de la recesión, en 1993, que Australia emprendió una trayectoria de expansión más estable con baja inflación que se mantuvo hasta 2007, si bien el récord de crecimiento promedio bajó a partir de 2000. Estos dos periodos corresponden respectivamente a un deterioro y a una recuperación de la posición internacional de Australia, como lo ilustra el desempeño de su PIB PC frente a Estados Unidos.

La primera etapa de las reformas concentró "ajustes" difíciles para los sectores anteriormente protegidos, como la industria manufacturera o el sector agrícola de exportación que dejó de ser subsidiado y en el que se produjeron masivas quiebras de productores medianos y pequeños así como un proceso de

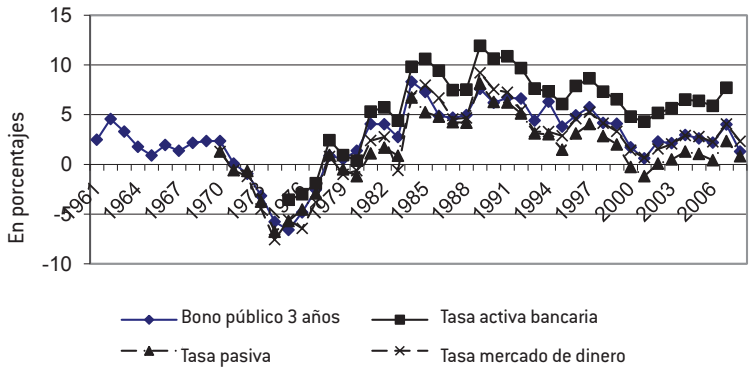
concentración de tierras en manos de agronegocios. El alto nivel de desempleo producido por estos ajustes disminuyó de más de 10% de la población activa en 1983 a cerca de 6% a fines de la década pero es solo desde 2000 que bajó a los niveles que existían a inicios de la década de 1970. Estas dificultades estuvieron sin embargo opacadas por el crecimiento en buena parte artificial que provino del crédito fácil producto de la liberalización financiera: Ian MacFarlane, antiguo gobernador del Banco de Reserva, considera que la expansión de los años 1980 y la recesión que siguió responden principalmente a un acontecimiento financiero (McFarlane, 2006). La elevación del nivel de riesgo producido por la liberalización financiera en la década de 1980 se manifestó en dos clases de síntomas: un alza de la deuda externa privada asociada a una profundización del déficit en cuenta corriente y un crecimiento insostenible del crédito al sector privado, en especial corporativo, los que conjuntamente sustentaron fenómenos de especulación, burbujas en los precios de los activos financieros e inmobiliarios y corrupción solo comparables con la crisis de 1890.

La abundancia de fondos, alimentada por el recurso al financiamiento externo, la desreglamentación bancaria y la mayor competencia producto de la entrada de nuevas instituciones, se dirigió fundamentalmente hacia las empresas, permitiendo un auge de fusiones y adquisiciones, y hacia la inversión inmobiliaria de los hogares. La tasa de crecimiento del crédito comercial, de 25% anual en promedio entre 1985 y 1989, duplicó la razón de endeudamiento empresarial y sustentó el alza desmedida del precio de las acciones y de las propiedades comerciales. El fácil recurso al crédito fomentó el encumbramiento de numerosos "aventureros corporativos" poco escrupulosos y su posterior caída puso al descubierto la exposición excesiva de numerosas instituciones financieras a estos riesgos así como la corrupción asociada a estas prácticas. Se atribuyó en general el desplome de la burbuja al alza de las tasas de interés en 1989, cercanas a 20% en términos nominales y a 10% en términos reales (gráfico 3). Se debatió posteriormente de un posible "error" de la política monetaria[34] y también acerca del papel de la demanda pública de fondos, que ha producido con frecuencia tasas de interés reales demasiado altas cuando la liberalización financiera ha

34. Errores de política monetaria habrían también desempeñado un papel relevante, aunque difícil de apreciar, en la creación de la burbuja: a mediados de la década de 1980, Australia abandonó el monetarismo que había adoptado en 1973, debido a que los cambios introducidos por las innovaciones financieras lo volvieron caduco, pero no es sino a partir de 1993 que empezó a aplicar una política monetaria bien definida, con la adopción del esquema de "metas de inflación" de mediano plazo vigente hasta la actualidad. Entre 1985 y 1993, las autoridades estuvieron "tanteando" nuevas alternativas e instrumentos de política.

sido emprendida —como en el caso de Australia— sin que se haya equilibrado el presupuesto público. El caso australiano recuerda sin embargo, con menor intensidad, la debacle financiera chilena de 1981-82, ocurrida después de una ola de fusiones y adquisiciones empresariales financiadas a crédito y garantizadas por las propias acciones de los corporativos (capítulo 3).

GRÁFICO 3. Australia: tasas de interés reales, 1960-2008



Fuente: FMI.

La caída de la burbuja produjo la quiebra de un buen número de instituciones financieras: el desplome de la segunda sociedad constructora, *Pyramid Building Society* en 1990 marcó el inicio del período más álgido de la crisis, que causó la quiebra de aseguradoras, fideicomisos hipotecarios, uniones de crédito y bancos. Asimismo, varios bancos estatales que habían incursionado de manera imprudente en el sector inmobiliario, tuvieron que ser absorbidos por otras instituciones y dos de los grandes bancos comerciales requirieron una recapitalización (McFarlane, 2006).[35] Como lo hemos visto, estos acontecimientos provocaron nuevas reformas económicas, en especial en materia tributaria y fiscal y en cuanto a la supervisión del sistema financiero.

35. Entre las instituciones fallidas se encontraban dos bancos públicos (*State Bank of Victoria, State Bank of South Australia*), la primera unión de crédito (*Teachers' Credit Union of Western Australia*), varios bancos mercantiles (McFarlane, 2006).

Ahora bien, la salida de la crisis de 1990-91 fue rápida, a diferencia de lo ocurrido un siglo antes, y de 1992 a 2007 Australia ha conocido tasas de crecimiento económico superiores al promedio de las economías desarrolladas de la OCDE —el PIB real del país se ha expandido a un ritmo anual promedio cercano a 4%—, ha conseguido escapar a las recesiones —en contraste con la experiencia de sus mayores socios comerciales Estados Unidos, Japón, la Unión Europea y los países de Asia del Este excluyendo a China—, a pesar de los choques externos (crisis asiática, crisis rusa, estallido en 2000 de la burbuja accionaria internacional de la "nueva economía"), e internos (quiebras corporativas en 2001 y efectos devastadores de la sequía de 2002-2003) que ha experimentado y de la apreciación sostenida del dólar australiano. Son estas tasas de crecimiento sostenidas que han permitido al país recuperar parte del rango perdido en materia de estándares de vida, al elevarse el ingreso per cápita de sus habitantes que supera hoy en más de 10% el promedio de la OCDE.[36] La demanda privada interna en todos sus componentes (consumo, inversión productiva, inversión residencial), se ha mantenido dinámica a lo largo de todo el período, lo cual ha permitido compensar en determinados momentos la debilidad de la demanda externa así como la baja demanda pública, producto de la política de superávits fiscales, que aunada a los ingresos producto de las privatizaciones, lograron alcanzar un bajo nivel de deuda pública. Desde 2003, la economía se benefició además de la fuerte demanda mundial de bienes primarios, y en particular de los minerales que figuran de manera prominente en sus exportaciones.

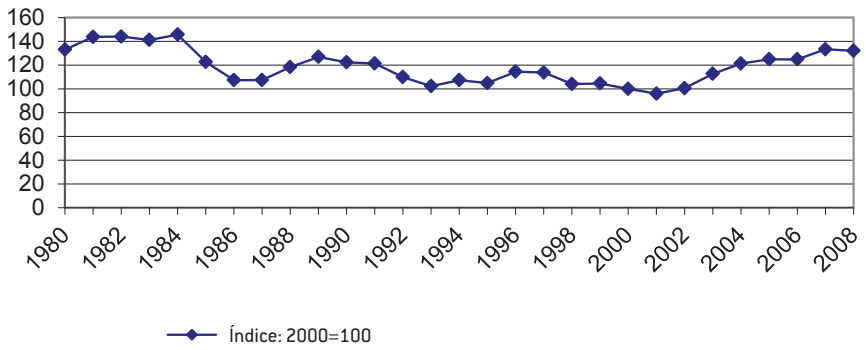
Este período de bonanza, que se ha extendido a pesar de repetidas advertencias de que no iba a durar[37] ha sido atribuido en el análisis económico ortodoxo al impacto positivo de las reformas liberalizadoras, y calificado como un "modelo de resurgimiento para el mundo" (*The Economist*, 05/05/2005). El FMI atribuye estos logros a la desreglamentación de los mercados, en particular la de la esfera financiera, a las privatizaciones y al aumento de la competencia tanto interna como externa, que habrían propiciado un fortalecimiento de la productividad (FMI, 2005a). Por otro lado, se considera que la adopción en 1983 de un tipo de cambio flotante mejoró la estabilidad de la economía, pues le

36. El PIB PC se expandió en 48% entre 1991 y 2007, al pasar de 8,648 a 12,788 dólares australianos, datos de RBA, 2009.

37. Véanse por ejemplo las advertencias formuladas por la revista británica *The Economist*: en 1995, auguraba a Australia una crisis "a la mexicana", basándose en el profundo déficit en cuenta corriente y la abultada deuda externa del país (*The Economist*, 27/04/2000), y posteriormente veía parecidos entre la economía australiana y la estadounidense antes del estallido de la burbuja en el mercado accionario (*The Economist*, 18/05/2004).

permitió hacer frente con una flexibilidad mayor a los diversos choques externos a los que estuvo expuesta y facilitó la implementación de ciertas reformas; a la vez, la independencia monetaria que éste régimen le brindó favoreció la estabilización de la actividad económica interna (FMI, 2005b: 16-43). En efecto, a lo largo de estas dos décadas y media de flotación, el tipo de cambio del dólar australiano experimentó fluctuaciones muy amplias, con una depreciación inicial de 40% en 1984-1986 que lanzó una fase de crecimiento exportador, seguida de movimientos opuestos asociados en particular a la trayectoria de los términos de intercambio del país y, a partir de 2001, de una muy amplia apreciación (gráfico 4). La elevación del riesgo para los agentes internos con activos y/o pasivos internacionales ha sido compensada por prácticas extendidas de cobertura (*hedging*) de sus posiciones en moneda extranjera.

GRÁFICO 4. Australia: tipo de cambio real efectivo, 1980-2008



Fuente: FMI.

Una serie de estudios aplicados relaciona este buen comportamiento de la economía australiana con una aceleración del crecimiento de la productividad del trabajo, en especial desde la década de 1990, cuando éste supera por primera vez el crecimiento promedio registrado en la OCDE. Harchaoui, Jean y Tarkhani (2005), con datos del Australian Bureau of Labour (ABL) promediados sobre períodos quinquenales señalan que la productividad del trabajo creció a un ritmo promedio de 2.5% entre 1995 y 2000, contra respectivamente 1.3% y 1.2% en 1983-88 y 1988-95. Al realizar un ejercicio para desagregar el crecimiento entre mejoras en la calidad del trabajo, mayor intensidad del capital (*capital dee-*

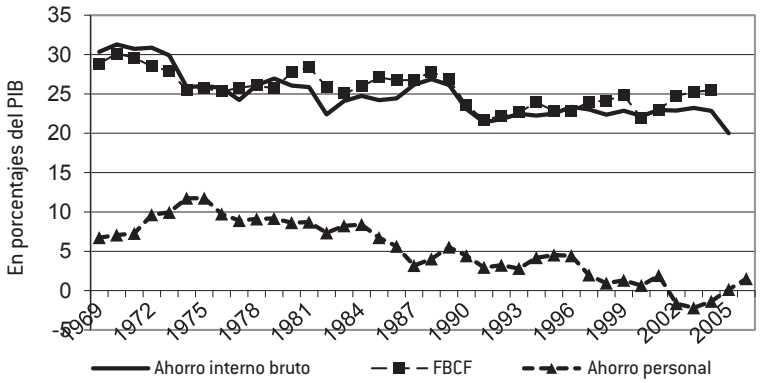
pening) y crecimiento de la productividad multifactorial, los autores hallan que es sobre todo la mayor intensidad del capital —relacionada en particular con la adopción de las nuevas tecnologías de información y comunicaciones— que explica el crecimiento de la productividad del trabajo hasta 1995 y que en los años posteriores el mayor crecimiento de la productividad multifactorial desempeña el papel más importante (Harchaoui, Jean y Tarkhani, 2005: 38-41), reflejando la mejor combinación de capital y trabajo producto de las reformas macroeconómicas (Davis y Ewing, 2005). En consecuencia, el desempeño de Australia ha superado al de economías con características similares como Nueva Zelanda o Canadá. El crecimiento de la productividad laboral mostraría amplias variaciones sectoriales: para el conjunto del período, los sectores de comunicaciones, servicios públicos, minería, agrícola y servicios financieros han presentado las mayores aceleraciones en el crecimiento de la productividad del trabajo en contraste con los servicios culturales, el comercio, la construcción y el transporte y en menor medida la industria manufacturera (Harchaoui, Jean y Tarkhani, 2005: 42-43). Cabe señalar sin embargo que otros autores dudan del carácter real o significativo de esta aceleración del crecimiento de la productividad; así, Hancock (2005), que utiliza los mismos datos producidos por ABL en forma anual para un período más largo, de 1964-65 a 2002-2003, afirma que solo habría sido muy débil y estadísticamente insignificante.[38]

Ahora bien, los datos relativos al proceso de ahorro-inversión sugieren que el auge económico australiano no se ha asociado a un mayor vigor de la FBCF agregada. De hecho se produjo una disminución tanto del ahorro interno bruto como de la FBCF en proporción del PIB desde finales de la década de 1980 y es solo a partir de 2000 que la inversión volvió a ganar participación, sin regresar a los niveles más altos anteriores a 1980, sugiriendo que el retiro del Estado del proceso de inversión no ha sido compensado en su totalidad por mayores inversiones privadas. Por otro lado, la composición de la inversión privada señala que los rubros de maquinaria y equipo y de infraestructura y construcción no residencial, solo han retomado un mayor dinamismo en años recientes, después de permanecer en niveles relativamente bajos en toda la década de 1990 (gráfico 5 y cuadro 5). El carácter insuficiente de la FBCF ha quedado demostrado a partir de 2003, cuando las restricciones del lado de la oferta de bienes impidieron al

38. Hancock utiliza varias especificaciones para ajustar una línea de tendencia a los datos, sin hallar resultados estadísticamente sólidos.

país sacar todo el provecho posible de la fuerte demanda externa de minerales, debido a "cuellos de botella" importantes tanto en la producción como en la infraestructura de transporte (ferrocarriles, puertos). [39]

GRÁFICO 5. Australia: inversión y ahorro, 1969-2006



Fuentes: BM y RBA.

Por otro lado, el dinamismo del consumo privado, principal motor del crecimiento de la demanda desde los años 1990, se ha compaginado con el alza de la presión fiscal y por ende con una menor participación del ingreso disponible en el PIB; por ello, tuvo como contraparte el desplome del ahorro personal voluntario de más de 8% del PIB en el período 1970-1985 a cerca de cero en años recientes.[40] Estas tendencias a su vez se han asociado a una disminución histórica del peso de los salarios en el ingreso agregado: en diciembre de 2007, con 47.55% del ingreso total, éstos habían perdido aproximadamente 5% de participación en el PIB respecto a su peso promedio entre 1970 y 1985[41] y regresado a niveles de inicios de los años 1960 (cuadro 6). El alza simultánea de la participación de las ganancias de las corporaciones privadas no financieras y financieras,

39. Estos hechos han suscitado la demanda de una segunda ronda de reformas de parte de ciertos observadores, en particular en el ámbito laboral, en la educación y en la inversión pública (*The Economist*, 05/05/2005).
40. Cabe recordar que la introducción de planes de pensiones por capitalización obligatorios ha significado un alza del ahorro forzoso par los asalariados.
41. Este promedio se obtuvo excluyendo los años de 1974 a 1977, cuyas alzas salariales elevaron de manera efímera la participación de los salarios; si se incluyen, el porcentaje se eleva a 6%.

CUADRO 5. Australia: componentes de la demanda agregada, 1960-2008
(en porcentajes del PIB)

	Consumo Interno	*Inversión en Vivienda*	*Inversión en Infraestructura y Construcción*	*Inversión en Equipo*	*Otras Inversiones*	*Demanda Pública*	*Cambios en Inventarios*	*Exportaciones Netas*	*Producto Interno Bruto*
1960	59.35%	4.76%	0.00%	7.98%	7.12%	17.97%	3.31%	-4.30%	100%
1961	60.80%	3.92%	0.00%	7.39%	6.43%	20.01%	-2.63%	2.11%	100%
1962	59.83%	4.15%	0.00%	7.55%	6.14%	18.76%	2.22%	-1.16%	100%
1963	58.85%	4.21%	0.00%	7.66%	6.04%	19.01%	-0.82%	1.93%	100%
1964	58.52%	4.63%	0.00%	8.54%	5.54%	19.97%	2.72%	-2.24%	100%
1965	59.03%	4.44%	0.00%	8.81%	5.69%	21.99%	1.38%	-3.24%	100%
1966	57.52%	4.37%	0.00%	8.43%	6.00%	21.57%	1.33%	-1.47%	100%
1967	58.00%	4.58%	0.00%	7.82%	6.71%	22.30%	1.00%	-1.89%	100%
1968	55.79%	4.64%	0.00%	8.15%	5.69%	21.13%	4.14%	-1.78%	100%
1969	55.60%	4.83%	0.00%	7.37%	7.24%	21.42%	0.24%	-0.46%	100%
1970	56.40%	4.53%	0.00%	7.79%	6.19%	21.63%	0.08%	-0.32%	100%
1971	56.25%	4.91%	0.00%	7.99%	5.54%	22.33%	-0.24%	-0.14%	100%
1972	55.87%	5.22%	0.00%	7.42%	5.50%	21.86%	-1.48%	3.32%	100%
1973	53.86%	5.58%	0.00%	7.14%	5.96%	20.57%	2.56%	1.16%	100%
1974	55.71%	4.17%	0.00%	6.77%	3.10%	24.87%	2.80%	-1.59%	100%
1975	56.52%	4.97%	0.00%	6.77%	2.78%	26.53%	-0.18%	-0.15%	100%
1976	57.56%	5.92%	2.95%	7.66%	2.53%	25.03%	0.34%	-0.40%	100%
1977	58.86%	5.81%	3.04%	7.28%	2.66%	25.64%	-1.77%	-0.19%	100%
1978	58.06%	5.41%	3.46%	8.70%	2.56%	24.87%	0.31%	-2.00%	100%
1979	56.26%	5.49%	3.13%	7.62%	2.94%	24.17%	1.32%	1.12%	100%
1980	56.87%	6.24%	3.67%	8.00%	3.05%	25.20%	0.51%	-1.75%	100%
1981	56.73%	6.25%	4.11%	9.23%	3.11%	24.32%	1.96%	-4.15%	100%
1982	59.60%	4.79%	4.04%	8.23%	2.46%	26.27%	-1.90%	-2.16%	100%
1983	58.29%	4.63%	3.22%	7.45%	2.82%	26.67%	-0.32%	-0.89%	100%
1984	57.17%	5.45%	3.37%	7.36%	2.93%	26.24%	0.68%	-2.53%	100%
1985	58.24%	5.05%	4.16%	8.14%	2.61%	27.63%	0.00%	-3.26%	100%
1986	58.13%	4.45%	4.10%	9.44%	2.46%	27.41%	-1.24%	-1.92%	100%
1987	56.77%	4.39%	5.01%	8.55%	3.33%	24.93%	-0.06%	-0.76%	100%
1988	55.54%	5.47%	4.79%	8.49%	3.79%	23.32%	1.38%	-2.18%	100%
1989	56.17%	5.44%	5.28%	7.72%	3.04%	24.32%	1.55%	-2.65%	100%
1990	58.30%	4.91%	4.47%	6.25%	2.59%	24.53%	-0.07%	-0.52%	100%
1991	60.22%	4.88%	3.20%	5.62%	2.44%	25.88%	-0.32%	0.00%	100%
1992	59.82%	5.43%	2.82%	6.76%	2.60%	25.10%	-0.79%	-0.78%	100%
1993	59.54%	5.71%	2.70%	6.55%	2.72%	24.09%	0.67%	-0.35%	100%
1994	58.89%	6.22%	2.88%	7.53%	2.74%	23.80%	0.39%	-2.08%	100%

	Consumo Interno	*Inversión en Vivienda*	*Inversión en Infraestructura y Construcción*	*Inversión en Equipo*	*Otras Inversiones*	*Demanda Pública*	*Cambios en Inventarios*	*Exportaciones Netas*	*Producto Interno Bruto*
1995	59.31%	5.06%	3.52%	6.94%	2.37%	23.65%	0.21%	-1.04%	100%
1996	58.51%	4.78%	3.75%	7.18%	2.59%	22.65%	1.38%	-0.35%	100%
1997	58.87%	5.58%	3.84%	7.72%	2.67%	22.97%	-0.40%	-0.30%	100%
1998	58.80%	5.67%	4.82%	7.19%	2.66%	23.11%	0.37%	-1.77%	100%
1999	59.10%	6.01%	4.24%	7.21%	2.92%	23.09%	0.26%	-1.72%	100%
2000	59.79%	4.89%	3.09%	7.55%	2.95%	22.28%	0.73%	-0.35%	100%
2001	58.97%	5.69%	3.17%	7.12%	3.30%	21.95%	0.11%	0.12%	100%
2002	59.14%	6.59%	4.10%	7.98%	3.39%	22.19%	-0.25%	-2.07%	100%
2003	58.51%	6.70%	4.89%	7.88%	3.17%	21.90%	0.13%	-2.98%	100%
2004	56.28%	6.22%	5.70%	8.30%	3.20%	21.98%	0.54%	-1.49%	100%
2005	56.24%	6.22%	6.24%	7.35%	3.15%	22.10%	0.18%	-1.17%	100%
2006	55.95%	6.02%	6.66%	7.77%	3.37%	22.33%	1.10%	-2.45%	100%
2007	54.32%	5.91%	7.59%	8.30%	2.86%	22.66%	-1.26%	1.06%	100%

Fuente: ABS.

que ganan respectivamente 5 y 2% de PIB en este mismo lapso, y que refleja la mayor rentabilidad empresarial a la vez que el impacto de las privatizaciones, no ha tenido, como lo hemos visto, como contraparte un aumento proporcional de la inversión.

CUADRO 6. Australia: descomposición del PIB del lado de los ingresos, 1959-2007 (en porcentajes del PIB)

Año	Superávit operativo bruto									Ingresos y egresos de hogares								
										Ingresos				Egresos			Ingreso disponible	
																	del cual	
	Ingresos de asalariados	Corp. no-fin. privadas	Gobierno general	Corporaciones financieras	Otros	Ingreso mixto bruto	PIB a costo de factores	Impuestos menos subsidios	PIB Total	Ingresos de asalariados	Ingreso mixto bruto	Beneficios sociales	Otros ingresos	Ingreso total de hogares	Impuestos directos	Otros egresos	Total	Consumo	Ahorro
1959	46.73	13.54	1.53	0.78	4.86	25.61	93.04	9.11	100.00	46.71	25.61	4.28	9.24	85.83	5.66	3.83	76.32	59.52	6.78
1960	48.14	13.23	1.57	0.81	5.25	23.84	92.83	9.29	100.00	48.14	23.84	4.23	9.69	85.90	6.06	3.91	75.93	59.35	7.17
1961	49.31	13.02	1.74	0.77	5.68	22.89	93.41	8.37	100.00	49.28	22.89	4.83	10.95	87.97	6.43	4.50	77.06	60.80	7.15
1962	47.59	13.58	1.67	0.73	5.86	23.10	92.51	8.39	100.00	47.59	23.10	4.62	10.80	86.10	5.73	4.43	75.94	59.83	7.42
1963	48.18	13.85	1.64	0.88	6.16	23.01	93.71	8.18	100.00	48.16	23.01	4.58	10.89	86.64	6.14	4.44	76.06	58.85	8.55
1964	49.09	14.00	1.63	0.78	6.11	21.16	92.78	8.59	100.00	49.09	21.16	4.51	10.90	85.66	6.76	4.53	74.37	58.52	6.66
1965	49.90	13.57	1.69	1.00	5.91	19.96	92.02	8.79	100.00	49.90	19.96	4.42	11.12	85.39	7.29	4.72	73.37	59.03	5.67
1966	49.53	13.72	1.72	1.04	5.88	20.82	92.70	8.06	100.00	49.52	20.82	4.24	11.51	86.08	7.40	4.56	74.11	57.52	8.27
1967	50.13	14.26	1.78	0.98	6.09	19.93	93.17	8.28	100.00	50.14	19.93	4.11	11.66	85.84	7.46	4.73	73.64	58.00	7.02
1968	49.54	14.53	1.74	0.89	6.18	20.24	93.10	8.26	100.00	49.54	20.24	3.99	11.25	85.01	7.33	4.78	72.91	55.79	9.56
1969	49.38	15.66	1.72	1.13	6.09	18.57	92.55	8.32	100.00	49.36	18.57	4.04	11.98	83.96	7.80	4.80	71.35	55.60	6.73
1970	51.60	15.15	1.79	1.19	6.19	16.27	92.20	7.89	100.00	51.58	16.27	3.97	12.42	84.25	7.49	5.11	71.66	56.40	7.07
1971	52.31	15.07	1.80	1.12	6.52	16.26	93.08	7.85	100.00	52.32	16.26	4.25	13.06	85.89	8.83	5.32	71.74	56.25	7.27
1972	52.40	14.99	1.85	1.23	6.86	16.78	94.12	8.46	100.00	52.40	16.78	4.49	13.50	87.17	8.19	5.84	73.15	55.87	9.63
1973	51.38	13.92	1.76	0.98	6.09	17.66	91.79	8.58	100.00	51.39	17.66	4.75	13.07	86.88	8.96	6.23	71.68	53.86	9.95
1974	58.09	12.18	2.04	1.10	6.03	13.41	92.83	8.82	100.00	58.11	13.41	5.64	14.70	91.84	11.65	6.78	73.42	55.71	11.73
1975	57.16	12.25	2.22	0.90	6.65	13.84	93.03	9.58	100.00	57.18	13.84	6.62	14.50	92.14	10.68	7.07	74.39	56.52	11.76
1976	55.72	12.83	2.14	1.27	6.79	12.98	91.74	9.44	100.00	55.75	12.98	7.48	15.41	91.61	11.35	7.24	73.02	57.56	9.74
1977	56.43	11.90	2.22	1.21	7.49	12.62	91.87	9.07	100.00	56.45	12.62	7.83	16.57	93.46	12.09	7.76	73.61	58.86	8.92
1978	53.34	13.00	2.12	1.05	7.96	13.82	91.30	9.52	100.00	53.36	13.82	7.75	16.58	91.51	10.93	7.80	72.78	58.06	9.12
1979	51.91	13.28	2.15	0.76	8.45	14.61	91.18	9.45	100.00	51.92	14.61	7.15	16.67	90.36	11.58	7.68	71.10	56.26	9.17
1980	52.75	14.16	2.19	0.60	8.37	13.29	91.35	9.96	100.00	52.76	13.29	7.59	17.41	91.04	11.79	8.04	71.22	56.87	8.63
1981	52.56	13.49	2.18	0.61	8.65	12.45	89.94	9.92	100.00	52.57	12.45	7.22	19.21	91.44	11.67	8.70	71.06	56.73	8.71
1982	55.52	12.14	2.35	1.16	9.35	9.69	90.22	10.38	100.00	55.53	9.69	8.38	20.80	94.40	12.70	9.49	72.21	59.60	7.34
1983	51.81	13.90	2.33	1.09	9.54	11.61	90.27	10.44	100.00	51.82	11.61	8.85	20.36	92.64	11.46	9.12	72.05	58.29	8.25
1984	52.89	15.27	2.24	0.53	9.67	11.19	91.79	10.90	100.00	52.91	11.19	8.96	19.98	93.04	12.93	8.95	71.17	57.17	8.40

Año	Superávit operativo bruto									Ingresos y egresos de hogares								
										Ingresos				Egresos			Ingreso disponible	
																	del cual	
	Ingresos de asalariados	Corp. no-fin. privadas	Gobierno general	Corporaciones financieras	Otros	Ingreso mixto bruto	PIB a costo de factores	Impuestos menos subsidios	PIB Total	Ingresos de asalariados	Ingreso mixto bruto	Beneficios sociales	Otros ingresos	Ingreso total de hogares	Impuestos directos	Otros egresos	Total	Consumo	Ahorro
1985	51.83	14.72	2.22	0.24	9.54	11.13	89.67	11.33	100.00	51.83	11.13	8.58	21.25	92.79	12.43	9.79	70.56	58.24	6.72
1986	51.25	15.50	2.26	0.62	10.31	10.80	90.76	10.96	100.00	51.24	10.80	8.69	22.96	93.69	13.92	10.20	69.57	58.13	5.64
1987	49.17	15.75	2.13	1.12	10.74	10.91	89.82	11.31	100.00	49.15	10.91	7.88	21.31	89.25	13.94	9.17	66.14	56.77	3.18
1988	48.37	14.93	2.01	1.46	10.98	11.98	89.73	10.89	100.00	48.35	11.98	7.23	21.56	89.12	13.16	9.64	66.32	55.54	4.04
1989	49.25	15.38	2.01	0.64	11.24	11.26	89.79	10.58	100.00	49.23	11.26	7.29	23.25	91.04	12.72	10.53	67.79	56.17	5.51
1990	49.99	13.96	2.11	1.42	11.75	10.42	89.66	10.38	100.00	50.00	10.42	7.66	23.12	91.20	12.84	9.83	68.53	58.30	4.42
1991	49.77	13.75	2.17	1.39	12.15	9.52	88.75	10.27	100.00	49.79	9.52	8.78	21.25	89.34	11.87	8.39	69.07	60.22	2.94
1992	49.39	14.54	2.15	1.91	12.12	10.15	90.26	9.92	100.00	49.44	10.15	8.63	19.46	87.68	11.56	7.25	68.87	59.82	3.23
1993	48.33	14.61	2.13	2.25	11.91	10.09	89.31	10.46	100.00	48.39	10.09	9.58	18.56	86.62	11.74	6.55	68.32	59.54	2.81
1994	48.73	15.23	2.08	1.76	11.52	10.00	89.31	10.90	100.00	48.76	10.00	9.51	20.07	88.33	12.14	7.27	68.92	58.89	4.17
1995	49.96	14.66	2.04	1.74	10.76	10.11	89.26	10.95	100.00	50.00	10.11	9.53	20.32	89.97	12.81	7.81	69.35	59.31	4.53
1996	50.26	15.41	1.96	1.67	10.62	9.47	89.39	10.83	100.00	50.26	9.47	9.66	19.79	89.17	13.22	7.71	68.24	58.51	4.43
1997	49.12	14.99	1.91	2.07	11.32	9.20	88.61	10.97	100.00	49.10	9.20	9.31	19.35	86.96	13.20	7.44	66.32	58.87	1.98
1998	49.72	16.00	1.90	1.67	10.65	9.29	89.25	10.80	100.00	49.71	9.29	8.16	19.09	86.26	13.53	7.66	65.07	58.80	0.94
1999	49.73	15.43	1.88	2.07	10.67	8.86	88.64	10.85	100.00	49.71	8.86	8.47	19.63	86.68	12.86	7.88	65.93	59.10	1.31
2000	49.54	15.33	1.90	2.47	10.53	8.33	88.10	11.77	100.00	49.53	8.33	9.79	19.38	87.03	12.85	8.18	66.00	59.79	0.64
2001	48.64	16.02	1.83	2.88	10.33	9.37	89.08	11.43	100.00	48.60	9.37	9.62	18.29	85.88	11.81	7.38	66.69	58.97	1.92
2002	47.85	16.59	1.81	2.96	9.75	9.00	87.97	11.76	100.00	47.79	9.00	9.25	18.31	84.36	12.96	8.06	63.34	59.14	-1.67
2003	47.16	17.18	1.73	2.94	9.73	9.53	88.28	11.80	100.00	47.05	9.53	9.12	18.26	83.96	12.89	8.95	62.11	58.30	-2.18
2004	48.14	17.24	1.75	2.96	9.66	9.04	88.80	11.39	100.00	48.11	9.04	9.27	19.26	85.69	13.20	9.58	62.91	58.51	-1.37
2005	47.86	18.55	1.73	2.93	9.16	8.61	88.84	10.92	100.00	47.84	8.61	8.71	19.66	84.82	12.86	9.81	62.15	56.28	0.13
2006	47.96	18.79	1.72	2.92	8.97	8.95	89.31	10.83	100.00	47.92	8.95	8.45	20.61	85.93	11.71	10.69	63.52	56.24	1.50
2007	47.55	18.98	1.71	2.91	9.00	8.94	89.08	11.08	100.00	47.49	8.94	8.28	21.24	85.95	12.26	11.75	61.94	55.95	0.23

Fuente: RBA

Ahora bien, ¿cuáles han sido las transformaciones de la estructura productiva australiana posreformas? En primer lugar, el nuevo modelo ha acelerado la tendencia a la desindustrialización de Australia —bastante más pronunciada que en las demás economías desarrolladas—, con un sector manufacturero que en 2007-2008 solo representaba alrededor de 10% del PIB, a la vez que confirmaba su "vocación" de economía extractiva y de servicios: la minería constituía 8% del PIB en 2008 y entre los sectores de servicios más destacados y de mayor crecimiento figuran las actividades de seguros y finanzas y de bienes raíces y servicios empresariales, con respectivamente 8 y 13% del PIB (cuadro 7). Esta transformación de la estructura productiva ha tenido como contraparte un proceso de apertura comercial de mediana intensidad —medida por la suma de las exportaciones e importaciones dividida por el PIB, ésta se elevó de 28% en promedio en 1970-79 a 41% en 2000-2005— asociado a una profundización de la vocación primario exportadora de Australia, ahora claramente centrada alrededor de los combustibles y minerales (cuadro 8): la proporción que representan estos bienes se ha elevado de 35% del total de mercancías exportadas en 1980 a casi 60% en 2007[42], a la vez que las exportaciones agrícolas perdían relevancia. Si bien Australia ha desarrollado sus exportaciones manufactureras en especial en los rubros de maquinaria y equipo de transporte, y de productos farmacéuticos, desde 2000 su crecimiento ha sido más lento en comparación con los productos extractivos, lo cual llevó a una pérdida relativa de importancia de estos bienes.[43]

Además, la proporción de bienes de alta tecnología sigue baja en el total de exportaciones manufactureras, y ha ido disminuyendo desde mediados de los años 1990 hasta un nivel de 12% en 2005 (Banco Mundial 2007). Comparativamente, el país ha sido más exitoso en desarrollar sus exportaciones de servicios que representaban en 2007 29% del valor exportado total. Finalmente, la orientación geográfica del comercio australiano se ha enfocado cada vez más hacia Asia, con Japón (19% del comercio total en 2007), China (14%) y Corea (8%) entre sus principales socios comerciales (OMC, 2008).

42. El mayor peso de estas exportaciones está claramente relacionado desde 2000 con el alza de sus precios internacionales.
43. El reciente auge minero y la apreciación del dólar australiano, muy desfavorable para otras exportaciones, en especial las manufactureras, han llevado a ritmos de crecimiento muy diferenciados entre los estados australianos con diferente especialización productiva: los estados mineros de Queensland y Western Australia se han expandido con más fuerza en relación con New South Wales y Victoria, donde se ubican los exportadores de manufacturas y servicios, hablándose de una "economía de dos velocidades" (Wade, 2007).

CUADRO 7. Australia: Valor Añadido Bruto por industrias, 1990-2008

	Agricultura, exp. forestal y pesca (A)	*Minería (B)*	*Industria manufacturera (C)*	*Electricidad, gas y agua (D)*	*Construcción (E)*	*Comercio, Hoteles y Restaurantes (F)*	*Transporte y Comunicaciones (G)*	*Seguros y finanzas (H)*	*Bienes raíces y servicios empresariales (I)*	*Administración gubernamental y defensa (J)*	*Educación y otros servicios (Entretenimiento, Servicios Personales y Vivienda Imputada) (K)*	*Todas las industrias; Precios corrientes*
1990	4.9	4.9	15.8	3.5	6.9	13.9	8.4	5.1	10.6	4.2	21.7	100
1991	3.6	5.2	14.5	3.6	6.8	14.2	8.6	5.7	10.4	4.5	22.9	100
1992	3.5	5.1	14.6	3.8	5.9	14	9	5.8	10.0	4.5	23.8	100
1993	3.7	5.1	14.7	3.6	5.7	14.2	8.8	6.0	10.3	4.4	23.6	100
1994	3.8	4.7	15.1	3.4	5.8	14.3	8.8	6.4	10.0	4.3	23.3	100
1995	3.4	4.7	15.1	3.0	6.1	14.6	8.7	6.0	10.8	4.3	23.1	100
1996	3.8	5.0	14.6	2.8	6.0	14.7	8.8	6.1	11.1	4.3	22.9	100
1997	3.7	4.7	14.2	2.7	6.0	14.8	8.8	6.1	11.4	4.4	23.4	100
1998	3.4	4.7	14.3	2.7	6.0	14.5	8.7	6.5	11.6	4.3	23.3	100
1999	3.5	4.4	13.8	2.6	6.3	14.6	8.7	6.2	12.2	4.2	23.5	100
2000	3.5	4.6	13.2	2.5	6.6	14.5	8.2	6.8	12.5	4.1	23.4	100
2001	4.0	5.5	12.7	2.6	5.4	13.9	8.1	7.1	13.1	4.1	23.5	100
2002	4.4	5.3	12.1	2.5	5.9	14.1	7.8	7.5	12.6	4.2	23.5	100
2003	3.3	5.0	12.5	2.6	6.3	14.4	8	7.4	12.9	4.2	23.5	100
2004	3.5	4.4	12.5	2.5	6.8	14.4	7.9	7.6	12.9	4.2	23.4	100
2005	3.3	5.5	11.8	2.5	7.0	14.1	7.9	7.7	12.7	4.2	23.4	100
2006	3.1	7.3	11.2	2.5	7.0	13.6	7.5	7.8	12.7	4.3	23.1	100
2007	2.4	8.5	10.7	2.3	7.5	12.9	7.6	8.0	13.0	4.2	23.0	100
2008	2.5	8.3	10.5	2.4	7.9	12.8	7.4	7.8	13.0	4.1	23.3	100

Fuente: ABS.

Ahora bien, la inserción económica internacional australiana asociada al nuevo modelo económico liberalizado ha profundizado la añeja tendencia hacia déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente (gráfico 6); de hecho, son escasos los años en los cuales el país ha presentado un balance comercial positivo desde las reformas, y corresponden a momentos de crisis internacional e interna: 1983, 1987, 1990-91 y 2008. La balanza en cuenta corriente ha sido ampliamente deficitaria a lo largo de todo el período —en promedio 4.5% del

CUADRO 8. Australia: especialización exportadora, 1980-2007

Años	*1980*	*1985*	*1990*	*1995*	*2000*	*2005*	*2007*
Exportación de bienes (millones de US$)	20895	21730	35934	48080	57968	94071	120443
Porcentaje del total exportado	83.01	81.84	75.06	71.35	69.68	71.38	70.70
Composición porcentual							
Productos agrícolas	47.09	37.19	33.05	30.61	28.37	22.55	18.56
Combustibles y productos mineros	34.8	49.82	47.2	39.72	45.48	54.46	59.74
Combustibles	11.59	0	20.8	18.46	22.98	28.83	26.28
Manufacturas	18.1	12.99	19.75	29.67	26.15	22.99	21.7
Hierro y Acero	3.15	0	1.97	2.72	1.17	0.6	0.83
Químicos	2.35	0	2.81	4.48	4.7	5.22	5.43
Farmacéuticos	0.46	0	0.64	1.29	2.01	2.62	2.71
Maquinaria y Equipo de Transporte	7.34	0	8.92	14.13	12.46	10.67	9.46
Equipo de Oficina y Telecomunicación	0.73	0.77	2.06	3.91	3.07	1.88	1.62
Productos Automotrices	1.04	0	2.02	2.19	3.71	3.75	3.07
Textiles y vestido	0.8	0.69	0.7	1.27	0.94	0.57	0.45
Exportación de servicios (millones de US$)	4278	4821	11938	19310	25222	37719	49912
Porcentaje del total exportado	16.99	18.16	24.94	28.65	30.32	28.62	29.30

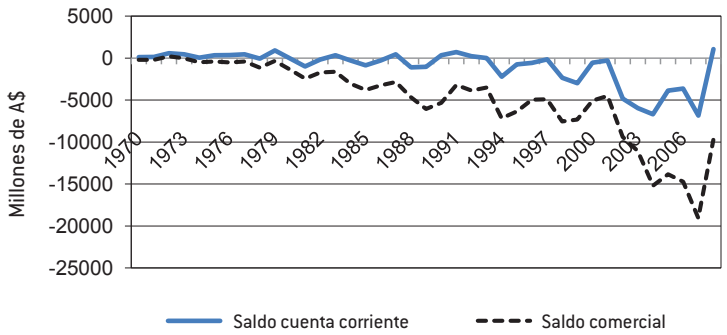
Fuente: COMTRADE.

PIB desde 1990, y con tendencia a profundizarse hasta 2007.[44] Así, el crecimiento y el buen desempeño de la economía australiana se han apoyado fuertemente en el financiamiento externo y ello ha implicado un crecimiento de los pasivos externos privados del país, en términos tanto brutos como netos.

En suma, el nuevo modelo ha significado para Australia una internacionalización en la cual los flujos comerciales se han expandido a un ritmo relativamente moderado —una característica que ha marcado las economías primario exportadoras abordadas en este libro— asociada a una integración financiera acelerada en la cual el país se ha vuelto estructuralmente importador de fondos en una magnitud no vista desde la década de 1920. Ello nos lleva a plantear varias preguntas: ¿Qué tipo de fondos recibe Australia y hacia que sectores son atraídos hacia el país en magnitudes tan grandes? ¿Es sostenible en el largo plazo una prosperidad fundamentada en este tipo de trayectoria económica, o

44. Tanto la deuda externa como la IED implican fuertes pagos de servicio de la deuda y salidas de ganancias y regalías: en 2004, los pagos netos por ambos conceptos representaban 18.2% del valor de las exportaciones, de los cuales la mitad correspondía a pagos de intereses (FMI, 2005: 39).

GRÁFICO 6. Australia: balance en cuenta corriente, 1970-2008 (millones de A$)



Fuente: RBA.

en otras palabras ¿no implica una elevación excesiva del riesgo para la economía y el sistema financiero de Australia? La hipótesis que se maneja en este texto es que Australia experimenta una prosperidad relacionada con una estrategia de mayor riesgo, que puede ser difícilmente sostenible en un ambiente internacional menos benigno.

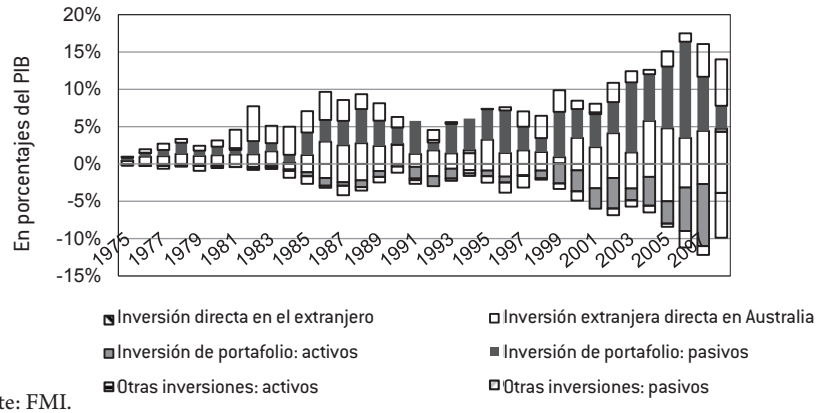
Internacionalización financiera y sistema financiero interno

La internacionalización financiera de Australia ha tomado la forma de un incremento de los flujos brutos de fondos de y hacia el país, con un predominio neto de las entradas de capitales, que han compensado el déficit estructural de la cuenta corriente. Las tres principales clases de flujos, IED, flujos de portafolio y flujos bancarios (préstamos y depósitos) han contribuido a esta internacionalización, en la cual se pueden diferenciar tres momentos: un primer auge de entradas de capitales se dio después de la liberalización de 1983, y fue seguido de una relativa estabilización o de un cierto estancamiento después de la crisis de 1990; la tercera etapa, que se inicia en 1999, corresponde a entradas de fondos aún más masivas, combinadas esta vez con salidas importantes de capitales australianos (gráfico 7). Comparada con 1997, en 2008 la posición financiera internacional de Australia muestra importantes aumentos de los pasivos brutos, tanto en valor

como comparados con el PIB —de 70 a 120% de este agregado— y un alza mucho más moderada de los pasivos netos — de 45% a 50%— del mismo agregado, que señala el dinamismo del proceso de diversificación de portafolio de los inversionistas australianos.

Claramente, son las inversiones de portafolio, y en especial los títulos de deuda, que han encabezado el crecimiento tanto de los pasivos como de los activos internacionales del país, mientras los rubros de inversión directa y de "otras inversiones" de parte del sistema bancario se expandían a tasas más moderadas (cuadro 9). El nivel bajo de los activos y pasivos de entidades públicas, en materia de deuda externa o de activos de reserva, reflejan la política de equilibrio fiscal y de emisión de títulos en los mercados locales así como la ausencia de "miedo a flotar" de las autoridades australianas en materia de política cambiaria que vuelve inútil la acumulación de reservas internacionales masivas. Por ende, la posición financiera internacional de Australia refleja sobre todo las preferencias del sector privado que ha elegido colectivamente un elevado nivel de endeudamiento externo, incluyendo fuertes pasivos de corto plazo. La relación reservas internacionales/deuda de corto plazo en moneda extranjera, un indicador de riesgo comúnmente utilizado para medir la vulnerabilidad externa, nunca ha superado 20% en la última década, sin que ello haya creado mayores inquietudes entre los inversionistas internacionales. Definitivamente, Australia goza de grandes ventajas en su financiamiento externo frente a las economías emergentes, aún las más avanzadas, donde una razón inferior a 100% puede desencadenar deterioro en la confianza de estos mismos inversionistas.

GRÁFICO 7. Australia: componentes de la cuenta financiera, 1975-2008



Fuente: FMI.

CUADRO 9. Australia: posición de inversión internacional (millones de $ US y % del PIB)

	1997		*2008*	
	millones de US$	*% del PIB*	*millones de US$*	*% del PIB*
Activos	173545	41.62	701922	70.81
Inversión directa en el extranjero	71936	17.25	197205	19.89
Inversión de portafolio	42451	10.18	259597	26.19
Acciones	32947	7.90	160455	16.19
Títulos de deuda	9503.96	2.28	99141.8	10.00
Derivados financieros	8058.23	1.93	77856.2	7.85
Otras inversiones	34005.7	8.16	134341	13.55
Autoridades monetarias	491.483	0.12	0	0.00
Gobierno central	4044.13	0.97	6859.41	0.69
Bancos	18891.7	4.53	110164	11.11
Otros sectores	10578.3	2.54	17317.2	1.75
Activos de reserva	17094	4.10	32923.1	3.32
Pasivos	360313	86.41	1196480	120.71
Inversión extranjera directa	101043	24.23	268094	27.05
Inversión de portafolio	203158	48.72	650199	65.59
Acciones	60297.1	14.46	175467	17.70
Títulos de deuda	142861	34.26	474732	47.89
Derivados financieros	9884.49	2.37	72001.3	7.26
Otras inversiones	46227.5	11.09	206190	20.80
Autoridades monetarias	33.288	0.01	24465.5	2.47
Gobierno central	236.93	0.06	55.424	0.01
Bancos	30851.2	7.40	156767	15.82
Otros sectores	15106.1	3.62	24902	2.51

Fuente: FMI

Entre estos flujos de y hacia Australia, la IED ha representado, como lo hemos visto en la sección anterior, una fuente de financiamiento externo importante desde la década de 1950: antes de su apertura financiera, Australia exhibía niveles de IED considerablemente más elevados que el promedio de economías de la OCDE. La situación de Australia es menos excepcional hoy (cuadro 10) pero la IED, que se reparte entre todos los sectores productivos australianos contribuye con aproximadamente 10% de la FBCF australiana y la riqueza minera del país sigue constituyendo, ahora más que nunca, un poderoso factor de atracción de inversiones, que ha fortalecido las entradas de fondos en el reciente auge minero. El acervo de inversión extranjera en el país se elevó de 23 a 32% del PIB entre 1990 y 2006, pero desde 2000, el gobierno australiano se ha opuesto en algunos casos a operaciones de fusión/adquisición en el sector de recursos

naturales para conservar el control australiano de estos intereses y para evitar que el país se transforme en una "economía de sucursal", donde los centros de decisiones corporativos se han trasladado fuera del país (Garnaut, 2002). Ahora bien, el papel de Australia como inversionista directo se ha fortalecido más rápidamente desde las reformas con la reestructuración y el fortalecimiento de las grandes empresas australianas, entre éstas, sus bancos.[45]

CUADRO 10. Australia: flujos de IED en porcentajes de la Formación Bruta de Capital Fijo, 1990-2007

	1990-2000 (promedio)	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*
IED (% de la FBCF)	8.3	21.6	-18.6	12.7	9
Hacia fuera (% de la FBCF)	3.7	6.5	-17.7	11.2	9.8
Referencia economías desarrolladas					
IED (% de la FBCF)	7.4	6.6	8.9	12.8	15.6
Hacia fuera	9.1	11.8	10.9	14.8	21.2
	Stocks de IED en % del producto interno bruto, 1980-2007				
	1980	*1990*	*2000*	*2005*	*2006*	*2007*
IED acumulada (millones de dólares)	24776	73644	111138	205888	246173	312275
IED acumulada (% del PIB)	n.d.	23.7	27.8	29	32.6	
Inv. dir. australiana acum. (millones de $)	4983	30507	85385	178335	226764	277917
Inv. dir. australiana acum. (% del PIB)	n.d.	9.8	21.4	25.1	30.1	
Referencia economías desarrolladas						
IED acumulada (% del PIB)	n.d.	8.2	16.4	23.2	28.6	34.4
Inv. dir. afuera acum (% del PIB)	n.d.	9.7	21.7	9.6	22	30.6

n.d.: información no disponible.
Fuente: UNCTAD, 2008.

Las categorías de flujos que han cobrado creciente importancia desde las reformas —deuda bancaria privada, flujos de portafolio— se hallan relacionadas estrechamente con cambios fundamentales en el sistema financiero doméstico

45. A diferencia de sus lazos comerciales, centrados ahora sobre el Pacífico asiático, la inversión directa de y hacia Australia sigue vinculando todavía estrechamente Australia con sus contrapartes "tradicionales" anglosajonas: Estados Unidos, el Reino Unido, Canadá y Nueva Zelanda, y la Unión Europea. De las naciones asiáticas, Japón era el principal inversionista directo en Australia en 2008, estableciéndose en tercer lugar, mientras Hong Kong y Singapur se establecían respectivamente en octava y novena posición (Austrade, 2009).

de Australia y se puede afirmar que la profundización financiera interna y los flujos de capitales transfronterizos se han fortalecido mutuamente.

Profundización financiera y apertura

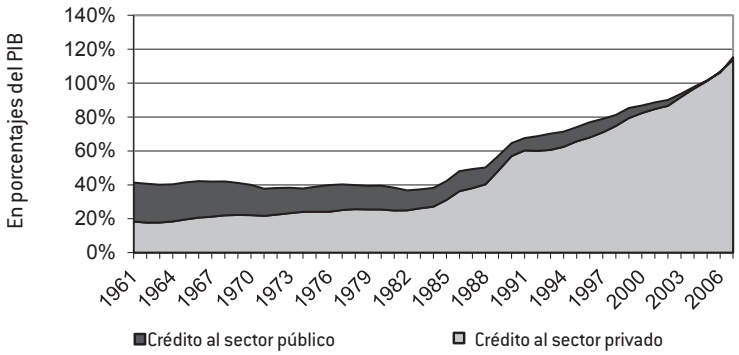
Tres hechos caracterizan la trayectoria de los mercados financieros internos desde las reformas: profundización financiera, reducción de la demanda pública de recursos e internacionalización. La profundización se ha dado tanto en la intermediación bancaria como en los mercados de bonos y de acciones, pero el ritmo de expansión de estos diversos compartimentos de la esfera financiera ha sido desigual. Claramente el crecimiento de la intermediación ha sido menor al de los mercados, y se puede afirmar por tanto que el sistema se ha acercado más a la figura del sistema "de mercado", como lo indica la trayectoria del indicador M2/capitalización de mercados de valores, que desciende de un valor de 0.5 en 1992 a 0.27 en 2007.[46] Ello no ha afectado sin embargo la posición de los grandes bancos australianos, que acceden a diversos compartimentos de mercado debido a su condición de bancos múltiples, y han incursionado en particular en actividades de seguros de vida y de gestión de fondos.

Las actividades bancarias tradicionales emprendieron un rápido proceso de expansión desde 1985: a partir de esta fecha, la trayectoria del crédito medido en proporción del PIB —un indicador de profundización financiera— contrastó claramente con el relativo estancamiento prevaleciente desde los años 1960, y mostró un fuerte crecimiento hasta alcanzar 114% del PIB en 2007, a la vez que la desaparición paulatina del crédito al sector público (cerca de una cuarta parte del crédito total en 1985) fortalecía la proporción recibida por agentes privados (véase gráfico 8). Como lo veremos, esta expansión ha coincidido con profundos cambios tanto en la composición de los demandantes de crédito como en el fondeo bancario, que ha pasado a depender más de los mercados de mayoreo locales e internacionales.

Poco más tarde en el proceso de reformas, es el mercado accionario que inició una expansión notable, caracterizada por un mayor grado de volatilidad (gráfico 9): después de la crisis de 1990-91, las privatizaciones y desmutualizaciones elevaron significativamente el número de empresas que cotizan en el

46. Cálculos propios basados en datos de FMI (M2) y Banco Mundial (el dato de capitalización de mercado proviene de la base de datos Financial Structures Database, 2009.

GRÁFICO 8. Australia: profundización financiera y crédito por sectores, 1961-2007



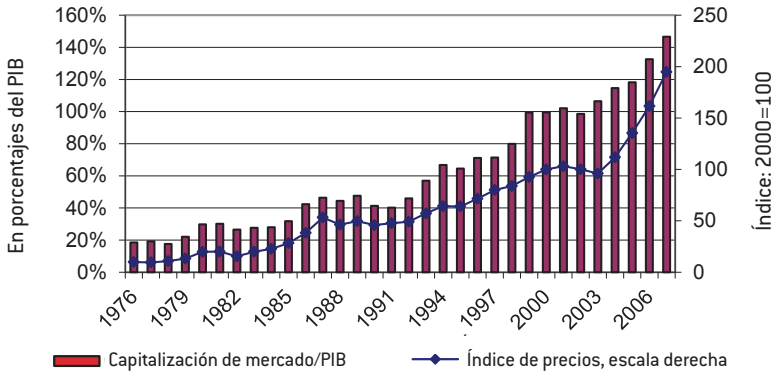
Fuentes: BM y FMI.

ASX —de 1136 empresas en 1990 a 1998 en 2007 (WFE, 2009)— a la vez que diversificaban la composición del mercado por industrias: en junio de 2009, los sectores tradicionales de empresas mineras y metalúrgicas, de energía y servicios públicos representaban respectivamente 23 y 8.3% de la capitalización de mercado, contra 38% para los valores financieros (Austrade, 2009: 12).[47] El ASX ha logrado internacionalizarse de manera significativa al atraer empresas extranjeras que cotizan ahora en su mercado: en 2007-2008, éstas eran 85, con una capitalización accionaría de 500 mil millones de A$ a fines de 2006, es decir 29% de la capitalización total del mercado (Austrade, 2007: 5). Del lado de la demanda, las reformas elevaron la proporción de la población que accede directamente a la propiedad accionaria, pero es el fortalecimiento de los fondos de pensiones, que abordaremos más adelante, y de la inversión de portafolio extranjera que constituyen los cambios más relevantes: según información de ASX, los inversionistas institucionales domésticos eran la primera fuente de demanda de títulos, con 39% del total, seguidos de la inversión extranjera con 35% y de los inversionistas locales de menudeo, con 26% (Austrade, 2009: 11).

Ahora bien, como lo muestran los datos de balanza de pagos, los mercados de bonos han estado asociados aún más estrechamente al proceso de interna-

47. El organismo oficial de promoción Austrade señala que, aún con estos cambios, el nivel relativamente elevado de acciones vinculadas a *commodities* presenta atractivos para inversionistas deseosos de exponerse a estos riesgos.

GRÁFICO 9. Australia: capitalización del mercado accionario, 1976-2007



Fuentes: BM y FMI.

cionalización de los mercados financieros australianos: en 2008, 40% del *stock* de pasivos financieros internacionales brutos se originaban en este mercado, contra 18% en el mercado accionario. Desde inicios de la década de 1990, la profundización de estos mercados, señalada por el alza de su peso relativo en el PIB —de 60% en 1992 a 95% en 2007—, se ha dado a la vez que retrocedía drásticamente la participación de los bonos públicos, dominante hasta 1996. Mientras las declinantes emisiones de títulos públicos se iban concentrando en el largo plazo para establecer una curva de rendimiento de referencia[48] (Edey y Ellis, 2002), las emisiones de títulos privados de corto y largo plazo realizadas por empresas australianas en el mercado local han crecido con gran dinamismo a la par de sus emisiones en mercados *Offshore*, que representaron de 30 a 49% del valor vigente en los mercados domésticos en 2000-2007 (gráfico 10). A partir de 2003, han adquirido importancia las emisiones de bonos "Kangaroo" efectuadas en dólares australianos en el mercado doméstico por entidades no residentes (10% del valor de las emisiones vigentes en los últimos años). Emitir en el mercado australiano ha permitido a estas entidades con calificaciones más

48. En el transcurso de la década de 1990, la disminución de las necesidades de financiamiento del gobierno federal causó una caída de las nuevas emisiones de bonos públicos. Después de un debate, las autoridades decidieron conservar una oferta suficiente para establecer la curva de tasas de referencia para los instrumentos privados y para garantizar la liquidez y el buen funcionamiento de los mercados de derivados financieros vinculados a bonos públicos (futuros y opciones del bono del Tesoro a tres años, futuros del bono del Tesoro a diez años). Para ello, las autoridades han ido invirtiendo sus superávits en activos financieros, como depósitos en el RBA, a la vez que mantenían su oferta de bonos (Edey y Ellis, 2002).

altas que el promedio de emisores locales, diversificar sus fuentes de financiamiento a un costo competitivo, en particular gracias al desarrollo del mercado de *swaps* de divisas.[49] A la vez, esta oferta de títulos ha encontrado una demanda de parte de inversionistas australianos deseosos de diversificar su portafolio sin por ello abandonar los títulos denominados en A$, con rendimientos más altos (Ryan, 2007).

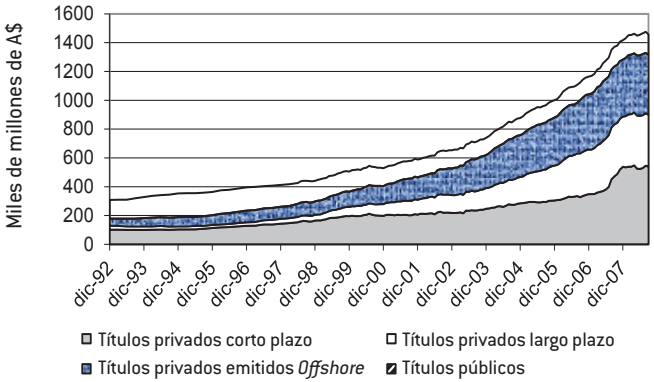
Los títulos emitidos por bancos y corporaciones financieras han dominado ampliamente las emisiones domésticas a lo largo de todo el período: los títulos de corto y largo plazo de estas entidades representaban 56% del valor de los instrumentos de deuda vigentes en el mercado interno a fines de 2007, a los cuales cabe añadir los títulos garantizados por activos que en Australia se derivan en más de tres cuartas partes de hipotecas, con cerca de 15% de este valor. A la vez los "financieros" dominan también los títulos emitidos *Offshore* (más de la mitad del valor vigente en 2007); esta estructura de financiamiento ha permitido a los bancos fondear una rápida expansión de sus préstamos a través de fuentes de financiamiento diversificadas y arbitrar entre éstas para disminuir sus costos. Las emisiones *Offshore* se han hecho tanto en A$ como en otras divisas, y en este caso el riesgo cambiario ha sido traspasado a otros inversionistas a través del mercado de *swaps* de divisas. A la vez, se han colocado importantes cantidades de títulos respaldados por activos —hipotecas a altura de 90%— en los mercados internacionales, en especial en Estados Unidos.

Si bien sus emisiones han crecido con un ritmo elevado en los últimos años, la participación de las corporaciones no financieras australianas ha sido minoritaria en los mercados tanto doméstico como internacional; se han financiado sobre todo a través de emisiones *Offshore*, que han constituido en promedio más del doble del financiamiento obtenido a través de los mercados locales, por dos razones centrales.[50] En primer lugar, los mercados de las grandes plazas financieras pueden manejar emisiones con montos más grandes que un mercado australiano todavía en fase de crecimiento, lo cual constituye un atractivo para ciertos emisores (Batellino, 2002). En segundo lugar, para las empresas que no gozan de calificaciones muy altas, la salida a los mercados internacionales representó el acceso a una mayor variedad de inversionistas, y entre éstos aquellos deseosos

49. Estos fondos han sido "permutados" a dólares estadounidenses a través del mercado de *swaps* de divisas. Debido al costo favorable del *swap*, el costo total para los emisores ha sido competitivo comparado con el costo de una emisión en US$ en Estados Unidos.
50. Los años 2000 a 2002 constituyen una excepción.

de asumir riesgos más altos. En el mercado doméstico, las empresas con "*ratings*" menos buenos han tenido que recurrir a "aseguradores de valores" para mejorar su calificación, lo cual sugiere que el mercado local demanda títulos con calificaciones de crédito altas y acomoda poco la oferta de títulos de mayor riesgo, una característica que posiblemente provenga del peso de la demanda de inversionistas institucionales como las aseguradoras o los fondos de pensiones.

GRÁFICO 10. Australia: títulos de deuda vigentes a fin de periodo, 1976-2007

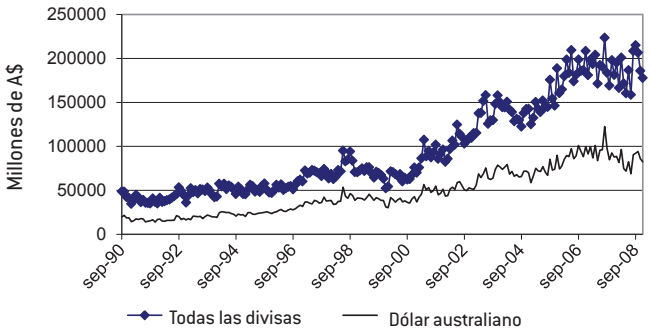


Fuente: RBA.

Si bien son de talla mediana a escala global, su crecimiento e internacionalización han elevado el perfil de los mercados financieros australianos en la región Asia-Pacífico. El ASX es el tercero de la región en términos de capitalización de mercado, después de las bolsas de Japón y China, y el doceavo a nivel mundial, mientras el mercado de títulos de deuda es también el tercero a nivel regional. La internacionalización del sistema financiero australiano ha sido facilitada gracias a mercados de divisas y de derivados financieros que cuentan también entre los más activos de la región: el mercado de divisas es el séptimo a nivel mundial en términos de actividad (gráfico 11). El carácter atractivo de los activos australianos a nivel internacional le debe ciertamente mucho al papel que desempeña el dólar australiano —la sexta divisa más intercambiada— en la esfera financiera internacional, en tanto divisa de tipo *commodity* en los portafolios de los inversionistas. A la vez, la presencia de amplios sectores de empresas mineras y de energía refuerza este atractivo. Por otro lado, la introducción de instrumentos novedoso como los REIT, vehículos de inversión en el sector inmobiliario que cotizan en bolsa y para los cuales Australia es el primer mercado en Asia-Pacífico,

el *expertise* de Australia en el financiamiento de infraestructuras[51] y su liderazgo en la industria regional de *hedge funds* ilustran las aspiraciones de hacer de Sydney una plaza financiera regional innovadora y de mayor alcance. En el caso de los mercados internos de títulos de deuda negociables, cabe subrayar que desde su liberalización financiera, Australia ha mostrado tasas de interés significativamente más elevadas que en el período anterior de represión financiera y superiores a otros países desarrollados (gráfico 12). Este diferencial de rendimientos, al cual se agregan las ganancias cambiarias producidas por la apreciación del A$, ha contribuido a atraer los fondos de portafolio hacia el país.

GRÁFICO 11. Australia: transacciones diarias en el mercado de divisas, 1990-2008

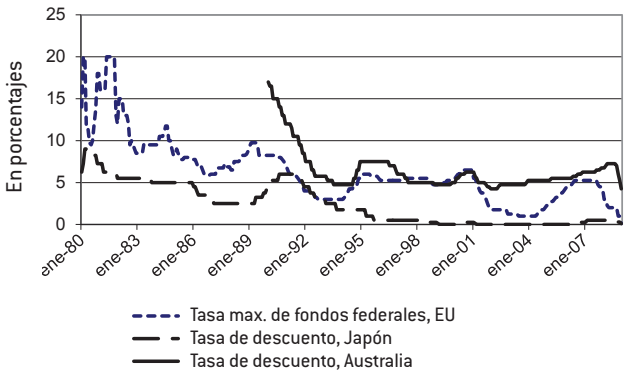


Fuente: RBA.

Después de la crisis asiática, las autoridades australianas hicieron explícitas sus ambiciones de hacer de Sydney un centro financiero internacional (CFI) que tuviera como objetivo "proveer a los mercados de capitales mundiales el acceso a Asia sin los riesgos de Asia".[52] Por ello, el gobierno australiano ha creado en 1999 una agencia de promoción muy activa,[53] encargada de posicionar el país

51. Esta faceta de la plaza debe mucho a la audaz estrategia de bancos de inversión como Macquarie Bank, el cual ha crecido muy rápidamente, especializándose en inversiones en infraestructuras (carreteras de cuota, puentes y aeropuertos) y en medios de comunicación y creando "un estilo de inversión que consiste en la adquisición de activos, ampliamente financiada por la deuda, y su oferta a través de fondos de inversión que cotizan en bolsa y ofrecen a los inversionistas retornos predecibles a largo plazo" (*Financial Times*, 15/08/2005).
52. Palabras de Joe Hockey, a la sazón Ministro de Servicios Financieros (*The Economist*, 19/09/1999)
53. Dicha agencia, Axiss, ha sido fusionada en 2003 con la agencia de fomento de la inversión en el país, Invest Australia, a su vez subsumida posteriormente en Austrade (Australian Trade Commission).

GRÁFICO 12. Australia, Estados Unidos, Japón: tasas de interés oficiales de referencia, 1980-2007



Fuente: RBA.

en el proceso de relocalización en curso de las actividades financieras, producto de los avances tecnológicos y de la reestructuración del sector. Diversas ventajas del país se destacan en las publicaciones oficiales: el crecimiento y la salud de su economía, su ubicación favorable en términos de huso horario,[54] las cualidades de sus mercados financieros —diversidad, dinamismo, liquidez, profundidad—, la importancia de su industria de gestión de fondos, la calidad de la mano de obra, y en particular su nivel de educación, sus salarios competitivos y la amplia disponibilidad de personas hablando con fluidez idiomas asiáticos o europeos, el elevado nivel de la supervisión y la regulación de sus mercados —eficientes más no engorrosas—, y hasta la calidad de vida que ofrece. Más recientemente, el gobierno australiano ha emprendido una revisión de su sistema impositivo para volver más atractiva la inversión en fondos de inversión australianos a la vez que buscaba simplificar ciertos aspectos de su régimen regulatorio y firmar acuerdos de reconocimiento mutuo con otros centros financieros internacionales (Austrade, 2009).[55]

54. Debido a sus husos horarios, Australia tiene una ventaja estratégica sobre los demás mercados financieros de Asia-Pacífico: es el primero de la región en abrir sus puertas y desempeña una función de "puente" entre el horario de cierre de los mercados financieros de América del Norte y él de apertura de los mercados europeos (Axiss Australia, 2005: 10).

55. Tales acuerdos ya han sido firmados con Estados Unidos, Hong Kong y Nueva Zelanda; Australia ha sido avalada por las autoridades chinas como un destino de inversión en el programa de Inversionistas Institucionales Domésticos Cualificados, que autoriza una diversificación internacional inicial de las inversiones de ciertas instituciones financieras de la RPC.

Dentro de este conjunto de "atractivos" de la plaza de Sydney, el gran desarrollo del sector de gestión de fondos del país constituye un elemento destacado en la argumentación de las autoridades australianas. En efecto, los fondos australianos manejaban en 2009 alrededor de 850 mil millones de dólares estadounidenses (Austrade, 2009), lo cual representaba, medido por el valor de los activos, el cuarto mercado a nivel mundial, después de Estados Unidos, Luxemburgo y Francia, y el primero en Asia Pacífico, delante de Japón. Este desarrollo es a su vez esencialmente el producto de las reformas de 1992 relativas a la obligación patronal de aportar un porcentaje de los salarios a fondos de pensiones y a la casi universalidad de estas aportaciones[56] que han elevado rápidamente los fondos a invertir y han transformado el panorama de la intermediación interna.

La intermediación financiera interna

Entre 1990 y 2007, la intermediación interna se ha ido organizando cada vez más alrededor de dos polos. Por un lado el sector de gestión de fondos, que reúne aseguradoras de vida, fondos de pensiones y otros fondos de inversión ha tenido un crecimiento muy dinámico de sus activos y ha ganado peso relativo pues concentraba 33% de los activos en 2007 contra 27.5% en 1990. Por otro lado, el sector bancario, con 47% de los activos en 1990, logró mantener su posición, mientras otras instituciones de depósito o de carácter financiero perdían terreno (cuadro 11). Las políticas de expansión de la banca, a través del fondeo internacional y de la ampliación de su oferta de crédito le han permitido pues sostener su estatus de primera institución financiera del país.

El mayor recurso de la banca a los mercados para financiar sus actividades tuvo como contraparte una disminución de los depósitos en el fondeo total, de 75-80% de los pasivos agregados entre 1992 y 2001 a 60% en 2007 (APRA, 2009, gráfico A2.1). Ahora bien, esta tendencia a recurrir más al fondeo de mayoreo ha respondido también a una modificación de la conducta de las familias: los depósitos bancarios han crecido más despacio que otras inversiones: si los activos financieros de las familias se han quintuplicado entre 1988 y 2007, la participación de los depósitos ha disminuido de 28 a 19%, mientras los activos en planes de pensiones elevaban su peso de 31 a 50% del total.[57] Las inversiones

56. Se estima que 90% de la población goza de estos beneficios.
57. Calculado en base a datos de RBA, 2009.

CUADRO 11. Australia: activos de las instituciones financieras, 1990-2007
(En porcentajes de los activos totales a fin de periodo)

		Instituciones de depósito				*Aseguradoras de vida y fondos de pensiones*				
	Banco Central	*Bancos*	*Otras instit. de depósito*	*Total*	*Corporaciones financieras*	*Aseguradoras de vida*	*Fondos de pensiones*	*Total*	*Otros fondos de inversión*	*Otras instit. financieras*
1990	3.83%	46.98%	4.06%	51.05%	13.68%	10.63%	10.94%	21.55%	5.93%	3.96%
1991	3.82%	45.88%	3.96%	49.85%	11.89%	12.03%	12.00%	24.03%	5.63%	4.77%
1992	4.31%	47.22%	2.77%	50.00%	11.16%	12.38%	12.20%	24.58%	5.47%	4.50%
1993	4.10%	45.41%	2.87%	48.29%	9.68%	13.33%	13.71%	27.04%	5.95%	4.94%
1994	3.53%	47.39%	2.87%	50.26%	9.62%	12.07%	13.16%	25.23%	6.01%	5.35%
1995	3.71%	46.51%	2.70%	49.22%	9.96%	11.68%	13.54%	25.22%	6.03%	5.87%
1996	4.01%	45.93%	2.36%	48.28%	9.86%	11.18%	13.93%	25.11%	6.66%	6.07%
1997	3.43%	44.28%	2.24%	46.53%	10.20%	10.97%	14.54%	25.52%	7.71%	6.63%
1998	3.09%	43.66%	2.21%	45.87%	9.27%	10.86%	14.69%	25.55%	8.55%	7.67%
1999	3.21%	43.42%	2.12%	45.55%	8.05%	10.24%	16.04%	26.27%	8.93%	7.99%
2000	3.20%	42.90%	2.03%	44.93%	8.51%	9.43%	16.32%	25.75%	8.89%	8.72%
2001	3.19%	43.09%	1.89%	44.99%	8.97%	9.22%	15.35%	24.58%	8.95%	9.34%
2002	2.97%	47.02%	1.87%	48.89%	7.97%	8.04%	14.04%	22.07%	8.32%	9.76%
2003	2.75%	49.03%	1.87%	50.90%	6.79%	7.07%	14.53%	21.60%	8.14%	9.82%
2004	2.63%	48.43%	1.76%	50.18%	5.75%	6.80%	16.89%	23.68%	8.00%	9.76%
2005	2.83%	47.26%	1.69%	48.94%	5.46%	6.12%	17.92%	24.04%	8.74%	9.99%
2006	3.19%	47.18%	1.56%	48.74%	5.46%	5.65%	18.84%	24.49%	8.44%	9.68%
2007	2.98%	50.03%	1.47%	51.50%	5.48%	5.44%	19.64%	25.08%	8.36%	6.60%

Fuente: RBA.

accionarias directas captaban por su parte 16% del patrimonio financiero de los hogares en 1988 y 18% en 2007.

El crecimiento en importancia de los fondos de pensiones y de las aseguradoras de vida asociadas al mecanismo ha sido la base, con otros vehículos colectivos de inversión, de la expansión de la industria de gestión de fondos en Australia (cuadro 12). Sus recursos, multiplicados por 8 entre 1988 y 2007, equivalían a 128% del PIB de este año, aún después de una fuerte caída asociada a los primeros efectos de la crisis financiera mundial, y provenían en cerca de 75% del ahorro forzoso derivado de la ley de pensiones. La demanda de títulos ejercida por estos inversionistas institucionales se dirige sobre todo hacia los mercados domésticos de títulos, donde asignan en promedio 32% de sus recursos

en acciones australianas y 11% en títulos de deuda internos, en segundo lugar hacia acciones y títulos de deuda internacionales (24% y 5% respectivamente), y luego hacia inversiones en activos inmobiliarios y efectivo (Austrade, 2008: 10). Por su composición sesgada hacia las acciones (43% del total) se puede observar que se trata de carteras de inversiones "dinámicas" que buscan maximizar el rendimiento, a costa de un mayor riesgo, riesgo que se materializó con una fuerte caída del valor de los activos entre 2006 y 2008. La diversificación internacional de las carteras de los fondos explica por otro lado las notables inversiones australianas de portafolio desde 2000. Uno de los atractivos de esta industria, muy diversificada, que cuenta con numerosas entidades de tamaño muy diferente,[58] es el hecho de que buena parte de sus recursos se colocan de manera competitiva con empresas especializadas en la gestión de inversiones (*investment managers*): es el caso de 68% de los recursos de los fondos de pensiones —66% para las aseguradoras de vida (Austrade, 2008c: 19). Ello ha sido utilizado por las autoridades australianas para fortalecer los atractivos de la plaza financiera de Sydney, fomentar la entrada al mercado de grandes instituciones financieras extranjeras especializadas y dinamizar el crecimiento de esta industria. Otros compartimentos del mercado de gestión de fondos se han desarrollado, entre éstos los *hedge funds*, que manejaban activos por un valor de 70 mil millones de A$ en 2007, contra 2 mil millones de 2000 (Austrade, 2008c: 14), o la industria, más pequeña, de *private equity* y de capital de riesgo.

La banca: internacionalización y préstamos hipotecarios

Desde su apertura en los años 1980, el sistema bancario interno ha atraído numerosas instituciones extranjeras, duplicándose el número de participantes a partir de 1994. En 2008, el sistema contaba con 58 bancos autorizados, de los cuales cuarenta y cuatro eran extranjeros. Entre éstos, se contaban diez subsidiarias incorporadas localmente que competían plenamente con los once bancos australianos mientras 34 instituciones eran sucursales de bancos extranjeros con un rango de operaciones más limitado, enfocado sobre todo a la clientela empresarial y al mayoreo, sin acceso a los depósitos locales. A pesar de la mayor competencia en el sistema, la posición de los grandes bancos australianos sigue siendo dominante

58. La ley autoriza una gran variedad de fondos de pensiones, desde entidades establecidas a nivel de industrias, de gobiernos, de empresas, hasta fondos individuales de personas con alto potencial económico.

CUADRO 12. Australia: indicadores de la industria de gestión de fondos, 1988-2007

A fines de	*Total de fondos*		*Total de fondos*		*Participación porcentual por tipos de fondos*				
	(En millones de A$)		*(En porcentaje del PIB)*		*Reservas de asegu-radoras de vida*	*de las cuales Fondos de pensiones*	*Fondos de pensiones*	*Fideicomisos públicos*	*Otros fondos*
	Sin consolidar	*Consolidados*	*Sin consolidar*	*Consolidados*					
1988	170746	161682	50.2%	47.5%	37.7%	22.6%	39.3%	13.8%	9.2%
1989	203835	192339	53.4%	50.4%	39.5%	23.7%	38.1%	13.4%	9.1%
1990	215951	203532	53.1%	50.0%	38.8%	23.7%	39.8%	12.1%	9.3%
1991	244804	231273	59.7%	56.4%	40.6%	26.4%	40.6%	10.1%	8.7%
1992	249013	237938	58.5%	55.9%	40.5%	27.8%	41.3%	10.6%	7.6%
1993	299147	284965	66.8%	63.6%	39.7%	27.8%	42.3%	11.5%	6.6%
1994	297617	281330	62.7%	59.3%	38.1%	27.7%	42.7%	12.9%	6.3%
1995	344963	315400	68.9%	63.0%	36.0%	26.5%	45.2%	12.8%	6.0%
1996	399254	358682	74.9%	67.3%	33.7%	25.4%	46.2%	13.8%	6.3%
1997	479454	427365	85.3%	76.1%	31.7%	25.1%	45.9%	15.7%	6.7%
1998	546924	485549	92.3%	81.9%	31.0%	23.9%	44.6%	17.2%	7.2%
1999	640953	564989	102.9%	90.7%	28.5%	22.7%	46.9%	18.2%	6.3%
2000	714814	615525	106.7%	91.9%	27.4%	21.3%	47.7%	18.9%	6.1%
2001	760694	652724	107.0%	91.8%	27.0%	21.0%	47.2%	19.5%	6.3%
2002	842408	713248	111.0%	94.0%	23.3%	19.0%	49.7%	21.6%	5.4%
2003	1003609	855199	124.0%	105.6%	21.6%	17.6%	52.8%	20.5%	5.0%
2004	1193942	982470	137.3%	113.0%	19.6%	16.3%	54.0%	21.8%	4.6%
2005	1407906	1169395	150.8%	125.2%	17.5%	15.2%	56.8%	21.7%	4.0%
2006	1668289	1387018	166.4%	138.3%	15.5%	13.5%	60.3%	20.3%	3.9%
2007	1395243	1182387	128.6%	109.0%	14.9%	13.0%	60.3%	20.3%	4.4%

Fuente: RBA

pues los cuatro primeros bancos de capital nacional concentraban 70% de los activos totales del sistema bancario en 2008, mientras los diez bancos extranjeros más importantes apenas alcanzaban 10.2% del total. El grado de concentración del sistema es pues bastante alto, habiéndose elevado aún más en 2000 con la fusión de los bancos *Commonwealth Bank* y *Colonial Ltd*, que creó uno de los dos principales bancos del sistema .[59] La internacionalización de la banca australiana ha implicado también su incursión en mercados extranjeros, con una preferencia por países anglosajones desarrollados, destacándose Gran Bretaña y aún más Nueva Zelanda, donde dominan el sistema bancario local (cuadro 14).[60]

CUADRO 13. Australia: bancos de propiedad nacional y extranjera más importantes, noviembre del 2008 (por activos, en miles de millones de A$ y en porcentajes)

Bancos de propiedad nacional	*Activos*		*Bancos de propiedad extranjera*	*Activos*	
Nombre del banco	*Valor*	*%*	*Nombre del banco*	*Valor*	*%*
Commonwealth Bank of Australia	292.1	20.65	BankWest	52.1	3.68
National Australia Bank Ltd	246.3	17.41	ING Bank (Australia) Ltd	38.0	2.68
Westpac Banking Corporation	233.2	16.42	Citibank Pty Ltd	14.2	1.00
ANZ Banking Group Ltd	225.1	15.91	HSBC Bank Australia LTD	10.0	0.70
St George Bakn LTD	71.7	5.07	Rabobank Australia Ltd	9.9	0.70
Suncorp-Metway LTD	47.4	3.35	BNP Paribas	8.6	0.60
Bank of Queensland Ltd	18.9	1.33	Société Générale	4.9	0.34
Bendigo Bank LTD	15.9	1.12	Deutsche Bank AG	3.6	0.25
Macquarie Bank Ltd	13.9	0.98	Citibank N.A.	3.4	0.24
Adelaide Bank LTD	12.9	0.91	ABN-AMRO Bank NV	0.8	0.05
Activos totales	1414				

Fuente: APRA.

La creación de crédito ha seguido siendo la principal actividad de los bancos australianos, con 61% de los activos en 2008 contra 14.5% para las tenencias de títulos y 5.7% para los derivados (APRA, 2009: cuadro A.1) en 1980, los créditos

59. Las autoridades habían establecido una política de "seis pilares" bancarios que abandonaron posteriormente a favor de una política de "cuatro pilares" que veta fusiones adicionales entre los mayores bancos del sistema, con el fin de mantener la competencia en el seno del mismo.

60. De manera más reciente, los bancos australianos han tenido un mayor protagonismo en el exterior, en especial en China, donde, al igual que competidores de otros países, han procurado comprar participaciones en bancos públicos en curso de privatización parcial, enfocándose más precisamente en los bancos regionales de alto potencial.

CUADRO 14. Australia: exposición internacional de la banca, 2007

País	*Total*		*de los cuales*	
	Valor	*Porcentaje*	*Trans-fronterizos*	*Locales*
Nueva Zelanda	212.2	44.5	5.8	206.4
Gran Bretaña	116.6	24.5	25.7	90.9
Estados Unidos	48.3	10.1	31.6	16.7
Otros desarrollados	64.3	13.5	59.0	5.4
Países en desarrollo	18.9	4.0	10.9	8.0
Centros *Offshore**	15.7	3.3	10.3	5.3
Otros	0.5	0.1	0.4	0.1
Total	476.5	100	143.7	332.8
Memo: Porcentaje de activos totales	29.4		8.9	20.5

* Incluye Hong Kong y Singapur.
Fuente: RBA, 2007.

y títulos —entonces solo valores públicos— constituían respectivamente 59% y 23% de los activos (RBA, 2009, cuadro histórico 3-7.b), El mayor cambio en la asignación de recursos se ha dado después de la crisis de 1990, cuando empezó a elevarse la proporción de crédito orientada hacia el mercado hipotecario residencial, una tendencia apoyada en la disminución de las tasas de interés: de 19% de los activos totales en 1980 y 16.5% en 1990, estos créditos representan en la actualidad 33% del valor de los activos bancarios (APRA, 2009: cuadro A.1). En tanto porcentaje del crédito bancario agregado, los préstamos hipotecarios pasaron de 29% en 1990 a 47% en 1997 y culminaron en 54% en 2004, mientras el crédito comercial retrocedía de 46 a 36% del total. Esta proporción ha disminuido en años posteriores, gracias a un "ajuste" en el precio de las viviendas y a una menor oferta de crédito hipotecario.[61]

La riqueza inmobiliaria y financiera de las familias se ha elevado notablemente desde 1980, sin que el peso de sus dos componentes se modifique sensiblemente: la vivienda sigue constituyendo cerca de 60% del patrimonio de los hogares. Entretanto, el endeudamiento de las familias australianas ha crecido mucho más, de 8% en promedio entre 1988 y 1993 sus pasivos se establecían en 2008 en 18% de su patrimonio total y en más de 150% de su ingreso disponible desde 2006 (cuadro 16). La elevación de su carga de intereses a cerca de 14% de

61. Los precios de las viviendas subieron a un ritmo anual de 14.5% en términos reales entre fines de 2001 y el primer trimestre de 2004, período en el cual se establecían en niveles que superaban en 85% los precios de 1996 (FMI, 2004: 20).

CUADRO 15. Australia: préstamos agregados, 1990-2007
(en millones de A$, a fin de año)

	Crédito al	*Crédito a individuos*			*Crédito comercial*			*Total*
	gobierno	*Vivienda*	*Personal*	*Total*	*Instit. Financieras*	*Sect. no-fin.*	*Total*	
1990	28	67	28	94	26	79	105	227
1991	30	74	27	101	31	81	113	244
1992	35	91	27	118	27	74	102	255
1993	35	110	27	137	25	74	100	272
1994	32	136	27	163	30	77	107	302
1995	32	153	29	182	30	91	121	335
1996	30	169	32	201	26	105	131	362
1997	25	184	36	220	24	122	146	390
1998	27	203	40	242	24	136	161	430
1999	35	228	46	274	34	151	186	494
2000	24	267	46	313	27	163	190	528
2001	24	303	50	352	36	169	2056	582
2002	25	349	62	411	47	208	255	691
2003	19	419	67	486	46	226	272	777
2004	20	475	75	550	69	247	316	885
2005	14	532	84	616	74	284	358	988
2006	16	589	96	685	99	333	432	1134
2007	19	635	108	743	170	419	590	1351

Fuente: RBA.

su ingreso disponible ha reforzado la sensibilidad del gasto de las familias a un alza de las tasas de interés.

En suma, Australia ha seguido desde las reformas una dinámica de crecimiento en la cual la inversión residencial y el endeudamiento de las familias han desempeñado un papel destacado, replicando lo observado en Estados Unidos y Gran Bretaña. Así, buena parte de la actividad crediticia interna, del fondeo internacional de los bancos y de la actividad de los mercados de títulos de deuda ha girado alrededor de estas operaciones. Sin embargo, al igual que la economía del país, el sistema financiero australiano posterior a 1990-91 ha demostrado hasta ahora resiliencia a los choques externos. La banca australiana ha evitado algunos de los peores excesos cometidos en las mencionadas economías anglosajonas: la tasa de préstamos vencidos a préstamos totales, muy elevada después de 1990-91, ha disminuido y permanecido a niveles muy bajos, mientras las razones de capitalización y rentabilidad de la banca se establecían en valores buenos (cuadro 17). A ello, han contribuido ciertamente la cercanía de la crisis de 1990-91, cuyo recuerdo ha seguido fresco en la memoria de los banqueros, y

CUADRO 16. Australia: activos y pasivos seleccionados del sector privado no financiero, billones de A$, 1993-2008

A fines de	*Hogares*			*Hogares y empresas no constituidas en sociedad*					
	Activos no financieros seleccionados			*Activos financieros*					*Pasivos*
	Bienes de consumo duraderos	*Viviendas*	*Depósitos*	*Reservas de las aseguradoras de vida y fondos de pensiones*	*Acciones y otras participaciones*	*Reclamaciones sin fondos jubilatorios*	*Otros*	*Total*	
1988	111	666	125	134	70	58	45	432	149
1989	117	745	141	161	68	65	59	494	176
1990	122	782	152	172	50	67	62	504	189
1991	127	833	157	201	66	74	62	559	197
1992	132	860	160	212	70	80	65	586	205
1993	137	895	168	249	117	85	63	682	220
1994	145	978	176	247	95	92	63	673	251
1995	149	995	189	281	99	97	73	739	283
1996	153	1067	201	316	119	101	78	816	313
1997	155	1195	212	365	135	103	74	889	352
1998	161	1279	226	387	188	104	83	988	388
1999	169	1429	231	462	214	104	82	1093	439
2000	179	1542	242	498	225	110	81	1156	490
2001	193	1787	282	528	247	118	82	1256	549
2002	201	2041	299	542	225	129	87	1282	638
2003	208	2496	323	617	238	141	96	1415	741
2004	217	2643	354	704	296	146	102	1602	849
2005	226	2788	386	837	345	159	118	1845	957
2006	239	3131	425	999	429	171	119	2143	1076
2007	253	3476	469	1222	442	173	140	2446	1204
2008	262	3361	563	974	247	178	142	2104	1293

Fuente: RBA.

CUADRO 17. Australia: indicadores de desempeño del sistema bancario, 1989-2008

Año	*Activos de mala calidad sobre activos totales*	*Indicadores de capitalización*		*Indicadores de rentabilidad*	
		Razón de capitalización TIER 1	*Razón de capitalización TIER 2*	*Retorno sobre Activos (ROA)*	*Retorno sobre Capital (ROE)*
1989	-	6.4	9.9	-	-
1990	-	6.3	9.8	-	-
1991	-	7.0	10.4	-	-
1992	-	7.0	10.4	-	-
1993	-	8.2	11.7	-	-
1994	2.21	9.1	12.2	-	-
1995	1.36	8.8	11.6	-	-
1996	0.84	8.3	10.6	-	-
1997	0.57	7.5	10.1	-	-
1998	0.67	7.6	10.3	-	-
1999	0.61	7.8	10.1	-	-
2000	0.51	7.1	9.8	-	-
2001	0.67	7.7	10.5	-	-
2002	0.59	7.7	9.8	-	-
2003	0.42	7.5	10.1	-	-
2004	0.27	7.6	10.5	1.1%	16.2%
2005	0.21	7.6	10.4	1.0%	14.7%
2006	0.19	7.4	10.4	0.9%	17.5%
2007	0.19	7.2	10.2	0.9%	17.2%
2008	0.36	7.3	10.6	0.6%	14.4%

Fuentes: APRA, RBA.

el posterior fortalecimiento de la regulación y supervisión bancaria: así, los bancos australianos han sido prudentes y han incurrido poco en la modalidad local de los *subprimes* (Mizuho, 2009). Sin embargo, la banca australiana no deja de presentar una vulnerabilidad fundamental, su grado elevado de concentración en activos ilíquidos como los préstamos hipotecarios, financiados en parte a través del fondeo de corto plazo en el mercado de mayoreo internacional.

Conclusión

El desarrollo económico australiano ha pasado por tres etapas bien diferenciadas. La primera etapa liberal se enmarcó en la "primera globalización financiera"

y respondió a las exportaciones de lana y de oro y al desarrollo complementario con Gran Bretaña, extendiéndose hasta la crisis de 1929. El amplio acceso al financiamiento de la metrópoli constituyó una gran ventaja del territorio frente a otras economías periféricas proveedoras de materias primas. Dos momentos se diferencian sin embargo en este largo período: antes y después de la crisis de los años 1890. En efecto, la crisis marcó el inicio de un papel más relevante del estado, afirmándose un modelo socio-económico cuyos rasgos perdurarían hasta muy avanzado el siglo XX. A partir de 1930, Australia entró en una nueva etapa de industrialización sustitutiva, no exenta de preocupaciones de seguridad nacional, que se prolongó oficialmente hasta inicios de la década de 1980 y en la cual el rol del Estado se fortaleció. Sin embargo, allí también se puede distinguir una evolución del modelo desde aproximadamente la mitad del período. En la década de 1950, baja el énfasis puesto en la industrialización y se liberalizan ciertos aspectos del modelo y a partir de la década siguiente, un nuevo auge minero cambia el perfil exportador del país, alejándolo de los productos agropecuarios. La IED y el financiamiento multilateral adquirieron una mayor importancia durante esta etapa. Finalmente, Australia regresa desde 1983-84 a un modelo de desarrollo más liberal y comercial y financieramente abierto, que profundiza los cambios iniciados en años anteriores. En esta última etapa las decisiones privadas orientan el proceso de desarrollo si bien el Estado no deja de intervenir en forma pragmática, por ejemplo, con medidas que apoyan el desarrollo internacional de la plaza financiera de Sydney.

Después de años de "sufrimiento" económico y social, la economía australiana ha pasado por un excepcional período de crecimiento sostenido que le ha permitido recuperar su posición de economía rica en el seno de la OCDE. Mucho se debatió acerca de si este buen desempeño se debía a las reformas o a la suerte, es decir a la riqueza minera del país y a la buena coyuntura de estos mercados. Cabe agregar un elemento esencial al análisis: esta nueva etapa ha significado el regreso de Australia a un patrón de crecimiento basado en entradas masivas de fondos externos, y más recientemente de préstamos internacionales, a la vez causa y efecto de la bonanza económica del país.

Desde las reformas, el sistema financiero interno se ha destacado por su creciente internacionalización, asociada a un intenso proceso de endeudamiento neto del sector privado, enmarcado en la fase de excepcional expansión de largo plazo de la economía del país. Los mayores riesgos se relacionan con el elevado nivel de endeudamiento de las familias y con el profundo déficit en cuenta

corriente del país, características que Australia comparte con la vecina Nueva Zelanda y cabe recordarlo, con Estados Unidos. Las autoridades australianas han mostrado también empeño y habilidad en la promoción de su centro financiero, que constituye también un factor de atracción de capitales. Hemos visto que su mayor atractivo es ciertamente su *pool* de fondos, seguido de sus instituciones de tipo anglo-sajón: el mercado interno, suficientemente amplio y rico, ha atraído instituciones internacionales, en especial en los sectores de banca y de gestión patrimonial.

Australia ha logrado claramente beneficiarse de la globalización financiera y no cabe duda que el buen desempeño de su economía se debe en parte a este acceso tan privilegiado al financiamiento internacional, fortalecido en los últimos años por las expectativas de alza de sus exportaciones de minerales. A diferencia de otras economías desarrolladas como Estados Unidos, Gran Bretaña y la Unión Europea en general, Australia no presenta la vulnerabilidad de una deuda pública elevada. Sin embargo cabe preguntarse por cuanto tiempo más puede prolongarse este estilo de desarrollo "a crédito", sin que signifique un severo ajuste posterior, al deber adaptarse tanto los consumidores como la economía a un nivel de ingreso mermado por masivos pagos de intereses o por un cese de los flujos hacia el país. En efecto, a mediano y largo plazo, la apreciación del dólar australiano consecutiva a las masivas entradas de fondos resulta desfavorable para los sectores de bienes comerciables distintos de los minerales, con consecuencias negativas sobre la estructura productiva y la composición de las exportaciones.

2 Desarrollo económico y sistema financiero en las antípodas: Nueva Zelanda

Hasta 1984, Nueva Zelanda era uno de los países desarrollados con mayor intervención pública en la economía. Desde la crisis mundial de los años 1930, el Estado había abandonado su anterior postura liberal, ampliando su intervención para diversificar esta economía pequeña y abierta al comercio internacional y protegerla de fluctuaciones adversas provenientes de los mercados internacionales de los productos primarios agrícolas que constituyen hasta ahora la mayoría de sus exportaciones de bienes. A inicios de la década de 1980, la economía neozelandesa seguía protegida por elevadas barreras arancelarias, amplios subsidios y controles de capitales; asimismo, se hallaba sujeta a una extensa reglamentación pública y las empresas de propiedad estatal desempeñaban un papel muy relevante, en especial en los sectores primario y de servicios.

Desde la década de 1970, marcada por la crisis del sistema internacional de cambios y los choques petroleros, y para Nueva Zelanda, por la pérdida del acceso privilegiado a su principal mercado, el de Gran Bretaña, los resultados económicos habían sido cada vez más decepcionantes: el país presentaba un cuadro de estanflación más agudo que los demás integrantes de la OCDE, con un déficit público y una deuda externa elevados y necesidades periódicas de devaluar el dólar neozelandés para restablecer la competitividad externa de sus exportaciones. El cuadro de crisis aguda que presentaba la economía en 1984 llevó el gobierno laborista recientemente electo a lanzar un programa de cambio económico drástico, que condujo en pocos años hacia una de las economías más liberalizadas del mundo. En el marco de estos cambios, el sistema financiero, que constituía una de las esferas más reguladas de la economía, ha pasado a ser uno de los menos reglamentados del planeta. Sin embargo, desde finales de la década

de 1990, Nueva Zelanda ha "reformado" sus reformas y el Estado ha vuelto a asumir un papel más relevante en materia económica, debido al descontento público con los resultados del nuevo modelo económico. Sin embargo, la nueva orientación de las políticas no ha conseguido eliminar del todo la insatisfacción asociada al desempeño económico del país. En efecto, el nuevo modelo no ha permitido que el país recuperara el terreno perdido en materia de ingresos relativos a pesar de los últimos quince años de crecimiento sostenido y de profundas transformaciones. Es más, este crecimiento se ha logrado recurriendo intensivamente al financiamiento externo, un patrón secular que Nueva Zelanda ha presentado desde sus inicios coloniales en el siglo XIX, y el país se encuentra hoy entre las naciones desarrolladas más endeudadas. Desde 2000, este patrón se ha agudizado y Nueva Zelanda participa en los desequilibrios globales con una cuenta corriente profundamente deficitaria y en los circuitos del dinero especulativo a través del *carry-trade*. Se presume que el proceso de endeudamiento externo neozelandés puede estar acercándose a sus límites, lo que pronto podría llevar a un ajuste, paulatino o brutal, de las cuentas externas.

En suma, el nuevo modelo no parece haber aliviado sino profundizado sustancialmente la vulnerabilidad externa del país, lo que lleva a las preguntas que nos planteamos en este capítulo ¿Es esta vulnerabilidad inherente al alejamiento geográfico, la pequeñez y la inserción comercial del país en la economía mundial o hay otros elementos explicativos que buscar en el ámbito de las políticas económicas y financieras? ¿Son suficientes las virtudes del liberalismo económico neozelandés para lanzar una dinámica de crecimiento sostenible? ¿Qué impacto tuvo la internacionalización financiera sobre el desempeño de la economía? Este capítulo plantea que las variables financieras han desempeñado un papel importante en la trayectoria de la economía neozelandesa posterior a las reformas pero que han favorecido una dinámica que ha mermado las perspectivas de una mejor inserción internacional del país en la economía mundial al privilegiar inversiones especulativas en el mercado inmobiliario.

Este capítulo se propone analizar la trayectoria de largo plazo de la economía de Nueva Zelanda, haciendo hincapié en las políticas públicas y en el papel del sistema financiero interno y del financiamiento internacional a lo largo de sus diferentes etapas de desarrollo. Para ello, presenta en una primera sección los grandes rasgos de la economía y de su financiamiento antes de 1984. La segunda sección caracteriza de manera general las reformas aplicadas a partir de la liberalización y las transformaciones producidas por estas mismas reformas. En una

tercera parte se aborda la esfera financiera neozelandesa actual, se caracteriza su desarrollo relativo y se desmenuzan los riesgos asociados al patrón actual de financiamiento de la economía, como el alto endeudamiento de las familias, el bajo nivel de ahorro doméstico y la elevada dependencia del financiamiento externo, que han hecho de Nueva Zelanda un protagonista de los desequilibrios globales.

Un siglo de desarrollo económico y financiero: la economía de Nueva Zelanda hasta 1984

El desarrollo económico y social de Nueva Zelanda desde los inicios de la colonización británica presenta numerosos rasgos comunes con la vecina Australia (capítulo 1). Estas características se desprenden en primer lugar de su posición geográfica, y de su condición de colonia y luego "dominion" blanco, con una población nativa que rápidamente se volvió minoritaria. Así, tanto Nueva Zelanda como Australia fueron hasta la década de 1970 "miembros centrales de la red global de lazos financieros, económicos, políticos y militares caracterizados [...] como el 'complejo británico'" (Singleton y Robertson, 2002: 1) y comparten por ello muchos aspectos históricos de su temprana inserción en la economía mundial. Por diversas razones, entre éstas su pequeñez y alejamiento geográfico así como por su especialización exportadora más estrecha, Nueva Zelanda presentó una mayor vulnerabilidad frente a los vaivenes de la economía mundial y se mantuvo por más tiempo más cercana a Gran Bretaña que Australia.

La colonia neozelandesa gozó de un acceso temprano al autogobierno, declinó unirse a la Federación australiana en 1899 y accedió finalmente a la independencia del Reino Unido con el Estatuto de Westminster de 1931, que solo refrendó en 1947. El carácter complementario del desarrollo económico temprano de Nueva Zelanda en el marco del imperio británico y luego del Commonwealth orientó su especialización productiva y sus vínculos económicos internacionales y produjo inicialmente altos niveles de ingreso para los colonos. Al igual que Australia, Nueva Zelanda se especializó tempranamente en la exportación de productos de la ganadería, lana y luego lácteos y carne, para los cuales tenía fuertes ventajas comparativas, pero a diferencia de su vecino austral, mantuvo en buena parte esta especialización: así, la suerte de este pequeño país se ha asociado estrechamente con el desempeño de los mercados internaciona-

les de estos productos, alternándose desde 1880 hasta hoy fases de bonanza y crecimiento con períodos de desempeño mediocre y de elevada volatilidad.

A partir de 1931, Nueva Zelanda fue miembro del bloque y luego del área Sterling, y desde 1932 de los acuerdos comerciales preferenciales de Ottawa, vigentes respectivamente hasta 1972 y 1973, que cristalizaron en forma prolongada sus principales lazos comerciales y financieros.[1] Sin embargo, desde la década de 1960, el debilitamiento de los vínculos con la metrópoli británica empujo Nueva Zelanda, al igual que Australia, a diversificar sus lazos comerciales y diplomáticos, y el país acabó orientándose cada vez más hacia el pacífico asiático. A la vez, las oportunidades respectivas de ambas economías en materia de comercio internacional empezaron a divergir, pues los nuevos descubrimientos mineros de los años 1950 permitieron que Australia se situara en un segmento primario exportador más dinámico, mientras Nueva Zelanda conservó una especialización pecuaria estrecha y menos redituable, en razón de los elevados subsidios aplicados por las economías desarrolladas de Europa y América del Norte a estos bienes, diversificándose solo recientemente hacia otros productos agrícolas, ciertas manufacturas y servicios de exportación.

Además de la prolongada "preferencia imperial" de la cual se beneficiaron ambos países, los demás rasgos institucionales centrales descritos en el "Australian Settlement"[2] —discriminación racial, protagonismo del Estado colonial, protección social y arbitraje salarial— rigieron también la vida económica y social neozelandesa por un período prolongado que abarca desde fines del siglo XIX hasta las décadas de 1960 y 1970. De hecho, con la excepción de las instituciones centralizadas de arbitraje y conciliación salarial, que surgieron en tanto innovación institucional neozelandesa y fueron rápidamente adoptadas por Australia, los demás elementos institucionales no eran propios de las colonias australes, sino que eran compartidos por otras colonias británicas como Canadá o África del Sur (Beilbarz y Cox, 2007: 122). En el caso específico de Nueva Zelanda, la discriminación se tradujo en un temprano racismo anti chino y en la introducción de impuestos que buscaban impedir la entrada de migrantes de este origen, y, desde la racista enmienda a la Ley de inmigración (Immigration Restriction Amendment Act) de 1920 (New Zealand Ministry for Culture and Heritage , 2010) hasta los años 1960, los inmigrantes fueron casi exclusiva-

1. Véase el capítulo 1 para una presentación detallada de estos arreglos internacionales y un análisis de su significado para las dos economías australes.
2. Véase capítulo 1.

mente sujetos británicos blancos o europeos "fácilmente asimilables". A la vez, aún cuando recibieron un trato bastante más benigno que los aborígenes australianos y existen señales tempranas de integración y de dinamismo político,[3] los *maori* sufrieron marginación social y económica.

El tercer elemento constitutivo de la versión neozelandesa del "acuerdo australiano", el activismo estatal, se afirmó en la década de 1870, cuando el gobierno adquirió un papel protagónico en la inversión en infraestructura y se conformaron las primeras empresas públicas, y se consolidó con las medidas adoptadas por el gobierno liberal elegido en 1891, que desarrolló una participación en la oferta de servicios —en especial financieros— a la vez que introducía las primeras medidas de protección social, que anticiparon la creación en la década de 1930, de un generoso "estado de bienestar" keynesiano.

Algunas de estas características institucionales fueron perdiendo fuerza desde las décadas de 1960 y 1970: la preferencia o benevolencia imperial empezó a desaparecer en la primera de estas décadas, con el debilitamiento de Gran Bretaña y su posterior inserción en la Comunidad Económica Europea. La protección, el arbitraje salarial centralizado y el activismo estatal solo se transformaron o desaparecieron después de las reformas liberalizadoras lanzadas en 1984. En cuanto a la política de "Nueva Zelanda blanca", fue derogada en 1974 con la promulgación de una nueva ley de inmigración no basada en el origen étnico sino en las capacidades de los migrantes. Ya desde los años 1950, Nueva Zelanda había tomado conciencia de su carácter bicultural con el resurgimiento de los *maori* y su migración del campo a las ciudades, y con la inmigración de población no blanca procedente de las islas del Pacífico bajo control de, o cercanas al país (Islas Cook, Samoa, y luego Tonga y Fidji).[4] Después de varios intentos para compensar las injusticias hechas a los *maori*, la creación del tribunal del Tratado de Waitangi en 1975 y la ampliación de su alcance en 1985 permitieron el inicio de un proceso de resolución de los litigios asociados a las confiscaciones de tierras, y en 1987, la Ley que estableció el *maori* como la segunda lengua oficial del país permitió un "renacimiento" cultural *maori* (Wilson, 2009). A partir de

3. En 1867, los *maori* obtuvieron el derecho a una representación electoral limitada a cuatro diputados, Treaty Resource Center, consultado el 06/03/2010. Una serie de movimientos *maori* lograron avances en su situación económica y en el plano cultural, véase: New Zealand Ministry of Culture and Heritage, 2009.
4. En 1972, 30% de la población residente nacida fuera de Nueva Zelanda no era blanca (Phillips, 2009). Las islas Cook eran colonia de Nueva Zelanda desde 1901, y sus habitantes eran ciudadanos neozelandeses. En 1918, Samoa oeste, una antigua colonia alemana fue oficialmente encargada a Nueva Zelanda por la liga de naciones, adquiriendo su independencia formal en 1962.

los años 1990, los orígenes étnicos de los inmigrantes se fueron diversificando, y con la llegada de flujos de población procedentes de Asia del Sur y del Asia del Este, la sociedad neozelandesa adquirió un carácter multicultural que acompañó su inserción económica en el Pacífico asiático (Phillips, 2009).

Desarrollo económico y financiero y políticas económicas hasta 1984

En materia de políticas económicas, Nueva Zelanda combinó desde sus inicios hasta la década de 1930, un capitalismo clásico competitivo en economía abierta con una intensa intervención del estado colonial en la creación de infraestructuras y con innovaciones tempranas en materia de política social que le valieron la calificación de "laboratorio social". En otras áreas, como el sistema financiero, predominaba el *laissez-faire* con un esquema de banca libre (*free banking*), y la ausencia de un banco central y de políticas monetaria y cambiaria autónomas, con una moneda, la libra neozelandesa informalmente atada a la libra esterlina. La crisis de la década de 1930 marcó un primer parteaguas en sus políticas económicas pues éstas se tornaron cada vez más intervencionistas, estableciéndose desde 1938 hasta 1984 los extensivos controles que buscaban diversificar la estructura productiva a través de una industrialización sustitutiva de importaciones promovida por el estado, proteger la economía y la sociedad de los vaivenes de la economía mundial y mantener el pleno empleo. La estanflación de la década de 1970 produjo a partir de mediados de la década siguiente un nuevo giro de 180 grados en las políticas económicas neozelandesas, con el regreso del país a una apertura comercial y financiera muy amplia y la disminución de la intervención pública. En este apartado, vamos a analizar sucesivamente estas dos primeras etapas del desarrollo económico neozelandés, y abordaremos luego las características del financiamiento de la economía y del sistema financiero

La etapa de desarrollo en economía abierta de la primera mundialización

Desde el Tratado de Waitangi de 1840 firmado entre la corona y cerca de 500 jefes *maori*, que anexó oficialmente el territorio al imperio británico,[5] la colonización de las islas neozelandesas se aceleró con la llegada de inmigrantes de ori-

5. A cambio de la cesión de poderes al gobierno británico, los *maori* recibían los derechos asociados a la condición de sujetos británicos y conservaban la propiedad de sus tierras. Posteriormente, los *maori* fueron

gen predominantemente británico. En algunas décadas, las actividades extractivas basadas en la explotación de recursos naturales no renovables, como la caza de focas y ballenas, la explotación maderera y posteriormente la extracción de oro, fueron reemplazadas por una economía más sustentable y duradera, centrada alrededor de las actividades ganaderas, y orientada en especial hacia la producción de lana de oveja. El establecimiento de esta economía requirió el difícil y conflictivo traspaso de la propiedad efectiva de la tierra de los *maori* a los colonos *pakeha*,[6] así como la costosa transformación de áreas naturales boscosas en pastizales. Nueva Zelanda inició así, al igual que los estados australianos vecinos, un desarrollo económico de proveedor de materias primas, complementario de la expansión industrial británica y basado en la introducción de mano de obra y de capitales de la metrópoli. Durante una década, de 1861 a 1870, Nueva Zelanda conoció también sucesivas "fiebres del oro", que dinamizaron el crecimiento de regiones específicas y atrajeron flujos importantes de población, pero a diferencia de Australia, esta fue una característica más bien pasajera de su desarrollo económico pues posteriormente, el país no volvió a experimentar más descubrimientos mineros relevantes, con la excepción de yacimientos submarinos de gas y petróleo hallados a fines de los años 1960.[7]

De hecho, el declive de la minería de oro combinado a partir de 1875 con el deterioro de los precios internacionales de la lana y del trigo originó un período de menores ingresos por exportación para la colonia. En la década de 1870, el impacto de estas tendencias sobre el ingreso del país fue compensado por un programa público de construcción de infraestructura —ferroviaria, carretera y de telegrafía— y de fomento a la inmigración financiado por un recurso intensivo al endeudamiento externo. La deuda pública, inferior a 40% del PIB en 1870, ya sobrepasaba 100% de este agregado en 1885 (Hunt, 2009: 31, gráfico 3). El "auge de Vogel",[8] fortaleció el patrón colonial de participación del Estado en el

---

sometidos a fuertes presiones para vender sus tierras, y su creciente rechazo originó las guerras de la década de 1860 y la confiscación de las tierras de las tribus rebeldes (Wilson, 2009).

6. Véase Hawke (1985), que discute las modalidades de esta transferencia, a través de intervenciones del gobierno colonial que gestionó la compra de tierras, y de guerras intermitentes.
7. El principal yacimiento, el campo gasero de Maui, con petróleo asociado, fue en su momento uno de los descubrimientos más grandes a nivel internacional y ha cubierto una alta proporción de los requerimientos de gas de la economía neozelandesa desde su explotación en 1979. Se halla actualmente próximo al agotamiento, y su producción será reemplazada por lo menos parcialmente por nuevos hallazgos en fase de explotación.
8. Julius Vogel, Ministro de Finanzas y luego Primer Ministro fue el artífice de esta bonanza algo artificial (Gould, 1966).

proceso de inversión en colaboración o en *joint-venture* con el sector privado, ya señalado en el caso de Australia: en el período 1871-1900, la inversión pública constituyó 53% de la FBCF total (Hawke, 1985: 68). Autorizó una tasa de crecimiento anual promedio de 8% durante la década de 1870 (Hunt, 2009: 30), duplicándose la población de la colonia en el período de 250 000 a medio millón de habitantes (Gould, 1966). La construcción de infraestructuras y el aumento poblacional crearon nuevas oportunidades que alimentaron un auge especulativo en los precios de las tierras, financiado por el acceso de los residentes al crédito tanto externo como doméstico. Sin embargo, tanto el endeudamiento público externo como el concomitante aumento de la deuda hipotecaria privada resultaron insostenibles frente al pobre desempeño de las exportaciones, desembocando en la "larga depresión" de 1880-1895 —que algunos historiadores consideran más bien como un prolongado estancamiento—, y en la crisis bancaria sistémica asociada a ésta, la primera de las dos que vivió Nueva Zelanda, que se abordarán a profundidad cuando trataremos del sistema financiero.

La salida de este período de bajo crecimiento se dio tanto debido a cambios exógenos al territorio, ocurridos en el ámbito internacional, como gracias a una primera serie de innovaciones en materia de política económica introducidas por el nuevo gobierno liberal elegido en 1891 en respuesta a la crisis. Los cambios en la economía internacional incluyeron una mejoría de los precios de los principales productos de exportación del territorio y sobre todo una serie de innovaciones tecnológicas —introducción de la refrigeración, de la navegación a vapor que disminuyó en cerca de 75% los costos del transporte marítimo entre 1873 y 1909, de la electrificación rural y de la tecnificación productiva del sector de lácteos (Gould, 1966)— que permitieron a Nueva Zelanda diversificar sus exportaciones agrícolas con carne y lácteos —mantequilla, quesos— dirigidos al mercado británico: "Nueva Zelanda se volvió una granja británica" (Wilson, 2009). Estos cambios consolidaron a Gran Bretaña como primer mercado de exportación de Nueva Zelanda: en efecto, si hasta la década de 1860, los vecinos estados australianos fueron el primer socio comercial de la colonia —con más de la mitad de sus importaciones y 64% de sus exportaciones, en especial maderas y productos agrícolas destinados a las minas australianas—, desde la década de 1880, la creciente especialización neozelandesa en lana y luego en carnes y lácteos orientó su comercio exterior hacia la metrópoli, que recibía 72% de sus exportaciones en 1881-1990 y 79% en 1911-1914 (Gould, 1966). Esta tendencia de muy largo plazo permaneció prácticamente inalterada hasta la década de 1950 (cuadro 1).

Las innovaciones en materia de política económica introducidas a partir de 1891 implicaron un primer fortalecimiento de la intervención pública, que incluyó medidas de apoyo al lado de la oferta de bienes y servicios, así como iniciativas sociales que fomentaron indirectamente una demanda interna más estable. En el sector primario, se tomaron medidas que favorecieron el desmembramiento de las grandes propiedades rurales en granjas individuales más pequeñas y eficientes,[9] abarataron el crédito al pequeño productor rural a través de la ley de crédito a colonos (Advances to Settlers Act de 1894) y fomentaron la difusión de mejoras técnicas a través de la creación de un Departamento de Agricultura en 1892 (Gould, 1966). En materia de relaciones industriales, el gobierno liberal introdujo una serie de leyes que dotaron la colonia de una legislación social avanzada y estableció a través de la Ley de Conciliación y Arbitraje Industrial un mecanismo centralizado de resolución de disputas y de fijación de salarios que permitió evitar el estallido de huelgas y que antecedió la creación de la Corte de arbitraje salarial australiana. Una primera fase de expansión del sector de empresas públicas data también de este período que abarca la última década del siglo XIX y la primera del siglo XX: el gobierno liberal asumió el control del sistema de ferrocarriles (1893), de la generación futura de energía hidroeléctrica (1903), creó doce nuevos departamentos de gobierno así como "muchos de los otros organismos que compusieron el sector comercial público hasta mediados de los años 1980" (Duncan, 1996: 392), en particular, como lo veremos más adelante, en el sector financiero. La motivación detrás de la creación de estas empresas fue con frecuencia pragmática, debida a la pequeñez de la economía, a las dificultades o a los errores de las empresas privadas que habían emprendido las inversiones, o tuvo fines de regulación (Duncan, 1996: 392-393).

El buen nivel de sus precios de exportación y el mejor contexto interno que permitió que la población creciera hasta alcanzar el millón de habitantes, sostuvieron una etapa de bonanza económica para Nueva Zelanda que duraría hasta 1920. Su población de origen británico —más no la población *maori*— conformaba una sociedad "rica, dinámica e igualitaria" (Singleton, 2008: 2) y desde mediados de la década de 1890 hasta la primera guerra mundial, su ingreso per cápita superó netamente él de los australianos o estadounidenses (Maddison, 2003: 87-88). La sociedad neozelandesa era socialmente avanzada,

9. La adquisición forzosa de grandes propiedades y su posterior subdivisión y venta por el gobierno y la creación de un impuesto gradual son las dos principales medidas que favorecieron estos cambios estructurales en la propiedad de la tierra (Gould, 1966).

como lo muestra el hecho de haber sido el primer país en conceder el derecho de voto a las mujeres (1893) y entre los primeros en introducir beneficios sociales que ya prefiguraban un futuro Estado de bienestar, como las pensiones para la vejez (1898), o de viudez (1911). La economía giraba alrededor de las granjas familiares que producían lana, carnes y lácteos para la exportación, con ciertos desarrollos en el procesamiento industrial de estas producciones primarias y un pequeño sector que elaboraba bienes de consumo para el mercado doméstico, en complemento de los productos manufacturados que constituían el grueso de las importaciones totales de bienes. Este sector crecía con poco apoyo de las políticas económicas, salvo la presencia de aranceles, introducidos con la finalidad de recaudar ingresos para el gobierno y de apoyar actividades locales, los que fueron elevados en la década de 1880 (Hawke, 1985: 51). Un proceso de sustitución de importaciones "espontáneo", producto de iniciativas privadas, se inició de esta manera, y cambió la composición de las importaciones hacia los insumos y bienes de capital.

La Primera Guerra Mundial, en la cual Nueva Zelanda participó en tanto colonia británica, no cambió sustancialmente la estructura productiva del *dominion*. La etapa de precios de exportación estables y razonablemente buenos iniciada en la década de 1890 se prolongó hasta 1920, con el establecimiento de parte de Gran Bretaña de esquemas de compra al por mayor a precios fijos que garantizarían el abastecimiento del país en tiempos bélicos. Dos hechos sobresalen por el impacto que tuvieron sobre la trayectoria futura de la economía: se trata en primer lugar de la expansión manufacturera, pues debido a la escasez de bienes importados, se dinamizó el proceso espontáneo de sustitución de importaciones, un hecho observado en Australia y en otras economías periféricas. En 1931, en el momento en el cual el país fue alcanzado por la crisis, la estructura del empleo evidenciaba el cambio estructural de la economía: si las actividades agrícolas seguían ocupando cerca de 30% del empleo total en 1931 al igual que en 1871, solo superadas por el sector comercial y de servicios —35% del empleo en 1931 contra 25% en 1871—, la manufactura había aumentado su participación de menos de 5% a cerca de 12% del empleo total en el mismo lapso (Hawke, 1985: 43).[10]

En segundo lugar, sobresale el excesivo endeudamiento externo del *dominion*, si bien éste tuvo causas algo diferentes del episodio de inversión pública

10. La minería que aportaba 25% del empleo total en 1871 ya había perdido su importancia en 1931, con solo 2.5% del empleo.

y especulación privada de las décadas de 1870 y 1880. En efecto, en este caso fue principalmente la guerra que dejó a Nueva Zelanda con una deuda externa cuantiosa, incrementada en la década de 1920 para financiar nuevos gastos de infraestructura así como el establecimiento de granjas para los excombatientes. El servicio de esta deuda se volvió muy difícil a partir de mediados de los años 1920 —y más aún en la década siguiente—, y suscitó posteriormente un cambio de orientación en los patrones de financiamiento del gobierno neozelandés, que prefirió recurrir a la deuda interna, menos riesgosa. En efecto, al término del período de economía de guerra, cuando se abandonaron los esquemas de exportación con precios y cantidades garantizados por contrato, se inició una etapa de mayor debilidad y de volatilidad de las exportaciones neozelandesas, vinculada en parte a las dificultades económicas que atravesaba su principal mercado, el británico, debido al regreso de la libra esterlina al patrón oro en su valor —ya insostenible— de preguerra (Gould, 1966).[11] Así, en la década de 1920 Nueva Zelanda vivió dos momentos de recesión profunda y de desempleo que antecedieron la depresión de los años 1930, con caídas del Producto Nacional Bruto en 1921-22 y 1925-26 que fueron de la misma magnitud que la de 1932-1933, en el peor momento de la Gran Depresión en el país (Wright, 2009: 47).[12]

De manera significativa, una nueva etapa de políticas públicas más "intervencionistas" se inicio durante esta década marcada por las dificultades en el sector exportador, con granjeros fuertemente endeudados: así en 1922-1923 se reemplazó el sistema de compraventa libre de los principales productos de exportación por entidades centralizadas de comercialización de la carne y de los lácteos, precursores del sistema que prevaleció en la posguerra luego de la Segunda Guerra Mundial (Gould, 1966). Sin embargo, es solo en respuesta a la depresión de los años 1930 y durante la Segunda Guerra Mundial que Nueva Zelanda introdujo innovaciones fundamentales en sus políticas económicas, que llevaron a la creación del modelo de desarrollo que se mantuvo vigente hasta 1984.

11. La libra neozelandesa, que estaba informalmente atada a la libra esterlina, se establecío también en un valor inadecuado, y las exportaciones del territorio sufrieron una consecuente pérdida de competitividad.
12. Wright (2009) señala que para algunos historiadores todo el periodo de entreguerras fue marcado por la recesión y el desempleo.

Crisis y construcción de un nuevo modelo económico a partir de 1930

Los historiadores neozelandeses concuerdan en que la depresión impactó Nueva Zelanda con menos fuerza y algo más tardíamente que otras economías, como Australia por ejemplo. El *dominion* vivió lo peor de la crisis entre 1931 y 1933, dándose una fuerte recuperación en 1934-36 seguida en 1938-39 de una crisis de balanza de pagos, producida en parte por el impacto de las políticas introducidas en respuesta a la depresión (Wright, 2009: 43). La caída del producto interno bruto per cápita fue de "solo" 17.8% en Nueva Zelanda entre 1929 y 1932, y el país no sufrió una crisis bancaria ni entró en moratoria sobre su cuantiosa deuda externa. El contagio se dio a través de dos canales: el primero operó vía el comercio internacional, produciéndose un desplome de los precios de los productos de exportación neozelandeses de 47% en libras esterlinas entre 1928 y diciembre de 1931 (Copland, 1932: 373). La consecuente contracción de los ingresos rurales produjo el colapso de la demanda interna y de los ingresos fiscales.

En segundo lugar, Nueva Zelanda sufrió un contagio financiero de la vecina Australia —cuyos problemas de balanza de pagos y de deuda externa eran más severos—, debido a que las reservas en libras esterlinas de ambos territorios se hallaban "imbricadas" en los mismos bancos en Londres (Wright, 2009: 48). Esta circunstancia contribuyó en cortar el acceso de Nueva Zelanda al crédito londinense, al cual ésta había recurrido con cierta intensidad antes de la crisis, ahondándose sus dificultades económicas, y suscitó en respuesta la creación del Banco de Reserva de Nueva Zelanda (Reserve Bank of New Zealand, o RBNZ), que recibió la gestión de las reservas internacionales entre sus primeras tareas. Copland (1932) estimaba en 10% del valor exportado los préstamos contratados anualmente por los bancos del *dominion* entre 1926 y 1930 y concluía "la prosperidad de Nueva Zelanda había de hecho dependido, como la de Australia, de altos precios de exportación y de cuantiosos préstamos externos" (Copland, 1932: 373). Como resultado de este endeudamiento sostenido, la deuda pública representaba 160% del PIB en 1930-31 (Wright, 2009. 48) y la carga del servicio de la deuda externa se volvió agobiante después de la caída de los precios internacionales pues equivalía a 26% de los ingresos por exportación en 1932 (Gould, 1966).

Ahora bien, las medidas aplicadas desde la llegada de la crisis al territorio neozelandés, aunadas a los efectos de las recesiones anteriores de los años 1920, causaron hondas y prolongadas consecuencias sociales, cuyo recuerdo perdu-

raría y llevaría posteriormente al establecimiento de nuevas prioridades para la política económica: el "aislacionismo" (*insulationism* en el discurso interno) buscaría minimizar el impacto de choques externos negativos sobre la economía doméstica y la sociedad, con el doble objetivo de estabilidad económica y pleno empleo. En efecto, en Nueva Zelanda como en otras economías, se enfrentó inicialmente la crisis dando prioridad al restablecimiento del equilibrio fiscal y externo, a través de medidas de recorte del gasto público y de ajuste hacia la baja de precios y salarios. Así, el gasto en obras de infraestructura, que se había elevado hasta constituir 31% del presupuesto del gobierno en 1931 (Wright, 2009: 47), disminuyó de 65% en términos nominales entre 1931 y 1933, mientras que las pensiones sufrían un recorte de 30% y los salarios de los sectores público y privado eran recortados, de entre 5 y 12% y de 10% respectivamente. A la vez la política cambiaria intensificó las tendencias depresivas y deflacionarias de la economía —la deflación alcanzó 12% en 1932 (Wright, 2009: 48)— ya que después de una devaluación de 10% en 1931, se eligió mantener inalterado el tipo de cambio con la libra esterlina hasta 1933.[13]

Gould (1966) argumenta que el costo humano de la depresión fue elevado pues a pesar de su fama de "laboratorio social" temprano, la protección social se había de hecho retrasado en el país frente a los avances internacionales, dejando bastante desprotegidos a los desempleados, que representaban 30% de la mano de obra en 1933. El principal apoyo para este sector de la población se dio en forma de trabajos públicos o de míseros "apoyos de subsistencia" mientras otras iniciativas buscaban apoyar a los granjeros sobreendeudados, cuyo ingreso fue nulo o negativo entre 1930 y 1932 (Gould, 1966). Por otro lado, a pesar de la reducción de tasas de interés nominales impuesta por el gobierno, el peso real del servicio de las deudas hipotecarias se elevó dramáticamente[14] y llevó a que 30% de éstas entraran en moratoria (Wright, 2009. 55), hecho que empujó la introducción en 1931 de un programa de reducción de pago por acuerdo entre deudor y prestamista (Gould, 1966).

13. Véase Copland (1932), para una discusión de los debates que se dieron en este momento acerca de la conveniencia de devaluar entre los economistas locales y los enviados de Gran Bretaña, Sir Otto Niemeyer y el Profesor Gregory. Copland concluye "Existen evidencias de que ciertos economistas en Inglaterra tienen la mente bastante dominada por el punto de vista del prestamista" (Copland, 1932: 379, traducción mía).
14. Aún con esta disminución nominal de las tasas de interés, la deflación hizo elevarse las tasas de interés reales de los préstamos hipotecarios, que culminaron en la década de 1930 a cerca de 20%, mientras los precios del sector inmobiliario se desplomaban (Reddell y Sleeman, 2008: 8, gráficos 4 y 5).

La devaluación de la libra neozelandesa en 1933 frente a la divisa británica, y los acuerdos comerciales preferenciales de Ottawa, facilitaron la recuperación económica de Nueva Zelanda a partir de 1934, cuando los precios internacionales volvieron a elevarse, si bien el desempleo persistió por más tiempo. Singleton concluye: "Como fue el caso en otras partes, la recuperación de Nueva Zelanda no fue el producto de una estrategia económica coherente. Cuando se adoptaron políticas benéficas, fue tanto producto del azar que de la voluntad" (Singleton, 2008). Ahora bien, si el gobierno elegido en 1931 introdujo algunos cambios institucionales importantes, como la creación del RBNZ, que permitió que el país tuviera por fin una moneda oficial así como una política cambiaria y de reservas autónoma, es a partir de 1935 que se dieron los cambios de la política económica y social que abrieron una nueva fase de la economía neozelandesa.

Como se dijo en párrafos anteriores, la depresión contribuyó tanto a cambiar las metas últimas de la política económica como a introducir en ésta nuevas instituciones y nuevos instrumentos. Estos cambios se dieron con la llegada al poder en 1935 —cuando ya la recuperación estaba en curso— de un gobierno laborista. Algunas de las políticas introducidas rápidamente por este gobierno contribuyeron a aliviar la difícil situación de buena parte de la población neozelandesa y favorecieron la recuperación económica al impulsar la demanda interna: se trata en primer lugar del restablecimiento del nivel nominal de ingresos (salarios, pensiones) previo a la disminución forzada de 1931, y de la ampliación y transformación del anterior "Fondo de Desempleo" en un "Fondo de Promoción del Empleo" que mejoró el apoyo a los desempleados, de la instauración de la semana de 40 horas y de un objetivo explícito de ingresos salariales justos.[15] El gobierno laborista utilizó otros instrumentos convencionales para estimular la demanda, como un programa de trabajos públicos, a la vez que introdujo nuevas iniciativas: entre éstas, sobresalen la creación de un programa público de vivienda (1936) y sobre todo la construcción de un nuevo sistema de beneficios sociales (1938), destinado a proteger los neozelandeses "desde la cuna hasta la tumba" (Gould, 1966). La nacionalización del Banco de Reserva, en 1936, permitió transformar esta institución en una fuente de crédito, que impulsó, entre otras actividades, el programa público de vivienda. En 1939, esta institución fue puesta bajo el control del Ministerio de Finanzas (Wright, 2009: 57).

15. A partir de 1936, la corte de Arbitraje se vio obligada por Ley a establecer "para los adultos varones un salario base que 'debería ser suficiente para la manutención de un hombre, su esposa y tres hijos en un nivel de confort justo y razonable'" (Dalziel y Lattimore, 2001: 87).

En materia de oferta y comercialización de bienes, el gobierno introdujo un precio garantizado para los productos agropecuarios, y creó en 1937 un Departamento de Ventas que monopolizó las exportaciones de lácteos. A la vez, se buscó fomentar el desarrollo del sector manufacturero (Gould, 1966). Estas políticas, que alteraron dramáticamente la distribución del ingreso en el país, creando nuevas fuentes internas solventes de demanda en un contexto marcado por capacidades de producción subutilizadas, lanzaron una fase de crecimiento excepcional de la economía neozelandesa: entre 1935 y 1944, el ingreso real per cápita progresó a un ritmo anual promedio de 7% (Bertram, 1997: 52-53).

En 1938, esta elevada demanda interna, combinada con un menor dinamismo de las exportaciones, creó una crisis de balanza de pagos que fue enfrentada no con una devaluación de la moneda ni con medidas de restricción de la demanda interna, sino con la introducción de controles cambiarios y de licencias y controles cuantitativos de las importaciones, iniciándose así una política que Nueva Zelanda seguiría por casi cinco décadas. De esta manera, estaban ya presentes antes de la Segunda Guerra Mundial los elementos centrales del modelo que el país siguió hasta 1984. La guerra consolidó este modelo al lograr definitivamente la recuperación económica y eliminar el desempleo. "… El gobierno del período de guerra, en parte a través de la comisión multisectorial de estabilización, utilizó la situación para remediar las 'numerosas y diversas deficiencias de la estructura económica de la era anterior a 1939'" (Wright, 2009: 56).

La Segunda Guerra Mundial contribuyó claramente a fortalecer la industrialización sustitutiva en Nueva Zelanda, al expandir y diversificar el sector manufacturero debido a la escasez de bienes de consumo importados y a la participación del país en la producción de materiales bélicos, hacia la cual se estima se orientaba 40% del producto manufacturero. A la vez, el país gozaba de estabilidad en sus ingresos de exportación, al realizarse de nuevo sus ventas mediante contratos que establecían precios y cantidades en el marco de la economía de guerra británica. En materia de deuda externa, la lección de la Depresión fue asimilada por las autoridades, y Nueva Zelanda logró una mejor gestión de su deuda pública que en la primera guerra: aprovechó las bajas tasas de interés de los años 1930 para reducir el servicio de su deuda externa y realizó pagos anticipados en la década de 1940, operaciones que resultaron en una carga de intereses que no superaba 2% del valor exportado en la década de 1950 (Gould, 1966).

La política de desarrollo administrado, 1945-1984

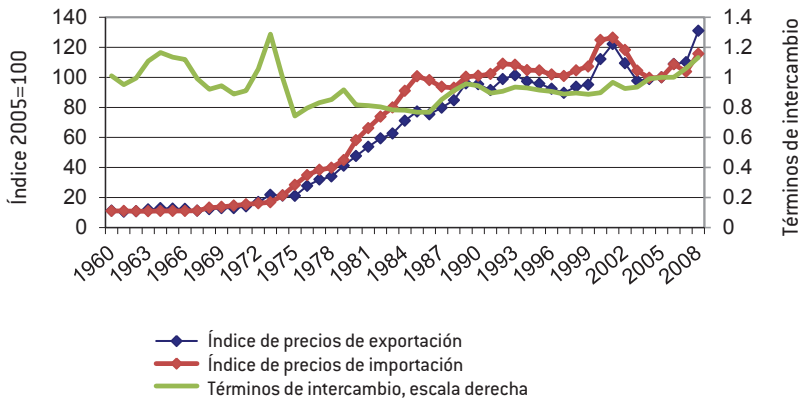
Al igual que para Australia, la guerra en el Pacífico marcó los límites de la protección que podía brindar el Reino Unido a Nueva Zelanda, cuya seguridad pasó a depender más de Estados Unidos, con el cual se estableció el Acuerdo tripartita de seguridad ANZUS en 1951.[16] Sin embargo, a diferencia de Australia, y debido a su mayor aislamiento geográfico, Nueva Zelanda no sintió la misma presión para poblar su territorio frente a eventuales amenazas externas provenientes de Asia; en consecuencia, sus políticas económicas no se concentraron en lograr un alto crecimiento económico que permitiera dar empleo a una población en rápida expansión sino que buscaron más bien alcanzar la estabilidad económica con pleno empleo, con políticas de inmigración subordinadas al logro de estos objetivos (Singleton y Robertson, 2002a: 75). Por otro lado, desde la depresión, las autoridades habían perdido confianza en la capacidad de la especialización primario exportadora para asegurar la prosperidad del país, y buscaban mantener y expandir la diversificación productiva lograda durante la guerra: por ello, decidieron que "Nueva Zelanda continuaría protegiendo su manufactura para garantizar el pleno empleo y desarrollar una economía más equilibrada", y siguieron utilizando controles cuantitativos y licencias a las importaciones para estimular la industrialización, un proteccionismo en abierta contradicción con los acuerdos de Ottawa (Singleton y Robertson, 2002a: 77-78).[17] Al igual que Australia, Nueva Zelanda mantuvo hasta la década de 1970 un alto nivel de protección, similar al aplicado en América Latina, que le valió el apelativo de "Fortress New Zealand": en 1970, los aranceles promedio eran de 23% en ambos países (contra 12% en Japón y 8% en la CEE) y 42% de los bienes eran sometidos a restricciones cuantitativas en Nueva Zelanda (Singleton y Robertson, 2002: 21). El gobierno neozelandés adquirió un gran protagonismo, sea a través de las empresas públicas, que aportaban 11% del PIB en 1980 (Duncan, 1996: 394) en el marco de una "economía mixta", sea mediante las numerosas regulaciones que regían la vida económica.

Desde 1945 hasta 1966, el contexto internacional estuvo favorable para Nueva Zelanda, con términos de intercambio altos hasta el final de la guerra de Corea, y relativamente buenos después, y permitió un crecimiento económico

16. Nueva Zelanda dejó de ser un miembro activo de este acuerdo en 1984-1986.
17. Estos acuerdos estipulaban que Nueva Zelanda solo podría proteger aquellas industrias susceptibles de volverse competitivas en el plano internacional (Singleton y Robertson, 2002a: 78).

sostenido, con ingresos reales a la alza acompañados de una inflación algo superior a la de los demás países de la OCDE y de moderados déficits comerciales. El colapso del precio de la lana en 1966-1968 significó un primer deterioro de los términos de intercambio del país, que se profundizaría después de 1972-73, permaneciendo luego esta variable en un nivel bajo por décadas (gráfico 1). La recesión, el deterioro de la cuenta corriente y la devaluación del dólar neozelandés en 1967[18] (Reddell y Sleeman, 2008: 10-11) ilustran el primer impacto inicial negativo de estas nuevas tendencias internacionales sobre la economía neozelandesa. Ahora bien, el desempeño económico siguió siendo relativamente bueno hasta 1974, pues el PIB real creció a un ritmo anualizado de 4.2% en 1960-1974, con un desempleo prácticamente nulo, una inflación inferior a 5% anual y un déficit promedio de la cuenta corriente de 1.5% (Roper, 1997: 4). Sin embargo, resultó evidente desde los años 1960 que el país crecía menos que las demás economías de la OCDE, lo cual se traducía en una disminución relativa del ingreso per cápita neozelandés y a la pérdida de posiciones en este club de los países industrializados. En consecuencia, esta década marca una nueva etapa de debate y de cuestionamiento de la estrategia de desarrollo.

GRÁFICO 1. Nueva Zelanda: índice de términos de intercambio, 1960-2008



Fuente: FMI.

18. El dólar neozelandés reemplazó la libra en 1967, cuando Nueva Zelanda eligió decimalizar su moneda.

Con un mercado doméstico pequeño, en un país alejado de los grandes centros económicos mundiales, las perspectivas de desarrollar un amplio rango de actividades manufactureras competitivas internacionalmente sobre la base de una industrialización sustitutiva eran reducidas. De hecho, hay un consenso entre historiadores y economistas neozelandeses acerca del carácter poco eficiente y los costos elevados de numerosas actividades manufactureras domésticas, aún cuando se reconoce la capacidad del sector industrial para generar empleo y fortalecer la adquisición de capacidades técnicas y gerenciales (Singleton, 2008). Ahora bien, la crítica más fundamental de la industrialización sustitutiva neozelandesa se refiere a la ausencia de una estrategia coherente para el desarrollo del sector manufacturero: "la industria manufacturera creció en una forma sujeta al azar detrás de una batería de controles a la importación, cuyo objetivo primario era aislar el empleo de los choques externos" (Singleton y Robertson, 2002: 78). Aún cuando existieron esfuerzos por desarrollar ciertas actividades, no se buscó realmente elegir "ganadores" es decir actividades que pudieran competir a la exportación y como resultado de ello "…ni la planificación sistemática ni el mercado determinaban como los recursos se distribuían entre los sectores primario e industrial. Nueva Zelanda carecía de una estrategia de desarrollo consistente y la política de gobierno era guiada por los imperativos de corto plazo de pleno empleo y alto consumo" (Singleton y Robertson, 2002a: 98).

Añadiéndose a las poco alentadoras perspectivas de las exportaciones agropecuarias, la pérdida anunciada del fácil acceso al mercado británico debido a la proyectada entrada de Gran Bretaña al Mercado Común Europeo estimuló el debate acerca de la inserción del país en la economía internacional, y en particular el tema de la diversificación de las exportaciones neozelandesas —tanto en productos como en destinos— adquirió una nueva importancia. El país firmó un primer tratado de libre comercio con Australia en 1966 (*New-Zealand Australia Free Trade Agreement*, NAFTA), que le permitió elevar sus exportaciones manufactureras en este mercado muy protegido y buscó relajar su proteccionismo a partir de la Conferencia Nacional de Desarrollo de 1969 (Dalziel y Lattimore, 2001. 37). Sin embargo, la ausencia de selectividad en la protección del desarrollo industrial y los altos costos de mano de obra y de insumos de la industria manufacturera neozelandesa marcaron límites a la exportación exitosa de bienes industriales. De hecho, con pocas excepciones como el desarrollo de

exportaciones de productos madereros y el costoso proyecto de Murupara,[19] un *joint-venture* de la década de 1950 entre el gobierno y una empresa privada que empezó a exportar papel y pulpa de papel hacia Australia, las exportaciones siguieron concentradas en los rubros tradicionales de lana, lácteos y carne y las manufacturas elevaron su participación de 3.7% en 1960 a 10.2% en 1970 (cuadros 1 y 2).

Nueva Zelanda logró diversificar los destinos de sus exportaciones, en particular hacia Australia, Estados Unidos y Japón, que recibían respectivamente 8, 15.3 y 9.7% de las exportaciones neozelandesas en 1970 contra 4.4, 12.8 y 3% en 1960, pero Gran Bretaña seguía siendo el primer socio comercial con 35% de las exportaciones totales en 1970 (53% del total en 1960). En suma, los esfuerzos de los años 1960 y 1970 para reformar el modelo de desarrollo, cambiar el perfil exportador y diversificar los destinos geográficos rindieron ciertos frutos pero resultaron insuficientes para suavizar en forma suficiente el impacto de los grandes shocks externos negativos de 1973.

CUADRO 1. Nueva Zelanda: principales mercados de exportación, 1938-1970 (Porcentajes del total)

	Reino Unido	*Estados Unidos*	*Australia*	*Japón*	*CEE (6)*
1938	84.2	2.5	3.8	1.0	3.9
1946	70.1	9.6	3.6		6.3
1950	66.5	10.1	2.6	0.5	12.2
1955	65.5	5.9	2.5	0.8	16.2
1960	53.1	12.8	4.4	3.0	16.7
1965	50.9	12.3	4.7	4.3	16.2
1970	35.5	15.3	8.0	9.7	11.0

* Suma de las exportaciones hacia los seis países de la Comunidad Económica Europea: Benelux, Francia, Italia, Países Bajos y República Federal Alemana.

Fuente: Singleton y Robertson, 2002a: 10.

19. Como lo veremos en la sección siguiente, financiar Murupara implicó un cambio en las políticas del gobierno neozelandés en materia de financiamiento externo.

CUADRO 2. Principales mercancías de exportación de Nueva Zelanda (porcentajes del total excluyendo oro)

	Lana	*Productos lácteos*	*Carne*	*Manufacturas*
1938	21.6	40.5	27.0	0.1
1946	26.6	30.1	24.9	1.7
1950	40.1	29.9	17.7	0.2
1955	36.2	27.2	26.3	1.7
1960	33.9	26.1	26.9	3.7
1965	28.7	24.9	29.2	5.2
1970	19.2	20.1	34.6	10.2

Fuente: Singleton y Robertson, 2002a: 18.

Financiamiento del desarrollo y sistema financiero

Las etapas del desarrollo económico neozelandés que acabamos de analizar corresponden a diferentes configuraciones del financiamiento de la economía. Las primeras décadas de expansión económica dependiente de Gran Bretaña correspondientes a la etapa de la "primera mundialización", combinaron un acceso amplio al ahorro británico con la creación y expansión de un sistema bancario interno dominado por un esquema de "banca libre". La Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial dieron paso a una etapa de menor protagonismo del financiamiento externo en la cual un sistema bancario interno estrechamente regulado dirigía los recursos bajo la tutela pública, etapa que se prolongó hasta 1984.

Financiamiento externo y sistema financiero hasta 1934

El financiamiento temprano de Nueva Zelanda, esencialmente de origen británico, combinó un cuantioso endeudamiento público con fuertes deudas privadas hasta finales del siglo XIX. Hawke (1985) avanza que a partir de la década de 1880 el ahorro interno participó en forma mayoritaria en el financiamiento de la inversión fija. Estas décadas fueron marcadas por frecuentes "ceses bruscos" (*sudden stops*) de las entradas de fondos —1886-1890, 1896, 1898-1899, 1909, 1914-1915, 1919, 1931-1933— cuyo impacto fue poco o medianamente severo pues se acompañaron de una sola crisis bancaria sistémica (Bordo, Hargreaves y Kida, 2009: 10). Se concluye que el sistema financiero interno, poco regulado como lo veremos, era sin embargo más estable que en el caso, por ejemplo, de Estados Unidos, que sufrió numerosas "corridas" bancarias.

A la vez, el incipiente desarrollo económico se acompañó de la instalación de las primeras instituciones financieras privadas en el territorio de la colonia, constituyéndose un sistema financiero especializado en el cual sobresalían por su importancia los bancos comerciales y de ahorro y, entre los intermediarios financieros no bancarios, las compañías financieras o financieras ganaderas (pastoral finance companies). Desde los *gold rushes* de los años de 1870, se crearon asimismo mercados de valores en los principales centros mineros, algunos de los cuales sobrevivieron organizándose posteriormente en bolsas de valores regionales.

Desde sus inicios hasta la Depresión de los años 1930, aproximadamente hasta la creación del Banco de Reserva, este sistema funcionó bajo el esquema de "banca libre" o *free banking*, dominado por la banca comercial privada. Los bancos comerciales, siguiendo el modelo británico del siglo XIX, extendieron redes de sucursales e intermediaban la mayor parte del financiamiento proveniente de la metrópoli. Algunas de estas instituciones eran británicas (*Union Bank* creado en 1861, *Bank of Australasia*, en 1864), otras neozelandesas, como *Bank of New Zealand*, creado en 1861, *Colonial Bank of New Zealand* o *Bank of Otago*, y desde el inicio estuvieron también presentes bancos australianos, como *Bank of New South Wales*, de 1861 o más tardíamente, *Commercial Bank of Australia*, desde 1912 (Hawke, 1985: 61). La reglamentación a la cual se encontraban sujetas era ligera más no inexistente; consistía en la obligación de difundir periódicamente sus resultados financieros y en mantener reservas precautorias mínimas (Hawke, 1985: 65). En ausencia de un banco de emisión público —solo entre 1850 y 1856 funcionó un *State Bank of Issue*, abolido posteriormente, que monopolizó la emisión— estas instituciones gozaban del privilegio de emitir sus propios billetes, garantizados por sus reservas. Asimismo, en ausencia de un banco central constituían el conducto a través del cual se administraba el tipo de cambio de la libra neozelandesa, fijado con muy reducidos márgenes de variación a la libra esterlina, y sus reservas en Londres guardaban una relación estrecha con la creación doméstica de crédito: "Los bancos se responsabilizaban de asegurar que las importaciones hacia Nueva Zelanda pudieran financiarse sobre la base de las recetas por exportación y de préstamos externos… Si los fondos externos eran insuficientes para financiar las importaciones, éstas debían recortarse y esto se obtenía a través de una disminución de los préstamos bancarios (Hawke, 1985: 65). Ahora bien, a diferencia de sus homólogos británicos, los bancos comerciales neozelandeses, al igual que las instituciones que operaban en Australia, no se limitaban a actividades de corto plazo, sino que invertían

parte de sus recursos a largo plazo, al conceder préstamos hipotecarios garantizados por propiedades rurales, actividad que se encuentra al origen de la crisis sistémica de la década de 1880.

Entre las demás instituciones de inspiración británica que constituían el sistema financiero decimonónico y perduraron hasta los años 1970, se hallan los bancos de ahorro fiduciarios (*Trustee Saving Banks*, o TSB), orientados a captar el ahorro de sectores populares a nivel regional. Entre 1847 y 1870, nueve bancos de ahorro se establecieron en el territorio, de los cuales cinco sobrevivían a inicios del siglo XX (Familton, 1966). El dispositivo orientado hacia el pequeño ahorrista contó también de manera temprana con una institución pública, el Banco de Ahorro de la Oficina de Correos, que canalizaba los fondos colectados hacia el financiamiento público. El gobierno participó también en forma temprana con la creación de una aseguradora de vida pública (1868) y un *Public Trust Office* (1872) que desempeñaba funciones de albacea y curador (Duncan, 1996: 393). Finalmente, las compañías financieras, con frecuencia creadas por los bancos comerciales para orientar más libremente sus recursos hacia el sector inmobiliario, dominaban buena parte del mercado de préstamos hipotecarios hasta la década de 1880.

Tanto los bancos comerciales como estas instituciones no bancarias estuvieron en el centro del ciclo de auge especulativo y caída del mercado de tierras alimentado por flujos financieros británicos, que llevó entre 1885 y 1895 a la primera crisis financiera sistémica de la colonia. En efecto, en medio del optimismo del "auge Vogel" de la década de 1870, ambos tipos de instituciones empezaron a captar fondos del Reino Unido, los bancos mediante la atracción de depósitos en sus sucursales londinenses y las compañías financieras a través de la emisión de bonos, colocados sobre todo en Escocia, y los canalizaban hacia el mercado hipotecario neozelandés, que ofrecía rendimientos sustancialmente más altos (Hunt, 2009: 31). Estos créditos, a los cuales se agregaban préstamos no intermediados, es decir entre individuos, alimentaron un alza especulativa del precio de la tierra en la colonia, que continuó hasta los primeros años de la década de 1880.

La crisis financiera neozelandesa tuvo en sus inicios una causa real, "la caída de los precios de exportación [que] señaló los límites de la estructura económica, basada en una producción extensiva de lana" (Hunt, 2009. 32). Así, el desplome de los precios de exportación de la lana, sobre la cual se basaba la capacidad de pago de los productores, deterioró la calidad de los préstamos, frenándose en un segundo momento las entradas de fondos cuando los ahorristas ingleses percibieron el alza en el nivel de riesgo de las inversiones en la colonia. Finalmente,

la consecuente caída del precio de la tierra redujo el valor del colateral, y dañó severamente los balances de las compañías hipotecarias y de los bancos que las respaldaban, que tuvieron que asumir sus obligaciones, y recortaron en consecuencia su oferta de crédito a la economía. Los problemas bancarios en Nueva Zelanda salieron a la luz en 1885 —después de varios años de "maquillaje" de balance—, con una primera fase de crisis caracterizada por pérdidas y aumentos de capital repetidos de parte de los accionistas de varios bancos, incluyendo en 1888 el más grande, *Bank of New Zealand* (BNZ) que concentraba cerca de la mitad de los depósitos y préstamos domésticos. Una segunda fase más aguda se inició en 1891, debido al contagio de la crisis bancaria australiana (capítulo 1).

En 1894 —a diferencia del gobierno australiano—, el gobierno neozelandés intervino de emergencia, declarando los billetes de curso legal para evitar el pánico y las "corridas" bancarias y estableciendo una garantía pública de parte de los pasivos del BNZ. En 1895, el banco se recapitalizó gracias a aportaciones de los accionistas y del gobierno y sus activos de mala calidad fueron trasladados a una estructura de liquidación *ad-hoc*; el costo del rescate para el gobierno ha sido estimado en 11.5% del gasto fiscal y 1.6% del PIB (Hunt, 2009: 30 y 38). Por otro lado, el gobierno orquestó operaciones de fusión y absorción entre bancos, con el objetivo de fortalecer el sistema. Finalmente, como consecuencia de su participación al rescate, el gobierno neozelandés conservó una participación accionaria al capital del BNZ, que nacionalizó luego de la Segunda Guerra Mundial.

Si bien la crisis puso de manifiesto la toma excesiva de riesgo de parte de bancos y compañías financieras, debida a la transformación de vencimientos y a la iliquidez de los activos que respaldaban sus préstamos, no se tradujo en el abandono del *free banking*, ni en un fortalecimiento notable de la regulación bancaria, ni en la creación de un banco central. Sin embargo, la capacidad del gobierno de influir en el sistema se fortaleció a través del nuevo papel que asumió en la oferta de servicios financieros. Por un lado su participación al capital del BNZ le permitía ejercer una supervisión informal y por otro lado, la creación de una institución financiera pública, la *State Advances Corporation* que apoyaba con crédito el establecimiento de los granjeros, le permitió influir en el mercado hipotecario en el cual aportaba una cuarta parte del crédito en 1901 (Hunt, 2009: 34).[20] La creación de esta institución, a la cual se agregaron posterior-

20. La mayor participación del crédito entre personas disminuyó asimismo la participación institucional en el financiamiento hipotecario.

mente dos fondos públicos de pensiones (*Government Superannuation Fund y National Provident Fund*) y una aseguradora pública de riesgos generales (*State Insurance*) en 1903, aunada a la expansión de otras instituciones privadas, como las aseguradoras, disminuyeron la participación de los bancos comerciales en los activos totales del sistema, de 71% en 1880 a 42% en 1900 y 36% en 1913 (Hawke, 1985: 64)[21]. Esta estructura institucional del sistema se mantuvo sin mayores cambios hasta mediados de la década de 1930.

Cabe notar que Nueva Zelanda no sufrió una crisis bancaria en la depresión de los años 1930, a pesar de la magnitud del shock a la economía real. Varios factores explican este buen comportamiento. En primer lugar, hubo una conducta más prudente de las instituciones en los años que antecedieron la crisis, que tenían por tanto una hoja de balance y niveles de capitalización más sólidos que les permitieron absorber las pérdidas asociadas al deterioro de la cartera. En segundo lugar, desempeñaron un papel la participación pública en la oferta de créditos hipotecarios y la mayor "tolerancia" hacia los deudores, orquestada en parte por el gobierno, que interfirió en los mecanismos de mercado al forzar disminuciones de intereses nominales y al estimular acuerdos banco deudor que permitieran continuar con un servicio reducido de la deuda. Por otro lado, aún cuando Nueva Zelanda no entró en moratoria sobre su deuda externa durante la Gran Depresión, los sacrificios requeridos para su servicio indujeron los gobiernos posteriores a minimizar esta forma de financiamiento y a preferir el fondeo en el mercado interno.

El sistema financiero reglamentado: 1934-1984

Así, en los años que siguieron la Segunda Guerra Mundial, la inversión fija se financió esencialmente sobre la base del ahorro interno, complementado con capital británico a altura de 4% de la FBCF entre 1949 y 1957 (Singleton y Robertson, 2002: 75-76). Es solo a partir de la década de 1950, para la realización del proyecto de Murupara, que el país abandonó este "tabú" y volvió a recurrir con más intensidad al endeudamiento público internacional, a través de la colocación de bonos en el mercado londinense. En estos años, Nueva Zelanda, que carecía de acceso a fondos multilaterales debido a que había declinado unirse a los acuerdos de Bretton-Woods, acrecentó su dependencia de este mercado, al

21. Hawke señala que estos datos de Goldsmith exageran el declive de los bancos, debido a que en 1880 no contabilizaban la participación de las compañías financieras en los activos totales, que era mayor que en 1913.

cual recurría tanto para financiar inversiones como para aliviar sus recurrentes dificultades de balanza de pagos, y recibía un elevado 12% de las exportaciones de capital británicas hacia el Commonwealth (Singleton y Robertson, 2002a: 87). A fines de esta década, las dificultades de Gran Bretaña para satisfacer los requerimientos de financiamiento de sus antiguas colonias y su mayor preferencia por la modernización de la economía doméstica, empujaron Nueva Zelanda a buscar otras fuentes de fondos, dirigiéndose en primer lugar hacia el mercado financiero de Nueva York y en 1961, hacia el financiamiento multilateral, a través de su adhesión al FMI y al Banco Mundial. La deuda pública externa se mantuvo sin embargo en niveles bastante más modestos que antes de 1940: las estimaciones disponibles establecen la deuda externa bruta del gobierno en cerca de 25% del PIB en 1950, en poco más de 10% en 1970 y en 27% en 1984 (Bertram, 1991), mientras que el total de la deuda pública bruta se situaba en aproximadamente 50% (1970) y 75% (1984) del PIB (Dalziel y Lattimore, 2001: 63).

El financiamiento externo a través de la contratación de deudas era complementado con la entrada de IED, sobre todo británica y australiana hasta la década de 1950 y posteriormente, también estadounidense. A partir de los años 1950, estas inversiones contribuyeron con fuerza a la expansión del sector manufacturero, aportando nuevas tecnologías, nuevos productos y métodos de gestión. Pero estas empresas que, a mediados de la década de 1960 aportaban una cuarta parte de la producción manufacturera doméstica, eran a menudo creadas para evitar las barreras a las importaciones y destinaban sus productos al mercado interno. Debido al tamaño reducido de este mercado, estas producciones no lograban alcanzar costos competitivos internacionalmente (Singleton y Robertson, 2002a: 93). La postura de las autoridades neozelandesas hacia la IED era ambivalente, debido a que temían la dominación económica extranjera y rechazaban ceder el control de sectores productivos, sometiendo por ello los inversionistas —más aún la inversión japonesa— a una serie de restricciones que, para las opiniones críticas, limitaba la entrada de IED y los beneficios que ésta podía aportar (Singleton y Robertson, 2002a: 97).

Desde mediados de los años 1930, el sistema financiero neozelandés funcionó en una forma muy diferente de las décadas anteriores. Como lo vimos, se produjo en 1934 un cambio institucional mayor con la tardía creación de un banco de reserva privado en 1934 y su nacionalización en 1936, iniciativas que despojaron los bancos comerciales de su capacidad de emitir billetes y de administrar el tipo de cambio y las reservas. Un paso más en el establecimiento

de controles al sistema financiero se dio en 1938-39, con la introducción de controles cambiarios, completándose el dispositivo durante la Segunda Guerra Mundial. En 1945, el gobierno nacionalizó el banco comercial más grande, BNZ —en el cual tenía una participación accionaria minoritaria desde la crisis de 1894— que captaba alrededor de 40% de la actividad de banca comercial y era el único banco local. Entre la década de 1950 y 1984, el sistema financiero neozelandés contó con cuatro o cinco bancos comerciales —tres o cuatro de propiedad extranjera—, varios bancos de ahorro y otras instituciones financieras no bancarias tales como corporaciones financieras o sociedades constructoras. Varias instituciones financieras importantes eran de propiedad pública: además del BNZ, el gobierno controlaba dos instituciones de desarrollo, el Banco Rural (*Rural Bank*) y la Corporación Financiera de Desarrollo (*Development Finance Corporation*, o DFC), y el ya mencionado Banco de Ahorro de la Oficina de Correos. Los bancos de ahorro, orientados al financiamiento hipotecario y cuyos depósitos gozaban de una garantía pública, operaban con ciertas limitaciones geográficas y debían invertir no menos de 50% de sus activos en títulos de gobierno.

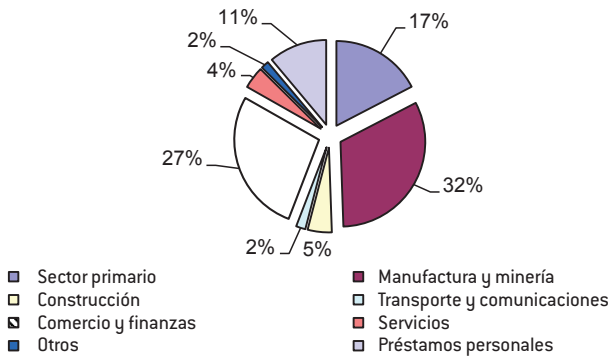
Los bancos comerciales se hallaban sometidos a reglamentaciones más estrictas y a requisitos de reserva legal —efectivo, depósitos en el banco central y títulos de gobierno— que debilitaron su posición competitiva frente a las demás instituciones, produciéndose un proceso de desintermediación, es decir de migración de los depósitos hacia intermediarios menos regulados. Las autoridades procuraron contrarrestar este movimiento autorizando en 1964 la creación de bancos de ahorro controlados por los bancos comerciales y extendiendo a las demás instituciones —bancos de ahorro, compañías financieras, sociedades constructoras, fondos de pensiones y aseguradoras— requisitos de inversiones obligatorias en bonos públicos (Dalziel y Lattimore, 2001: 47).[22] La política monetaria se hacía a través de instrumentos directos que incluían controles aplicados a las tasas de interés nominales, los mencionados requisitos de reserva legal e inversiones compulsivas en bonos de gobierno. La evolución de los activos del sistema financiero desagregados por tipos de instituciones entre 1935 y 1979 señala la pérdida relativa de participación de los bancos comerciales, de 33% del total en 1935 a 16.5% en 1969, que se revierte en parte en años posteriores, así como la importancia que revestían el Banco de Ahorro

22. El grado de riesgo de estos intermediarios era sin embargo más elevado, lo cual quedó demostrado en la década de 1970, cuando varios colapsaron o causaron pérdidas a sus depositantes (Scollay y St. John, 1996)

de la Oficina de Correos, la segunda institución por el nivel de activos hasta 1969, y las aseguradoras de vida (cuadro 3). En proporción del PIB, el total de activos del sistema fue disminuyendo entre 1965 y 1979, reflejando un proceso de "superficialización financiera", sin duda asociado a la represión del sistema. El peso de los principales intermediarios, los bancos comerciales, en relación con el nivel de actividad se fue reduciendo hasta 1969, dándose posteriormente un crecimiento que llevó sus activos a 25% del PIB en 1979, un nivel comparativamente bajo.

El crédito bancario se sujetaba a directivas del ministerio de finanzas, que podía modificar directamente la cantidad de crédito total concedido por los bancos así como la orientación de los recursos, y dirigía el crédito de preferencia hacia el sector agropecuario, la industria manufacturera y la construcción de viviendas. La banca comercial orientaba principalmente sus recursos hacia los sectores primario, manufacturero y comercial (gráfico 2) mientras los bancos de ahorro atendían al segmento hipotecario residencial. Nueva Zelanda mantuvo durante todo el período un sistema de tipo de cambio fijo o semifijo —a partir de 1979 adoptó un tipo de cambio con deslizamientos diarios o *crawling peg*—, que utilizaba controles cambiarios y de capitales para evitar los flujos de fondos intempestivos, y aislaba la esfera financiera local de los mercados financieros internacionales. Como lo veremos, este sistema perdió eficiencia en los años 1970 y 1980.

GRÁFICO 2. Nueva Zelanda: asignación de crédito de la banca comercial (1963)



Fuente: Familton, 1966.

CUADRO 3. Nueva Zelanda: activos de las instituciones financieras, 1935-1979

	1935		*1955*		*1965*		*1969*		*1974*		*1979*	
	NZ$	*%*	*NZ$*	*%*	*NZ$*	*%*	*NZ$*	*%*	*NZ$*	*%*	*NZ$*	*%*
Banco de Reserva	56	11.20	338	15.74	305	7.55	433	7.96	961	9.76	1776	9.82
Bancos comerciales	168	33.60	600	27.95	759	18.78	897	16.50	2158	21.92	4953	27.40
Bancos de ahorro de bancos comerciales	-		-		56	1.39	294	5.41	472	4.79	895	4.95
Bancos de ahorro fiduciarios	25	5.00	107	4.98	284	7.03	427	7.85	754	7.66	1484	8.21
Banco de ahorro de la oficina de correos	99	19.80	553	25.76	864	21.38	897	16.50	1152	11.70	1651	9.13
Sociedades constructoras	17	3.40	62	2.89	188	4.65	260	4.78	455	4.62	577	3.19
Agencias de ganado	-		-		155	3.84	171	3.14	243	2.47	274	1.52
Sociedad de inversión del servicio público	-		2	0.09	8	0.20	18	0.33	82	0.83	127	0.70
Corp. financiera de desarrollo	-		-		-		3	0.06	41	0.42	239	1.32
Compañías financieras	3	0.60	9	0.42	80	1.98	120	2.21	455	4.62		
Mercado de dinero oficial	-		-		57	1.41	73	1.34	57	0.58	1117	6.18
National Provident Fund	8	1.60	32	1.49	174	4.31	226	4.16	369	3.75	885	4.90
Fondos de pensión de gobierno	6	1.20	39	1.82	98	2.43	139	2.56	268	2.72	532	2.94
Aseguradoras de vida	84	16.80	310	14.44	797	19.72	1173	21.57	1873	19.02		
Aseguradoras generales	25	5.00	53	2.47	116	2.87	166	3.05	280	2.84	3466	19.17
Otros	9	1.80	42	1.96	100	2.47	141	2.59	225	2.29	103	0.57
Total	500	1	2147	1	4041	1	5438	1	9845	1	18079	1
Total en % del PIB					104.23		105.92		97.52		91.33	
State Advances	89		257		636		812		1168		-	

Fuentes: Hawke (1985: 268); FMI (2009).

La crisis del modelo de ISI

En suma, antes de 1984, la economía neozelandesa pasó por dos etapas y dos modelos de desarrollo bien diferenciados. Desde sus inicios y hasta la depresión de los años 1930, el desarrollo económico se hizo en el marco de una amplia apertura comercial y financiera y respondió en lo esencial a las ventajas comparativas del territorio, que se volvió proveedor de alimentos y materias primas para la metrópoli británica. El papel del Estado colonial era sin embargo muy relevante en la provisión de infraestructuras y desde finales de la década de 1890, en la oferta de servicios —financieros en particular— y de beneficios sociales. La industrialización sustitutiva que se produjo en este período fue operada por iniciativas privadas y respondió a las oportunidades de mercado, apoyadas con un sistema de aranceles a la importación. La esfera financiera que se fue construyendo desde la segunda mitad del siglo XIX tenía en las instituciones de depósito —y en especial en la banca comercial, que emitía billetes y administraba el cambio, las reservas y el crédito externo— sus principales instituciones, mientras los mercados accionarios regionales aportaban un financiamiento complementario. Cabe resaltar también que desde sus inicios el sistema bancario comercial mostró su peculiar rasgo de elevada propiedad extranjera, compensada hasta 1984 por una importante presencia de instituciones públicas y de instituciones neozelandesas en otros segmentos del sistema, como los bancos de ahorro fiduciarios.

Se dio un giro de 180 grados en las políticas económicas en respuesta a la Gran Depresión; entre 1934 y 1938, el estado neozelandés adquirió el control de la política monetaria y cambiaria, estableció barreras cuantitativas a las importaciones y controles cambiarios e intervino más en la producción y en la comercialización de bienes en el marco de una política gubernamental de industrialización sustitutiva. A la vez, adoptó medidas keynesianas de gestión de la demanda y construyó un estado de bienestar para alcanzar los nuevos objetivos de estabilidad y pleno empleo.

Indudablemente, la ISI logró construir una industria diversificada, que contribuyó con 32.8% del PIB en la década de 1970 (cuadro 4), aseguró el pleno empleo y un ritmo de crecimiento económico sostenido y menos volátil que en el período anterior (Bertram, 1997), si bien menor al promedio de la OCDE. El proceso de industrialización parece haber chocado con los mismos límites hallados en numerosos casos de economías primario exportadoras: el tamaño reducido del mercado interno, aunado a la ausencia de selección de actividades, los

altos costos de la mano de obra y de los insumos importados y la fuerte presencia de empresas multinacionales orientadas al mercado interno no autorizaron un desempeño exportador que hiciera viable el financiamiento externo del sector: sólo se modificó marginalmente la inserción del país en la economía mundial y la industria manufacturera quedó tributaria de los ingresos generados por los sectores exportadores primarios; por tanto, el desplome de los términos de intercambio del país desde fines de los años 1960 y la pérdida del acceso privilegiado al mercado británico hicieron muy difícil sostener el sector manufacturero.

CUADRO 4. Nueva Zelanda: desarrollo macroeconómico, 1970-2005

	1970-79	*1980-89*	*1990-99*	*2000-05*
*PIB, participación sectorial **				
Agricultura	11.0	8.1	7.5	7.7
Industria	31.6	31.4	26.8	25.1
Servicios	57.4	60.5	65.8	67.2
			En porcentaje del PIB	
Formación bruta de capital fijo	23.3	23.1	19.8	22.1
Ahorro interno bruto **	23.8	22.6	21.6	23.5
Balance en cuenta corriente ***	-4.7	-7.0	-4.5	-5.3
Apertura comercial (exp. + imp.) ***	54.9	59.6	59.0	60.4
Exportaciones de bienes y servicios	26.1	29.3	30.3	31.1
Importaciones de bienes y servicios	28.8	30.3	28.7	29.3
Balanza de pagos				
Inversión directa en el extranjero	-0.2	-1.3	-0.8	0.2
Inversión directa en Nueva Zelanda	1.5	3.0	3.9	2.9
Inversión de cartera, activos	0.0	-0.0	-0.7	-1.9
Inversión de cartera, pasivos	0.0	0.0	1.1	3.2
Otras inversiones, activos	-0.2	-0.1	-0.6	-0.9
Otras inversiones, pasivos	-0.4	-2.6	1.0	2.3
Balance financiero	0.8	-1.0	3.9	5.7

* 1971-1979.
** 1971-1979.
*** 1972-1979.
Fuentes: BM y FMI.

Tanto en el comercio exterior como en materia de financiamiento internacional, resulta indudable que el acceso privilegiado a los mercados de productos finales y al fondeo británico de sus primeras décadas coloniales representó ventajas muy significativas para Nueva Zelanda frente a otros países primario exporta-

dores, ventajas que permitieron altos niveles de ingreso. La Depresión mostró los riesgos inherentes a la dependencia comercial y financiera externa, y en la posguerra es el financiamiento interno y el sistema bancario que predominaron, estrictamente enmarcados por políticas públicas, mientras el país restringía su acceso al financiamiento externo. Es sólo a partir de la década de 1960 que Nueva Zelanda buscó reducir su estrecha dependencia del mercado británico de lácteos y carnes, e inició un largo proceso de diversificación de sus exportaciones en condiciones internacionales mucho menos favorables para el país.

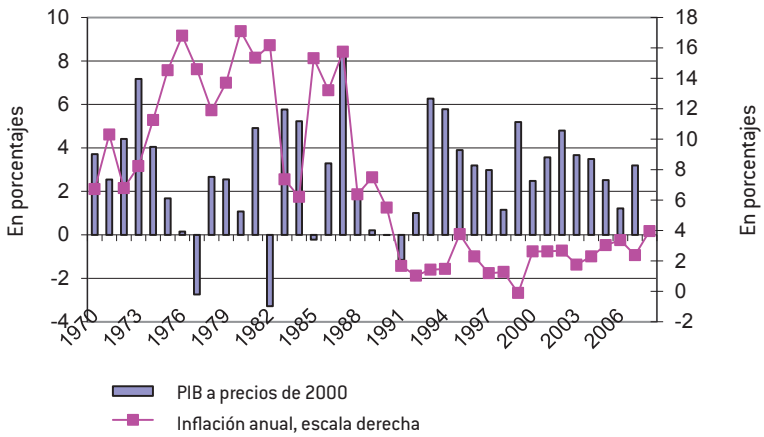
De hecho, desde 1973-74 las alzas del precio del petróleo, que empeoraron los términos de intercambio del país, el quiebre del sistema de cambios fijos de Bretton-Woods y la drástica reducción del acceso neozelandés al mercado británico después de la entrada de Gran Bretaña a la CEE en 1973, aunados al fortalecimiento internacional del proteccionismo agrícola, generaron zozobra en la economía y en la sociedad neozelandesa. La balanza en cuenta corriente se deterioró, mostrando un déficit de 14% en 1974-75, cuando el país vivió una caída de treinta por ciento de sus términos de intercambio, y de 4.7% del PIB en promedio anual en 1970-1979. Las dificultades de financiamiento externo de la economía neozelandesa se acentuaron, pues los choques reales provenientes de la economía mundial se combinaron con ceses bruscos de las entradas de fondos.[23]

El déficit fiscal se profundizó y la inflación se elevó y superó los dos dígitos a partir de 1974 y hasta 1987, mientras la expansión económica se estancaba: entre 1974 y 1980, la tasa promedio anual de crecimiento fue inferior a 1% (gráfico 3). Las tasas de interés reales se volvieron negativas, creando un exceso de demanda de crédito, en especial en el sector inmobiliario, donde los precios se elevaban rápidamente.

Las políticas económicas aplicadas para responder a esta serie de choques combinaron intervenciones keynesianas convencionales de gestión de la demanda con medidas de nuevo corte orientadas hacia el lado de la oferta (Bertram, 1997) pero presentaron un carácter bastante errático: después de dos años de sostenimiento del nivel de actividad mediante el gasto público y el endeudamiento externo (1973-1975), que inició una tendencia a la alza de la participación pública en la demanda agregada, el gobierno inició un programa ortodoxo que combinó recortes de gastos y de subsidios públicos, alza de precios

23. Entre 1945 y fines de los años 1970, Nueva Zelanda experimentó ocho episodios de crisis de balanza de pagos y/o de ceses bruscos de las entradas de capitales, pero la mitad de éstos ocurrió en la última década (Bordo, Hargreaves y Kida, 2009: 10).

GRÁFICO 3. Nueva Zelanda: inflación y crecimiento real del PIB (1970-2008)



Fuente: FMI.

públicos y devaluación del NZ$, que logró disminuir el déficit en cuenta corriente, pero a costa de mayor inflación y de desempleo: prácticamente inexistente hasta 1977, éste subió a cerca de 6% de la población activa en 1984 (Dalziel y Lattimore, 1991: 15-18). A partir de 1979, en otro cambio de orientación de la política económica, las autoridades lanzaron una estrategia orientada a reducir la dependencia de Nueva Zelanda de combustibles importados y a relajar la restricción externa al crecimiento: la estrategia de "pensar en grande" (*think big*) consistió en costosos proyectos en el sector de la energía, y posteriormente en el acero y el aluminio, realizados —con la excepción del último— a inicios de los años 1980.[24] Estas políticas lograron una recuperación económica basada en el endeudamiento público pero a mediados de 1982, provocaron una nueva aceleración inflacionaria, que el gobierno buscó combatir congelando por cerca de dos años precios y salarios, tasas de interés y tipo de cambio (Dalziel y Lattimore, 1991: 17-20).

24. La rentabilidad de estos proyectos dependía de altos precios internacionales del petróleo. Cuando éstos cayeron en la década de 1980, los proyectos se volvieron deficitarios, causando grandes pérdidas al estado y al contribuyente neozelandés, lo que valió a estas iniciativas el apodo de "sink big" o "naufragar en grande" (Bowden & Lorimer, 2008: 2) y causó una prolongada desconfianza en las grandes iniciativas de inversión pública, que ya tenían un antecedente poco feliz en el "auge de Vogel" del siglo XIX.

En suma, a lo largo de diez años, Nueva Zelanda experimentó con todo un abanico de políticas económicas que no lograron restablecer un crecimiento económico viable. Después de estos experimentos sucesivos, que de alguna manera prefiguran la década perdida latinoamericana y sus fracasados intentos de reconciliar el crecimiento económico con una balanza en cuenta corriente viable y una inflación moderada, las elecciones de julio de 1984 se llevaron a cabo en el marco de salidas de capitales que ocasionaron el agotamiento de las reservas cambiarias y demostraron la creciente inoperancia de los controles cambiarios. Llevaron al poder un gobierno laborista que emprendió simultáneamente una estabilización ortodoxa y un cambio estructural neoliberal.

El regreso a una economía abierta y liberal y sus resultados, 1984-2008

Estas circunstancias favorecieron la introducción de un rápido cambio de rumbo general en la política económica. Una serie de conferencias que reunieron a todos los sectores de la sociedad neozelandesa —la Cumbre Económica y la Conferencia sobre el Desarrollo Económico Maori de septiembre y octubre de 1984—, y la Conferencia sobre el Empleo de marzo de 1985 dieron al gobierno un mandato y la legitimidad necesaria para reformar, estableciéndose cinco objetivos consensuales: crecimiento económico sustentable, pleno empleo, estabilidad de precios, equilibrio externo y una distribución del ingreso equitativa (Dalziel y Lattimore, 2001: 25-26). Ahora bien, el enfoque económico que se aplicaría para alcanzar estos objetivos generales no fue producto de un consenso con los participantes a las cumbres: el gobierno laborista hizo suyo el diagnóstico elaborado por el Tesoro, institución que asumió el liderazgo entre las entidades de gobierno y que "importó", gracias a sus estrechos contactos con universidades estadounidenses, las nuevas orientaciones económicas que se hallaban en boga en Washington, fuertemente inspiradas por Milton Friedman y la Escuela de Chicago, por teóricos de la oferta y por la escuela del *Public Choice*, que prescribían la adopción de políticas liberales y la retirada del Estado de la economía (Goldfinch, 1997). Este diagnóstico atribuía el pobre desempeño de la economía neozelandesa al fracaso de la políticas públicas, que habrían impedido su ajuste al cambiante contexto internacional, distorsionado la asignación de recursos e introducido una dosis adicional de inestabilidad vía

el "ciclo político" de expansión y contracción del gasto público (Dalziel y Lattimore, 2001: 24-25).

El ejemplo neozelandés de reforma económica resulta interesante por más de una razón: en primer lugar, por el alcance y el carácter radical de las reformas aplicadas entre 1984 y 1999, que hicieron de la economía del país una de las más liberales del planeta, en segundo lugar por el orden de introducción de las reformas, y finalmente por el ajuste en el rumbo de la política económica que se dio en 1999. En efecto, en Nueva Zelanda, la secuencia de la liberalización ha sido distinta de lo comúnmente recomendado en la literatura sobre este tema: el cambio en la política monetaria y la liberalización del sistema financiero y de la cuenta de capitales de la balanza de pagos han sido introducidos tempranamente, sin que se cumpla la condición de equilibrio fiscal a menudo mencionada como un requisito imprescindible para optimizar el proceso de estabilización y de cambio estructural, e incluso antes de la liberalización comercial. La adopción de esta secuencia peculiar ha sido justificada sobre la base de argumentos de economía política de las reformas: la liberalización del sistema financiero, más fácil de emprender técnica y políticamente, habría señalado la capacidad y la voluntad del gobierno de liberalizar otros sectores de la economía, facilitando la introducción de los demás aspectos, más difíciles y políticamente costosos, de las reformas (Grimes, 1996). Ahora bien, dos etapas pueden diferenciarse en el proceso de reforma: de 1984 a 1999, se da la etapa más "ideológica" y promercado de las reformas, bajo gobiernos laboristas (1984-1990) y nacionales —conservadores—, (1990-1999). A partir de 1999, se da un giro en las políticas públicas, con un regreso selectivo de la intervención pública y reformas que buscan corregir los defectos de las políticas anteriores.

La secuencia de reformas, 1984-1999

Como hemos dicho, la apertura de la cuenta de capitales y la flotación del dólar neozelandés se dieron al inicio de las reformas: después de la devaluación postelectoral de 20% de la moneda, en julio de 1984, se levantaron en octubre y noviembre los límites que restringían el endeudamiento externo de empresas e individuos así como los impedimentos que frenaban el acceso de empresas no residentes al mercado crediticio neozelandés, y en diciembre se autorizó los bancos a intervenir libremente en el mercado cambiario. Esta última medida, asociada a la creación en enero de 1985 del la Bolsa de Futuros neozelandesa, permitió el desarrollo de un mercado cambiario considerado "suficientemente

amplio para que la competencia determinara en forma eficiente el precio de mercado del dólar neozelandés" (Dalziel y Lattimore, 2001: 36). Esta serie de medidas culminó en marzo de 1985 con la flotación del NZ$, apenas seis meses después del cambio de gobierno. Se adoptó un régimen de flotación limpia —muy poco practicado internacionalmente—, en el cual el banco central no interviene en el mercado cambiario para corregir u orientar el tipo de cambio, sino que busca modificarlo indirectamente, a través de movimientos de la tasa de interés doméstica de referencia y de su impacto sobre los flujos de fondos.

La rápida apertura financiera ha ido de la mano con la liberalización del sistema financiero interno: la liberalización de las tasas de interés, una de las primeras medidas después del cambio de gobierno, antecedió la abolición del sistema de crédito dirigido en agosto de 1984, mientras las reservas obligatorias y las compras compulsivas de bonos públicos eran eliminados en febrero de 1985 (Dalziel y Lattimore, 2001: 51). La política monetaria pasó a ser indirecta y de corte monetarista, es decir que buscó controlar el nivel de precios a través de la manipulación de una cantidad de dinero, los depósitos en efectivo de los bancos en el banco central. Los cambios en la política monetaria quedaron plasmados en la nueva Ley del Banco de Reserva, emitida en 1989, que estableció como objetivo central de la política monetaria la estabilidad del nivel general de precios y diferenció las prerrogativas respectivas del gobierno y del banco: Nueva Zelanda fue pionera en introducir el esquema de "metas de inflación" adoptado posteriormente por numerosas economías con régimen de tipo de cambio flotante. Una vez acordados con el gobierno los objetivos de la política monetaria a través de un Acuerdo de Metas de Política (*Policy Targets Agreement*), el banco central goza de plena autonomía para aplicar las medidas de política. El margen aceptable de variación del nivel general de precios fue fijado entre 0 y 2% hasta 1996, cuando se amplió a un rango de 0-3%. Por otro lado, el papel de "banquero del Estado" ha sido eliminado de las actividades a cargo del Banco de Reserva con el objetivo de evitar confusiones con su rol de gestor de la política monetaria y de garante de la estabilidad del sistema financiero; a partir de 1989, la gestión de los fondos del Estado fue objeto de licitación pública entre los bancos privados (Butcher, 1997: 8).

La reforma fiscal se inició con la rápida eliminación de subsidios, en especial aquellos dirigidos a sectores productivos —precios de garantía, estímulos a la exportación de bienes no tradicionales— como parte de un esfuerzo de disminución del gasto público.: éste pasó de 41% del PIB en 1983-1984 a 36%

en 1989-1990 (Dalziel y Lattimore, 2001: 65-67); a partir de octubre de 1986, se aplicó una reforma impositiva que procuró ampliar la base de contribuyentes, con la eliminación de exenciones, la introducción de un impuesto general a las ventas de 10% —elevado a 12.5% en diciembre de 1987—, a la vez que reducir las tasas impositivas más altas. En contraste con los esfuerzos iniciales para compensar los costos de la transición vía el gasto social, la llegada al poder del gobierno del partido nacional introdujo severos recortes en el valor de estos beneficios sociales como parte de sus esfuerzos por equilibrar el presupuesto. En 1994, la Ley de Responsabilidad Fiscal buscó hacer permanentes los superávits fiscales y el desendeudamiento alcanzados en años anteriores pues estableció el principio que los ingresos debían superar los egresos en promedio en el mediano plazo, introdujo el concepto de nivel "prudente" de deuda, y planteó que los niveles futuros de imposición debían presentar estabilidad y carácter predecible (Dalziel y Lattimore, 2001: 70-71). Parte integrante de la reestructuración del gobierno, la reforma del sector de empresas públicas se lanzó en diciembre de 1985, cristalizándose en la ley de empresas públicas de 1986, que las transformó en empresas comerciales, con objetivos de ganancia, quitando los demás objetivos sociales de su responsabilidad. Posteriormente, se lanzó la privatización de estas empresas, utilizándose los ingresos por concepto de ventas para reducir la deuda pública y disminuir las tasas impositivas; en 2000 quedaban diecisiete empresas públicas.

La liberalización comercial comprendió tres facetas: la eliminación de subsidios a la exportación se introdujo rápidamente en 1984 para el sector agrícola y en forma más paulatina para la industria manufacturera (Buckingham, 2008. 31) mientras que la apertura a través de la conversión de licencias y mecanismos cuantitativos a aranceles y de la disminución de estos mismos aranceles se extendió en un período más largo: de 1984 a 1992 se eliminaron todas las restricciones cuantitativas o licencias y las varias rondas de reducción de tarifas llevaron el nivel de protección promedio de 28% en 1981 a 6% en 1997, permaneciendo niveles de protección más elevados en pocos sectores, como el de textiles. A lo largo del período, se profundizó asimismo la integración comercial y económica con Australia pues el tratado de relaciones económicas cercanas con este país (*Australia New Zealand Closer Economic Relations Trade Agreement*, o ANZCERTA) firmado en 1983, fue complementado con diversos acuerdos entre los cuales sobresale el acuerdo que liberalizó los intercambios de servicios (1989) y textos posteriores que facilitan la movilidad de trabajadores, la cooperación aduanal, la acreditación de sistemas etcétera.

Finalmente, la liberalización de los mercados internos buscó establecer "condiciones de juego parejas" (*level playing field*) para todos los participantes, con mercados competitivos en los cuales "el sector privado pueda tomar las mejores decisiones de inversión y producción sin distorsiones de precios inducidas por políticas" (Dalziel y Lattimore, 2001: 75). El retiro estatal de la producción y comercialización de bienes y servicios, la liberación de los precios y la eliminación de barreras a la entrada de sectores productivos fueron complementados con cambios en la política laboral: el mecanismo de negociación salarial colectiva a través de la corte de arbitraje, que concedía un papel central a los sindicatos y contenía una cláusula de arbitraje compulsivo por la corte en caso de desacuerdo entre las partes, fue modificado en dos oportunidades por el gobierno laborista (1987, *Labour Relations Act* y 1990, *Employment Equity Act*) sin que desapareciera su carácter corporativo. En 1991, el gobierno conservador introdujo un cambio radical, que eliminó el carácter colectivo de las negociaciones y el papel de los sindicatos, y estableció un principio de negociaciones individuales, con la finalidad de crear un "mercado de trabajo eficiente" (Dalziel y Lattimore, 2001: 95).

En el sector financiero, el cambio institucional de mayor alcance fue el abandono del sistema de banca especializada por él de banca múltiple o universal. Además se enfatizó la competencia entre instituciones, sin establecer límites al número de bancos autorizados a operar en el país. Se permitió asimismo establecer contratos en monedas otras que el dólar neozelandés, autorizando de hecho cierta competencia entre monedas, sin que ello permita la circulación de otras divisas en el país (Brash, 1996: 8-9). En 1987, el proceso de privatización de empresas públicas incluyó la venta de participaciones en el sector financiero; en razón de su importancia, cabe señalar en 1989 la venta del *Rural Bank* y de las actividades financieras de la oficina de correos, *PostBank*, (respectivamente a *Magneton Holdings* y al grupo ANZ) y en 1992 la del banco comercial *Bank of New Zealand* al banco australiano *National Australia Bank* (NAB), acompañadas de algunas privatizaciones de menor importancia relativa.[25] Finalmente, en 1996, se adoptó un nuevo sistema de supervisión bancaria "ligero" que concede mucho lugar a la autodisciplina y al mercado. Este incluyó entre sus elementos

25. La privatización del banco de desarrollo DFC (1988), de la aseguradora pública State Insurance Office (1990), de la compañía Landcorp Financial Instruments (1990) y de una cartera de hipotecas de la Housing Corporation (1991-1993) completaron las ventas de participaciones del gobierno neozelandés en instituciones financieras (Scollay & St. John, 1996: 323)

más sobresalientes la adopción de los requisitos de capitalización de Basilea1 que llevó el capital a un nivel mínimo de 8% de los activos ponderados por su grado de riesgo, la introducción de un límite a los préstamos a partes relacionadas y de un requisito de publicación trimestral de un informe financiero que contenga, entre otros indicadores, el nivel de riesgo de las posiciones asumidas por el banco así como su desempeño financiero (Steel & Craig, 2002: 49-57). Este informe, que debe ser firmado por los miembros del directorio y puesto a la disposición del público en sus sucursales, pasó a constituir un elemento importante del dispositivo prudencial. En efecto, la transparencia en la información tiene tanta más importancia para los depositantes que, en contraste con la práctica más difundida en el plano internacional, el sistema precautorio neozelandés no incluyó una "red de seguridad", es decir un mecanismo formal de seguro de depósitos.[26]

Costos de la transición, "reforma de las reformas" y trayectoria de la economía neozelandesa

Las reformas que acabamos de resumir en la sección anterior no dieron frutos rápidamente: más bien implicaron para el país una difícil transición acompañada de declive económico y del recrudecimiento del desempleo y de la desigualdad social, que llevaron finalmente a un cambio en el rumbo de las políticas económicas. Estas dificultades se explican en parte por la simultaneidad de la estabilización y de las reformas reales y financieras, que afectó en forma negativa los sectores de bienes comerciables, y por el proceso acelerado de endeudamiento del sector privado y las "burbujas" asociadas en los mercados de activos accionarios e inmobiliarios, que llevaron a la segunda crisis bancaria sistémica de la historia económica neozelandesa.

En primer lugar, la estabilización económica resultó más difícil y larga de lo anticipado por el gobierno: debido a la pérdida de control del sistema bancario provocada por la liberalización, la política monetaria no logró contener la inflación sino hasta 1991: de 1985 a 1987, el alza del nivel de precios se aceleró a cerca de 15% anual en promedio, cayendo después de la crisis de 1987 a un pro-

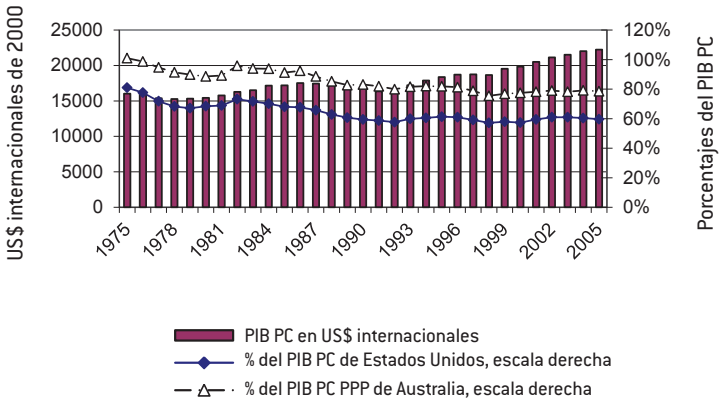
26. La problemática del seguro de depósitos es muy debatida, debido a los efectos colaterales indeseados que presenta su introducción (azar moral), sin embargo pocos países se "atreven" a no tenerlo del todo, pues su ausencia puede suscitar pánicos y corridas bancarias en caso de dudas acerca de la salud financiera de una o más instituciones. Sin embargo, los supervisores neozelandeses estuvieron hasta hace poco muy apegados a esta especificidad de su sistema prudencial.

medio de 6.75% entre 1988 y 1990 (gráfico 3, *supra*). El presupuesto público no se equilibró hasta en la década de 1990 y la deuda pública externa siguió expandiéndose, de 23.6% del PIB en 1984 hasta culminar en 40% en 1987, trayectoria que fue sancionada por las agencias de calificación con una degradación de su calidad crediticia. A la vez, el crecimiento económico siguió siendo muy volátil alternando contracciones en 1985 y entre 1988 y 1990 con un auge especulativo en 1986-1987: es solo a partir de 1993, nueve años después del inicio de las reformas, que el país volvió a tasas de crecimiento más estables, sostenidas por más de quince años.

En suma, Nueva Zelanda ha experimentado entre 1974 y 1992, por cerca de veinte años, un prolongado período de crecimiento bajo y volátil —1.85% en ritmo anual en promedio—, que ha alternado muchos años de estancamiento con breves brotes de alto crecimiento, 1983-1984, producido por las masivas inversiones públicas del proyecto *Think Big*, y 1987, basado en un endeudamiento especulativo, y es comparable en su duración a lo vivido por economías primario exportadoras en desarrollo, como Perú. Este desempeño mediocre profundizó el declive relativo de la economía neozelandesa, que venía desde la década de 1960: el ingreso PC en dólares internacionales apenas creció entre 1975 (16028 US$ PPP) y 1992 (16359 US$ PPP), y disminuyó frente al PIB PC de Australia —de 100% de éste a menos de 80% en el mismo período— y de Estados Unidos de 80% a 57% (gráfico 4).

La trayectoria de la economía reflejó en segundo lugar los enormes costos de corto plazo que el retiro de las protecciones arancelarias y no arancelarias y de los subsidios ha creado para los sectores de bienes comerciables, en especial en el sector agropecuario y en la producción manufacturera, desde mediados de la década de 1980 y hasta la década siguiente, cuando se abrieron los sectores de textiles y construcción automotriz (Dalziel y Lattimore, 2001). En efecto, la protección brindada por la devaluación de 1984 pronto desapareció debido a la inflación interna, mientras entre 1985 y 1987-1988, la política monetaria restrictiva y las elevadas tasas de interés internas (gráfico 5) atrajeron fuertes entradas de fondos que condujeron a una rápida apreciación del dólar neozelandés (gráfica 6). La competitividad externa de los sectores exportadores se vio mermada y el abaratamiento de las importaciones fortaleció la competencia de productos extranjeros en el mercado interno, impactando negativamente en los sectores sustitutivos de importaciones.

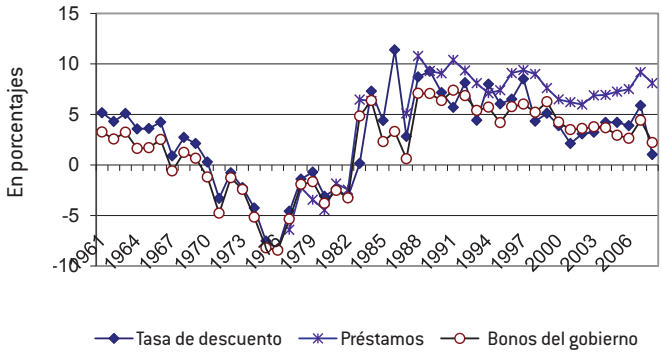
GRÁFICO 4. Nueva Zelanda: PIB per cápita, 1975-2006



Fuente: BM.

Lo anterior nos lleva a plantear como tercer punto que los costos de ajuste han sido significativamente agravados por el excesivo endeudamiento externo privado y la asignación especulativa de recursos que se dieron a partir desde la liberalización financiera de 1984-1985 hasta el colapso del mercado accionario en octubre de 1987. La liberalización de las operaciones de la banca comercial y la entrada de nuevos competidores en el sistema, contemporáneos de la apertura financiera, lanzaron un proceso de expansión de la oferta de crédito interno fondeado por préstamos externos. En un contexto de expectativas extremadamente optimistas acerca de los beneficios esperados de la liberalización financiera y de las reformas económicas en general, estos préstamos fueron asignados, con poco o nulo análisis de riesgo, a corporaciones financieras de reciente creación y a desarrollistas inmobiliarios, y alimentaron una burbuja del mercado accionario —los precios de las acciones triplicaron entre 1984 y 1987 (gráfica 7)— y de la propiedad comercial, cuyos precios aumentaron de 120% en el período 1984-1988 (Hunt, 2009). La prosperidad artificial creada por este auge se revirtió cuando el mercado accionario colapsó con el krach internacional del "martes negro" del 20 de octubre de 1987 originado en Wall Street. La posterior caída del precio de los activos y la quiebra de los acreditados corporativos produjeron una crisis bancaria de alcance sistémico, cuando el primer banco, el BNZ de propiedad pública, y el séptimo, la DFC, experimentaron problemas de solvencia

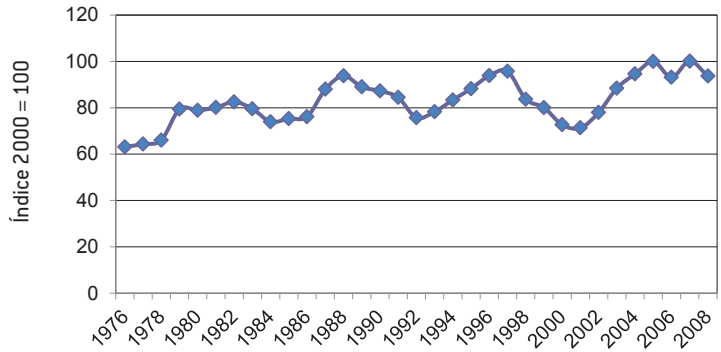
GRÁFICO 5. Nueva Zelanda: selección de tasas de interés reales, 1961-2008



Fuente: FMI.

respectivamente en 1987 y en 1989, y cuando se suscitó una "corrida" bancaria sobre una compañía constructora (1988). En ambos casos, el gobierno neozelandés tuvo que intervenir para resolver la crisis y, en el caso del BNZ, organizar una recapitalización con inyección de fondos públicos y privados que diluyó la participación pública a la mitad del capital. Para el Estado neozelandés, la crisis

GRÁFICO 6. Nueva Zelanda: tipo de cambio real efectivo, 1976-2008



Fuente: FMI.

tuvo un costo fiscal bajo en términos comparativos —1% del PIB— pero su impacto macroeconómico fue mucho mayor, pues al poner en marcha una contracción del crédito bancario, contribuyó a la recesión posterior a 1987 (Hunt, 2009: 35-37).

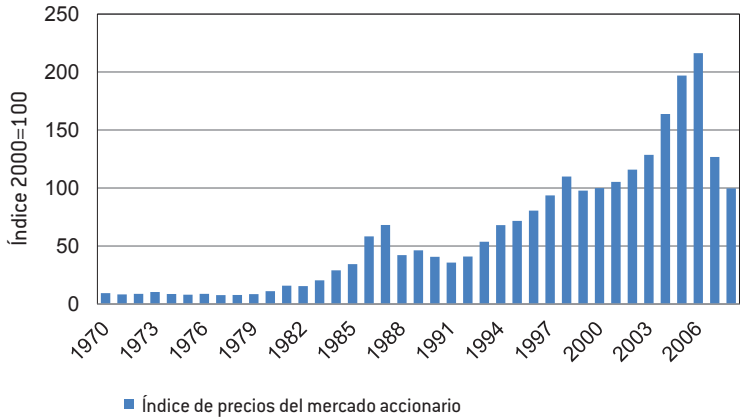
Finalmente, los aspectos sociales de la transición comprenden un aumento duradero del desempleo y un empeoramiento de la distribución de ingreso, cuyos impactos han sido desigualmente repartidos a lo largo del país, pues afectaron más las áreas rurales y las ciudades pequeñas que las grandes ciudades. La contracción de los sectores de bienes comerciables, aunada a la reestructuración y a la posterior privatización de las empresas públicas —con el consecuente abandono de los objetivos sociales que éstas perseguían antes de las reformas— y al estallido de la burbuja especulativa en 1987 elevaron la tasa de desempleo de menos de 4% en 1984-1987 a más de 10% en 1991-1992, con amplias diferencias entre los *pakeha*, cuyo desempleo culminó en 8% de la población activa en 1992 y los *maori*, con más de una cuarta parte de desempleados en el mismo año (Dalziel y Lattimore, 2001: 30 y 145). Simultáneamente, la brecha entre pobres y ricos se ampliaba, pues mientras la capacidad de compra de los deciles bajos y medios se contraía en 5-7%, un fenómeno opuesto se daba en los deciles más ricos, en especial el de más altos ingresos, cuya capacidad de compra se expandió de 32% entre 1984 y 1998 (Dalziel y Lattimore, 2001: 29-30).

La reforma de las reformas: 1999-2007

El reconocimiento de que algunas reformas no habían cumplido con los objetivos establecidos en 1984 así como otros aspectos problemáticos del cambio estructural, como el poder de mercado excesivo de ciertas empresas privatizadas y el abandono de los objetivos sociales colaterales que éstas perseguían, o la toma de control de numerosos sectores económicos por inversionistas extranjeros, impulsaron a partir de 1996, y más claramente desde 1999, con la llegada al poder de un nuevo gobierno de coalición laborista, una reorientación parcial de las políticas públicas, un alejamiento parcial del *laissez-faire* en materia económica y el "retorno" del Estado a cierto papel en la conducción del desarrollo económico. A la vez, no se ha dado marcha atrás en los objetivos de baja inflación y de desendeudamiento público, de liberalismo comercial y financiero, en la ausencia de subsidios y en el régimen de tipo de cambio flexible.

La reorientación selectiva ha alcanzado todos los ámbitos de la política económica: así se consideró que la política monetaria era excesivamente contractiva

GRÁFICO 7. Nueva Zelanda: índice de precios del mercado accionario, 1970-2008



Fuente: FMI.

y con efectos negativos sobre los sectores de bienes comerciables, a través de su impacto sobre el tipo de cambio. Por ello, se amplió el rango objetivo del alza de precios a 0-3% en 1996 y se reformó en este año y en 1999 la formulación del Acuerdo de Metas de Política para introducir consideraciones relativas al crecimiento económico y al empleo, y evitar "una inestabilidad innecesaria en el producto, las tasas de interés y el tipo de cambio" (Dalziel y Lattimore, 2001: 55). A partir de 1999, se abandonó el control monetarista de una cantidad de dinero adoptándose un objetivo intermedio de tasa de interés. En materia fiscal, se dio en 2000 un alza de las tasas de imposición sobre los ingresos más altos de 33 a 39% y se frenó el proceso de privatización de empresas públicas, revirtiéndose la privatización en contados casos. El gobierno creó en 2000 un fondo soberano destinado a fondear el déficit del sistema público de pensiones, *New Zealand Superannuation Fund* (NZSF), alimentado por parte del superávit público. En 2000 también, la política laboral regresó a un esquema más colectivo de negociaciones salariales al reemplazarse la ley laboral de 1991 por una Ley de Relaciones de Empleo (*Employment Relations Act*).

Los cambios tal vez más significativos se han dado en la adopción de parte del Estado de un papel más activo en la economía. Dalziel y Lattimore hacen hincapié en dos aspectos de este nuevo papel: en primer lugar, la mayor dispo-

sición a intervenir en los sectores poco competitivos como la electricidad o las telecomunicaciones a través de la regulación de los precios, y en segundo lugar la "mayor voluntad de involucrarse en la planeación industrial y regional en contraste con el enfoque de los gobiernos anteriores desde 1984, que se limitaba a la creación de condiciones de juego parejas" (Dalziel y Lattimore, 2001: 85). El cambio de denominación en febrero de 2000 del Ministerio de Comercio a Ministerio de Desarrollo Económico simbolizó este nuevo enfoque, que la creación de la agencia pública *Industry New Zealand* en octubre de mismo año vino a fortalecer.[27] En materia financiera, cabe atribuirle la creación del banco *Kiwibank*, con la finalidad de corregir algunas de las fallas de un sistema bancario concentrado, y la introducción en 2002 de un fondo de capital riesgo público NZVIF (*New Zealand Venture Investment Fund*) para estimular el financiamiento de empresas innovadoras (OCDE, 2007: 96).

La nueva orientación más "activista" del Estado neozelandés se presentó en el discurso del Ministro del Presupuesto, con frases que sintetizaban la vía intermedia asumida por el gobierno laborista: "No queremos seleccionar ganadores. No queremos regular, subsidiar u obligar. Queremos ayudar las empresas a hallar nuevos mercados y devenir ganadores. A veces, esto significa tener un marco regulatorio adecuado [...] A veces significa asegurar que los medios de financiamiento adecuados están disponibles. A veces implica asumir un liderazgo directo" (Dalziel y Lattimore, 2001: 86). Este nuevo papel del Estado se ha traducido en la elaboración de una estrategia orientada al crecimiento y a la innovación que se ha enfocado en la promoción de sectores productivos específicos en los cuales el país muestra ventajas competitivas: alimentación y bebidas, biotecnologías, procesamiento de la madera, manufacturas especializadas, tecnologías de la información y comunicación e industrias creativas (cine).

Nueva Zelanda ha adoptado también una política comercial más proactiva, que empezó en 1999 con el "congelamiento" de las rebajas arancelarias unilaterales (Dalziel y Lattimore, 2001: 38) y el posterior abandono de una postura centrada exclusivamente en lograr la liberalización multilateral y regional del comercio, agregando nuevos instrumentos con la negociación de acuerdos bilaterales o minilaterales que permitan ganar para sus productos un acceso más libre a nuevos mercados, a cambio de concesiones tarifarias que abran su propia economía. Esta nueva orientación de política comercial ha dado como fruto la firma de varios Tra-

27. En 2003, I*ndustry New Zealand* se fusionó con la agencia de promoción del comercio exterior *Trade New Zealand* formando *New Zealand Trade and Enterprise* (NZTE).

tados de Libre Comercio (TLCs) o Acuerdos de Asociación Económica (AAEs) de alcance más amplio[28], entre los cuales destacan el Acuerdo de Asociación Económica con Singapur (NZSCEP), vigente desde 2001, el Acuerdo de Asociación Económica con Tailandia (NZTCEP) y el *Transpacific Strategic Economic Partnership Agreement* (TPSEPA) con Brunei, Chile y Singapur, ambos de 2005, y las Áreas de Libre Comercio ASEAN—Australia—Nueva Zelanda, (AANZFTA) y China Nueva Zelanda (2008-2009) así como otros en curso de negociación con economías emergentes de Asia y de América.

En suma, el modelo de desarrollo liberal donde los mercados orientaban la asignación de recursos mientras el gobierno concentraba sus esfuerzos en restablecer los "grandes equilibrios" macroeconómicos trastocados por los choques de la década de 1970 y en crear un marco favorable al crecimiento económico a la vez que reducía su intervención en la esfera productiva, no ha dado los frutos esperados y ha sido reformado a partir de 1999-2000. Las reformas no han modificado elementos centrales del modelo como el compromiso con la baja inflación, el equilibrio de medio plazo y la transparencia fiscal, el uso del mercado para la asignación de recursos, pero han introducido un papel renovado del Estado en materia de lucha contra el poder de mercado excesivo y sobre todo en la orientación estratégica del desarrollo económico —con el fomento de sectores promisorios— y en mejorar la inserción internacional de la economía neozelandesa. El cambio en el papel del estado neozelandés tiene sin embargo límites bastante definidos, como lo ilustra la ausencia de intervención para frenar la apreciación cambiaria en 2004-2007, cuando la sobrevaluación del NZ$ perjudicaba seriamente la actividad de los sectores de bienes comerciables. El país sigue siendo uno de los más liberales del mundo como lo señalan varios índices internacionales. Así, en 2009, el índice de Libertad Económica de la *Heritage Foundation* ubicaba Nueva Zelanda en quinta posición mundial, mientras Australia ocupaba el tercer lugar (Heritage Foundation, 2009). Ello lleva Challies y Murray (2008) a considerar que el cambio de rumbo hacia un nuevo enfoque de corte neoestructuralista o neokeynesiano es todavía insustancial y que las reformas posteriores a 1999 solo han tratado de "humanizar" al modelo neoli-

28. En estos acuerdos ampliados (AAE busca traducir el concepto de "Closer Economic Partnership" o CEP), además de buscar la liberalización del comercio de bienes y servicios y medidas que impulsen la inversión, Nueva Zelanda desea levantar otras barreras al intercambio a través de la facilitación del comercio, de un mayor acceso en materia de compras gubernamentales, y de medidas relativas a la política de competencia, la propiedad intelectual, el "e-comercio", así como mediante acuerdos laborales, de protección al medio ambiente y de resolución de disputas, New Zealand Ministry of Foreign Affairs and Trade (MOFAT).

beral aún cuando éste "sigue fallando en brindar beneficios en áreas cruciales, en particular en lograr un crecimiento con equidad, en asegurar la sustentabilidad social y medioambiental y, en forma crucial, en cambiar la posición [del país] … en la economía mundial" (Challies y Murray, 2008: 241).

Un balance de los cambios estructurales

Después de los costos de transición que hemos revisado en páginas anteriores, queremos analizar en esta sección los logros y los fracasos o debilidades del nuevo modelo en el mediano y largo plazo. De los principales problemas que presentaba la economía neozelandesa antes de las reformas —estanflación y desempleo creciente, bajo desempeño y pérdida de posiciones relativas en el club de países ricos, escasa diversificación de las exportaciones e inserción poco benéfica en la economía internacional, con tendencia a la profundización de un déficit crónico en la balanza en cuenta corriente financiado por el endeudamiento externo— ¿cuales han sido resueltos por el nuevo modelo? Nuestra posición es que el balance del modelo es mixto pero con riesgos serios en el mediano plazo, encontrándose del lado positivo la mayor estabilidad y mejor gestión macroeconómica, cierta diversificación exportadora que ha ocurrido en el rango de productos primarios agropecuarios donde reside la tradicional ventaja comparativa del país, y, en forma más novedosa, en servicios, y del lado negativo la incapacidad a sostener una recuperación de su posición internacional, asociada a una menor dinamismo de la productividad que puede a su vez relacionarse con la desindustrialización del país, la predominancia de una dinámica económica centrada en el consumo y la construcción inmobiliaria financiados por el endeudamiento de los hogares y el impacto de las masivas entradas de capitales foráneos que la sustentan y crean ciclos de apreciación de la moneda perjudiciales para las actividades exportadoras.

Logros del nuevo modelo económico

Las reformas han logrado estabilizar la economía, pues, como ya lo señalamos, Nueva Zelanda ha eliminado a partir de su salida de la recesión en 1992-1993 la inflación alta que había padecido desde la década de 1970: desde estos años el alza de los precios al consumidor rara vez ha superado la meta de 2 y luego 3% establecida por acuerdo entre el gobierno y el banco central (gráfico 3, *supra*). El déficit fiscal ha sido eliminado a la vez que el gasto de gobierno se situaba en

niveles de 33% del PIB en promedio, cercanos a lo observado hasta los primeros años de 1970. A partir de 1994, el gobierno ha presentado durante quince años superávits que han sido utilizados para disminuir la deuda pública, que ha pasado en 2000 por debajo del nivel de 35% del PIB en términos brutos, estableciéndose en 17.5% en junio de 2008 (Dalziel y Lattimore, 2001: 140, FMI, 2009a: 25). En términos netos, y contabilizando en los activos públicos los haberes del *New Zealand Superannuation Fund*, el estado es desde 2005 acreedor neto, con activos netos de 7.3% del PIB en 2008 (FMI, 2009a: 22). Simultáneamente, Nueva Zelanda ha reanudado con el crecimiento económico pues entre 1993 y 2007 creció a un ritmo anual promedio de 3.35%, y solo conoció recesiones moderadas en 1998 y 2006 (gráfico 3). Se avanza que la adopción de un esquema cambiario flotante ha permitido suavizar la volatilidad de la trayectoria macroeconómica al absorber los choques externos (FMI, 2005a, 2007a), si bien, como lo veremos, la flotación pura, que deja que se produzcan muy amplias fluctuaciones del tipo de cambio, ha perjudicado objetivos de largo plazo como la competitividad y la diversificación exportadora.

La liberalización ha traído o más bien ha acelerado un cambio profundo en la contribución de los diferentes sectores al PIB: los sectores productores de bienes han disminuido netamente su contribución: de 10% del PIB en 1985 a menos de 7% en 2007 para las actividades primarias —de 7.5 a 4.4% del PIB para la agricultura— y de 22% a menos de 14% para la industria manufacturera, que se ha contraído en todos sus rubros comparados con el PIB, pero más particularmente en la industria textil y en los rubros de maquinaria y equipo (cuadro 5). En su mayoría, este proceso de desindustrialización se dio entre 1985 y 2000, si bien ha seguido hasta 2007. En contraste, las actividades de servicios que más han expandido su contribución fueron las de finanzas y seguros, de servicios inmobiliarios y de servicios empresariales, que colectivamente se elevaron de 13 a 21% del PIB entre 1985 y 2007, muy por delante de los servicios vinculados al turismo (hoteles y restaurantes), la cultura, la salud y la educación.

Estas tendencias se han reflejado solo en parte en la especialización comercial del país. Así, el sector agrícola y los alimentos siguen siendo de lejos los primeros rubros de exportación, con participaciones relativas en las exportaciones de bienes de 62% y 52% en 2007 contra 71% y 46% del total en 1980. Las principales transformaciones consistieron en una diversificación de los productos exportados, en particular con exportaciones hortícolas y frutícolas, en el mayor nivel de procesamiento de los alimentos y en la expansión de exportaciones de químicos y productos farmacéuticos basados en recursos naturales.

Asimismo, algunos sectores manufactureros en contracción han logrado sobresalir a la exportación con maquinaria especializada, textiles y ropa destinados a nichos de mercado. Globalmente, el contenido tecnológico incorporado en las exportaciones de bienes ha disminuido desde las reformas, y Nueva Zelanda ha fortalecido una especialización basada en sus recursos naturales, con énfasis en los alimentos, en la cual es claramente competitiva. La novedad más sobresaliente proviene por tanto no del sector de bienes sino de las exportaciones de servicios, que han multiplicado por diez su valor entre 1980 y 2007 y duplicado su participación en las exportaciones totales (cerca de 30% del total exportado en 2007) principalmente gracias a la progresión del turismo, que se volvió la segunda fuente de divisas después de las exportaciones de alimentos y constituye también otra faceta de una especialización basada en recursos naturales (cuadro 6). En cuanto a la orientación geográfica de su comercio exterior, la integración económica con Australia ha hecho de esta nación el primer socio de Nueva Zelanda, con alrededor de la quinta parte de su comercio exterior, mientras sus exportaciones se dirigen luego hacia la Unión Europea y Estados Unidos y en cuarto y quinto lugar hacia Japón y China, configurándose un comercio exterior geográficamente más diversificado.

Límites y riesgos inherentes al modelo

Los principales límites del modelo están señalados por un crecimiento desequilibrado y subóptimo de la economía asociado a una alta dependencia financiera externa. Así, el buen desempeño macroeconómico no impidió sin embargo que la brecha de ingresos con el promedio de economías de la OCDE, y en particular con Estados Unidos y Australia se mantuviera e incluso se ampliara, debido al mejor desempeño de estas economías (gráfico 4, *supra*): el ingreso per cápita del país ha pasado del rango veinte de la OCDE en 1999 al rango veintidós en 2006 (Trinh Le, 2008), y este declive ha suscitado la emigración de neozelandeses hacia Australia. Es difícil esclarecer las múltiples causas de estas diferencias internacionales, que pueden provenir entre otras cosas, de la inserción específica del país en la economía mundial, de su pequeñez y lejanía de los grandes centros económicos o de razones más domésticas que pueden ser objeto de políticas, como los niveles de educación y de innovación, el grado de profundización del mercado de capitales (Davis y Ewing, 2005) o la eficiencia del liderazgo público

CUADRO 5. Nueva Zelanda: contribución sectorial al PIB (en porcentajes)

Industria	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2006	2007
Agricultura	7.59	10.47	7.56	6.02	5.29	5.35	5.05	4.24	4.43
Silvicultura y explotación forestal	0.65	0.95	0.72	0.82	1.31	1.00	0.66	0.62	0.63
Pesca	0.13	0.27	0.30	0.33	0.28	0.30	0.17	0.15	0.15
Minería	0.72	0.86	1.40	1.23	1.24	1.08	1.02	1.14	1.22
Total sector primario	9.10	12.56	9.98	8.40	8.13	7.74	6.91	6.15	6.42
Alimentos, bebidas y tabaco	6.05	5.16	6.37	5.58	5.40	5.00	4.73	4.88	4.95
Textiles y prendas de vestir	2.21	2.53	1.83	1.19	1.03	0.84	0.56	0.50	0.46
Madera y papel	2.45	2.25	2.34	1.90	2.00	1.71	1.46	1.38	1.36
Imprentas, editoriales y medios de comunicación registrados	1.58	1.53	1.66	1.58	1.48	1.35	1.15	1.10	1.01
Petróleo, químicos y productos plásticos y caucho	1.84	2.44	2.54	2.43	2.37	1.42	1.62	1.62	1.57
Productos minerales no metálicos	0.96	0.94	0.96	0.56	0.65	0.58	0.59	0.60	0.59
Productos metálicos	2.52	2.47	2.49	1.79	1.71	1.70	1.61	1.62	1.53
Maquinaria y equipo	3.96	3.78	3.68	2.57	2.36	2.08	2.17	2.13	1.98
Muebles y otros	0.87	0.77	0.80	0.55	0.58	0.53	0.49	0.48	0.47
Total industria manufacturera	22.45	21.87	22.67	18.15	17.58	15.22	14.37	14.33	13.93
Electricidad, gas y agua	1.70	3.26	2.75	2.95	2.76	2.66	2.56	2.67	2.67
Construcción	7.17	4.81	5.26	4.62	3.77	4.45	5.17	5.35	5.25
Total sector secundario	31.33	29.94	30.67	25.72	24.11	22.33	22.11	22.35	21.85
Comercio mayorista	10.46	8.91	9.56	7.28	7.86	7.24	6.87	6.75	6.52
Comercio minorista	9.29	7.03	7.20	5.67	5.69	5.36	5.82	5.78	5.69
Hoteles, restaurantes y bares	1.56	1.80	1.85	1.45	1.65	1.69	1.86	1.80	1.83
Transporte y almacenamiento	5.52	5.26	5.02	4.89	4.85	4.20	4.16	4.14	4.08
Comunicación	2.02	2.58	2.65	3.09	3.01	3.09	2.88	2.90	2.85
Finanzas y seguros	3.72	4.33	5.31	6.09	5.47	5.50	6.04	6.30	6.49
Servicios inmobiliarios	4.10	3.46	3.89	5.13	5.34	5.80	6.18	6.22	6.16
Propiedad de viviendas	4.71	4.88	5.79	7.89	7.88	8.26	7.65	7.64	7.53
Servicios a empresas	3.11	3.21	4.06	5.50	6.31	8.03	8.23	8.50	8.51
Gobierno central y defensa	3.59	4.28	3.86	3.86	3.39	3.16	3.03	3.24	3.47
Gobierno local	1.65	1.81	1.76	1.59	1.36	1.19	1.16	1.18	1.23
Educación	4.09	4.23	3.70	3.85	3.70	4.04	4.02	4.01	4.09
Salud y servicios comunitarios	4.09	4.63	4.11	4.32	4.46	4.92	5.36	5.60	5.67
Servicios recreativos y culturales	1.03	1.19	1.04	1.23	1.55	2.08	2.30	2.24	2.18
Personal y otros servicios comunitarios	1.00	1.03	1.02	0.99	1.05	1.44	1.48	1.51	1.49
Cargo por financiamiento de servicios	-2.01	-2.32	-3.14	-4.03	-3.33	-3.19	-3.39	-3.69	-3.89
Total sector terciario	57.94	56.32	57.68	58.79	60.23	62.82	63.64	64.11	63.92
Total de todas las industrias	98.39	98.82	98.33	92.91	92.47	92.89	92.65	92.61	92.19

Industria	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2006	2007
Impuesto sobre las ventas generales				6.14	6.52	6.59	6.77	6.76	6.82
Derechos de importación	1.42	1.04	1.47	0.83	0.87	0.55	0.57	0.62	0.99
Otros impuestos sobre la producción	0.19	0.14	0.20	0.12	0.13	-0.04			
Producto Interno Bruto	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

Fuente: Statistics New Zealand.

del proceso de desarrollo. La búsqueda de explicaciones y de vías para el futuro ha lanzado varios debates en el país, que se han enfocado alrededor de los aspectos estrechamente vinculados entre sí de la productividad del trabajo, del bajo nivel de ahorro y del endeudamiento de los hogares, de la vulnerabilidad financiera de la economía y de la poca profundidad de los mercados domésticos de capitales.

La productividad del trabajo, que se encuentra actualmente en 80% del nivel observado en Australia, ha ido disminuyendo su ritmo de crecimiento desde 2000 a 1.1% anual contra 2.2% en promedio entre 1978 y 2007, mientras la productividad total de los factores lo hacía a 0.4% anual en 2000-2007, contra 0.9% en 1978-2007 (Statistics NZ, 2008). Esta trayectoria de la productividad se ha asociado a una dinámica diferenciada de los sectores económicos pues desde 2002, el producto real de los sectores comerciables se ha estancado mientras los sectores no comerciables se expandían con fuerza (FMI, 2007[a]: 16). En el sector externo, aún cuando las exportaciones han crecido con dinamismo por períodos prolongados, en especial en 1985-1995, la contribución de las exportaciones netas ha disminuido desde 2001, tornándose negativa a partir de 2004; se perdió así uno de los principales logros del modelo, el superávit en la balanza de bienes y servicios que se había mantenido desde 1987 con pocas excepciones (1990 y 1999), pues a partir de 2004 Nueva Zelanda ha presentado déficits comerciales de 1 a 2% del PIB, mientras sus términos de intercambio mejoraban. De esta forma, el grado de apertura de la economía, medido por el peso respectivo de importaciones y exportaciones en relación con el PIB llegó en 2007 a niveles inferiores a los valores alcanzados antes de las reformas (gráfico 8).

En consecuencia, el crecimiento posterior a 2000 ha respondido en buena medida a la demanda de bienes de consumo y de inversión inmobiliaria de las familias, financiada sobre la base del desahorro y de un masivo endeudamiento

CUADRO 6. Nueva Zelanda: especialización exportadora, 1980-2007

	1980	*1985*	*1990*	*1995*	*2000*	*2005*	*2007*
Exportaciones de bienes y servicios (millones de US$)	6519.57	7154.30	11982.00	18342.62	17810.07	31016.47	36886.27
Exportaciones de bienes (millones de US$)	5421.00	5534.88	9230.64	13384.38	12591.53	20833.38	25947.69
En porcentaje de las exportaciones totales	83.15%	77.36%	77.04%	72.97%	70.70%	67.17%	70.35%
Composición porcentual							
Productos Agrícolas	71.83	69.57	64.63	62.06	60.69	62.43	61.83
Alimentos	46.64	48.65	46.28	43.54	46.26	51.74	51.81
Combustibles y Minería	6.64	7.1	9.49	6.56	7.65	5.88	9.37
Combustibles	0	0	3.92	1.62	2.74	1.6	4.15
Manufacturas	21.53	23.33	25.88	31.38	31.66	31.69	28.8
Hierro y Acero	0	0	1.8	1.46	1.06	1.32	1.25
Químicos	0	0	5.34	7.83	7.27	5.63	5.45
Farmacéuticos	0	0	0.37	0.57	0.57	0.77	0.77
Maquinaria y Equipo de Transporte	0	0	7.24	8.79	10.96	11.98	10.59
Textiles	1.98	2.44	1.47	1.2	1.12	1.23	1.17
Prendas de vestir	0.75	0.75	0.73	1.05	0.87	0.98	0.8
Exportaciones de servicios (millones de US$)	1098.57	1619.42	2751.26	4958.24	5218.54	10183.08	10938.58
En porcentaje de las exportaciones totales	16.85%	22.64%	22.96%	27.03%	29.30%	32.83%	29.65%
Composición porcentual							
Transporte	53.46	48.74	38.12	30.76	23.37	16.08	18.2
Turismo	19.41	27.06	37.45	46.76	43.53	50.69	49.42
Principales socios comerciales (2007)	Exportaciones (%)		Importaciones (%)				
	1. Australia	21.9	1. Australia	20.6			
	2. UE (27)	13.7	2. UE (27)	16.8			
	3. EE.UU.	11.5	3. China	13.3			
	4. Japón	9.2	4. EE.UU	9.8			
	5. China	5.3	5. Japón	9.4			

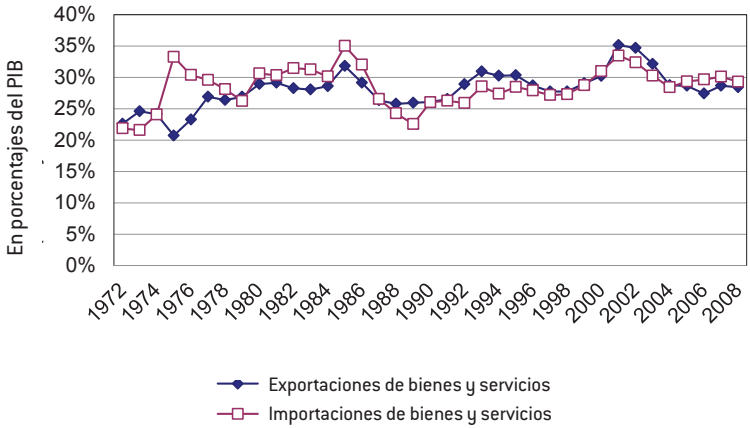
Fuente: COMTRADE; Naciones Unidas.

externo intermediado por el sistema bancario: la cuestión del agudo declive del esfuerzo de ahorro personal —las estimaciones neozelandesas lo establecen en niveles muy negativos— y de sus consecuencias, constituyen en la actualidad un punto álgido del debate nacional.[29] A la vez, si la FBCF agregada se ha recuperado de sus bajos niveles de 1991 —17% del PIB— no ha alcanzado los promedios de las décadas anteriores a las reformas: se concluye por ende que la inversión privada no ha reemplazado del todo las inversiones públicas (gráfico 9). Por otro lado, aún suponiendo que la calidad de la inversión realizada después de 1991 ha sido alta, la formación de capital productivo bien puede haber sido insuficiente para dinamizar y hacer sustentable el crecimiento económico, pues la inversión empresarial, de cerca de 12% del PIB, ha caído en proporción de la inversión agregada, mientras se elevaba la participación de la construcción residencial.

El desempeño relativamente pobre de la inversión productiva y de las exportaciones ha sido analizado recientemente en relación con las altas tasas de interés reales domésticas y las amplias fluctuaciones de mediano y largo plazo del tipo de cambio real (gráficos 5 y 6, *supra*). Por un lado, el costo más elevado del capital tiende a frenar la inversión en el país, pues implica que los proyectos deberán tener tasas de rendimiento más elevadas para ser emprendidos. Por otro lado, las marcadas fluctuaciones cambiarias imponen ajustes costosos a la economía real del país en su conjunto y desincentivan especialmente la inversión en sectores productores de bienes comerciables debido a "la incertidumbre acerca de las combinaciones futuras de mediano plazo entre precios de los insumos y precios de los productos terminados" (OCDE, 2007: 32). La pequeñez del mercado interno fortalece el impacto negativo de los movimientos cambiarios pues obliga a las empresas a buscar otros mercados y a exportar si desean alcanzar economías de escala en sus operaciones: las empresas tienen entonces que elegir entre quedarse en un nivel subóptimo de producción, crecer enfrentando la volatilidad cambiaria a través de coberturas naturales[30], o de la contratación de derivados financieros —una opción costosa o arriesgada más allá del corto plazo debido a la escasez de instrumentos para plazos mayores— o crecer y trasladar sus operaciones hacia otras economías menos afectadas por la inestabilidad cambiaria. A la vez, este fenómeno afecta más a las actividades no primarias que

29. Este tema se abordará en la sección siguiente.
30. Las coberturas naturales consisten por ejemplo en buscar adquirir sus insumos en la moneda en la cual se realizan las exportaciones.

GRÁFICO 8. Nueva Zelanda: indicadores de apertura comercial, 1972-2009



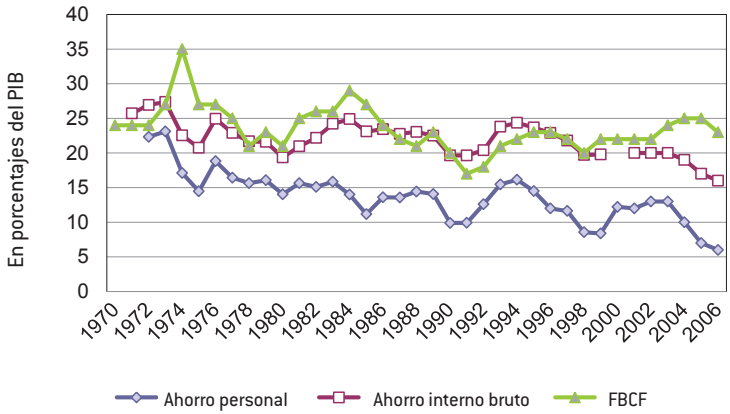
Fuente: RBNZ.

pudieran diversificar la estructura productiva y las exportaciones debido a que no gozan de la protección "natural" que la interacción precios de exportación-tipo de cambio brinda a la producción primaria.[31]

De hecho, la presencia de ciclos en el tipo de cambio real no es nueva para el país porque el dólar neozelandés se ha ubicado, al igual que el dólar australiano, en los rangos de las divisas *commodities*, cuyo valor relativo se relaciona en forma positiva con los índices de precios de las materias primas.[32] Sin embargo, la trayectoria más reciente del tipo de cambio real, asociada a un alto nivel de las tasas de interés internas y a un amplio diferencial con las tasas internacionales se halla relacionada también con las modalidades de la internacionalización financiera de la economía neozelandesa, que han elevado sensiblemente su vulnerabilidad financiera externa.

31. Cuando el precio internacional de las materias primas se eleva, la apreciación cambiaria frena el alza de los ingresos de los productores en moneda nacional y en contraste, cuando los precios bajan, la depreciación del tipo de cambio eleva estos ingresos en NZ$.
32. En las décadas de 1980 y 1990, el valor del dólar neozelandés seguía estrechamente la trayectoria de índice de precios de las materias primas neozelandesas (New Zealand Commodity Price Index, o NZCP) (FMI, 2007: 10).

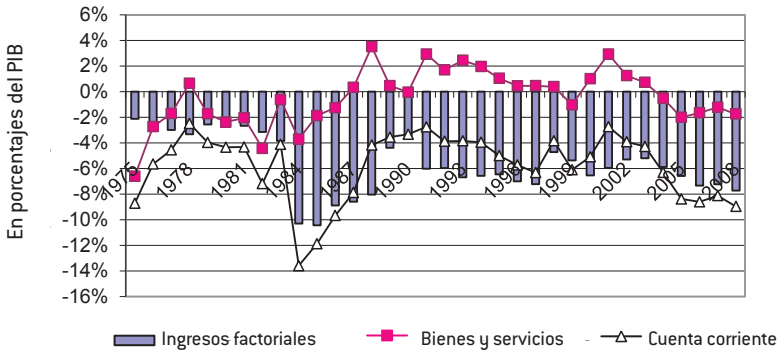
GRÁFICO 9. Nueva Zelanda: inversión y ahorro, 1970-2006



Fuente: BM.

En efecto, si en los primeros años posteriores a la liberalización financiera el déficit en cuenta corriente disminuyó paulatinamente de 14% del PIB en 1984 a un promedio inferior a 4% entre 1988 y 1994, desde 1995 y más aún desde 2000 Nueva Zelanda ha regresado a un patrón de déficits profundos, que solo se han reducido en años de recesión o de crisis financieras globales como 1998 o 2001-2002. Entre 2005 y 2008, cuando la cuenta comercial pasó a números negativos, el déficit de la cuenta corriente alcanzó 8% del PIB en promedio a la vez que el tipo de cambio se mantenía en niveles altos (gráfico 10, gráfico 6, *supra*). Un análisis más preciso indica que el déficit se genera esencialmente en la subcuenta de ingresos factoriales, que registra importantes salidas que corresponden a las ganancias repatriadas de las empresas extranjeras que operan en el país, y a los pagos de intereses de la deuda externa, las que reflejan el costo acumulado de un modelo económico basado en un intenso y prolongado recurso al financiamiento extranjero. En forma más precisa, se estimaba que 62.28% del déficit neto de esta subcuenta se debía en 2003 al sistema bancario, por conceptos como las utilidades remitidas y el servicio de la deuda externa (Tripe, 2004: 10). En efecto, tanto por su peso en la IED como por sus modalidades de fondeo, los grandes bancos australianos que operan en el país han encabezado la internacionalización financiera de Nueva Zelanda.

GRÁFICO 10. Nueva Zelanda: saldos externos, 1975-2008



Fuente: BM.

A partir de 1985, la apertura de su cuenta de capitales ha implicado para Nueva Zelanda una mayor afluencia de fondos externos dirigidos al sector privado pues el gobierno neozelandés dejó de recurrir directamente al financiamiento internacional y emite bonos solamente en el mercado doméstico. En un primer momento, el país recibió masivos flujos de capitales bancarios, que condujeron a la crisis de 1987, así como entradas de IED, atraídos en buena parte por el proceso de privatización de empresas públicas: Nueva Zelanda es hoy uno de los países con mayor presencia de capital extranjero (cuadro 7) pues estas inversiones que solo equivalían a 8.8% del PIB en 1985, representaban 61% de este agregado en 2006 (UNCTAD, 2009)[33], una cifra que sobrepasaba de lejos el promedio de la OCDE y duplicaba la participación de la IED en Australia. A imagen del sector bancario que participa con una cuarta parte del *stock* agregado, la IED domina muchos sectores de la economía neozelandesa y la repatriación de sus ganancias se traduce en importantes salidas de ingresos factoriales.

33. Para 2008, las cifras calculadas en base a las estadísticas del FMI arrojaban un nivel menor, de aproximadamente 43% del PIB, véase cuadro 8.

CUADRO 7. *Stocks* de inversión extranjera directa 1980-2007
(millones de dólares US y porcentajes de la FBCF)

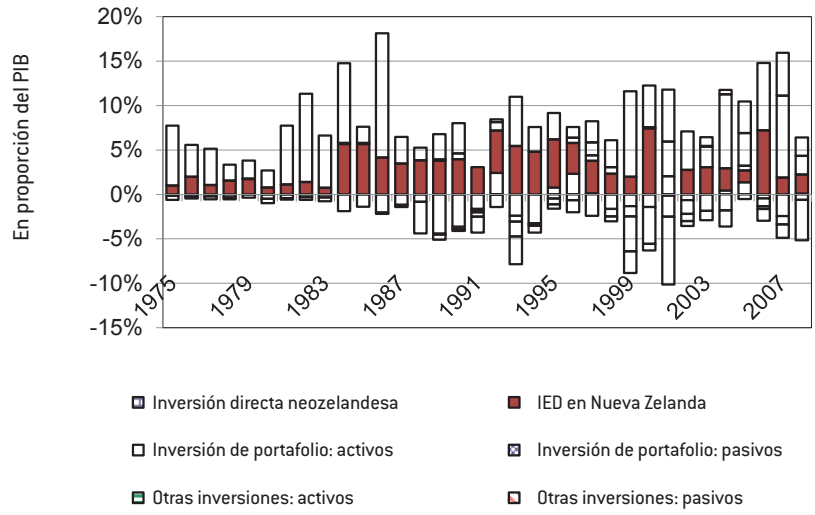
	1980	*1985*	*1990*	*1995*	*2000*	*2005*	*2006*	*2007*
Inversión extranjera directa en Nueva Zelanda	2 363	2 043	7 938	25 728	24 894	52 027	63 358	71 312
Como porcentaje del PIB	10.3	8.8	18.1	42.0	47.3	47.7	60.2	55.6
Inversión directa neozelandesa en el extranjero	- 133	662	4 422	7 676	8 491	10 926	12 382	14 169
Como porcentaje del PIB		2.9	10.1	12.5	16.1	10.0	11.8	11.0

Fuente: UNCTAD.

Desde 2000, los flujos brutos de capitales recibidos por el país han ido incrementándose y se han acercado a los máximos relativos de mediados de la década de 1980, con más de 15% del PIB en 2007 (gráfico 11): en esta nueva etapa, la IED ha perdido protagonismo, con excepción de 2006 (7.2% del PIB), y han predominado los flujos generadores de deuda: créditos bancarios y emisiones de bonos en los mercados externos, principalmente de parte del sector bancario y de grandes corporaciones. El alza moderada de las salidas de capitales neozelandeses[34] ha permitido frenar el ahondamiento del carácter deficitario de la posición de inversión internacional del país al crecer los activos de menos de 20% del PIB en 1990 a cerca de 57% en 2008 (cuadro 8) pero Nueva Zelanda era y sigue siendo una economía altamente endeudada, cuyos pasivos netos en relación con el PIB figuran entre los más elevados de la OCDE, detrás de Irlanda y Portugal, y delante de España, Grecia y Australia (RBNZ, 2009: 14). Edwards (2006) matiza este cuadro subrayando que parte de esta posición se debe al proceso de integración económica con Australia, y en especial a la inversión directa australiana.[35] Sin embargo, una proporción importante de los pasivos son deudas que han sido contratadas a corto plazo, en especial por el sector bancario, una característica que aumenta el riesgo para el país, pues expone la economía a las consecuencias de un cese brusco de los flujos.

34. Estas inversiones internacionales han consistido en inversión directa, desde 1984, y luego en inversiones de portafolio y de activos bancarios, que se iniciaron respectivamente en 1997 y 1999.
35. Cabe recordar que la inversión a partir de utilidades retenidas figura en primer lugar como "salida" en la subcuenta de ingresos, ahondando el déficit de la cuenta corriente, y en segundo lugar como entrada de nueva IED en la cuenta financiera.

GRÁFICO 11. Nueva Zelanda: cuenta financiera, 1975-2008



Fuente: FMI.

En esta última etapa de la internacionalización financiera de Nueva Zelanda, las altas tasas de interés internas han desempeñado un papel esencial para atraer fondos y han hecho de Nueva Zelanda un destino favorito del *carry-trade*. En efecto, estudios empíricos han demostrado que el valor del NZ$ sigue vinculándose positivamente con índices de precios de materias primas pero con menos intensidad, y que nuevos determinantes han adquirido relevancia: los diferenciales de tasas de interés internacionales y el "apetito" por el riesgo promueven la apreciación de la moneda neozelandesa mientras la volatilidad tiende a depreciarla (FMI, 2007a: 10-11). A partir de 2003, estas altas tasas fueron producto de una política monetaria restrictiva instaurada por el banco central para "enfriar" la economía y limitar las presiones inflacionarias en los sectores inmobiliario y de bienes y servicios no comerciables, que contribuyó por tanto a atraer aún más fondos externos de corto plazo (Bertram, 2009a: 14). Ello implicó una pérdida de eficiencia de la política monetaria, reduciéndose su impacto sobre las tasas a más largo plazo de los préstamos hipotecarios y por ende sobre la demanda. En reacción a estos desarrollos, A. Bollard, gobernador del banco central, declaraba en 2008: "En un nivel estructural, la globalización financiera ilustra también los

CUADRO 8. Nueva Zelanda: posición de inversión internacional
(millones de $ US y porcentajes del PIB)

	1990		*1997*		*2008*	
	millones de $US	*% del PIB*	*millones de $US*	*% del PIB*	*millones de $US*	*% del PIB*
Activos	8686.50	19.90	23023.20	34.27	72334.10	57.20
Inversión directa en el extranjero	3268.53	7.49	6748.57	10.04	12675.60	10.02
Inversión de portafolio	148.12	0.34	6433.60	9.58	23423.60	18.52
Acciones	143.49	0.33	4894.91	7.29	16207.30	12.82
Títulos de deuda	4.63	0.01	1538.70	2.29	7216.24	5.71
Derivados financieros	0.00	0.00	0.00	0.00	14291.90	11.30
Otras inversiones	2022.22	4.63	5313.48	7.91	10790.20	8.53
Activos de reserva	3247.63	7.44	4527.57	6.74	11152.80	8.82
Pasivos	46936.30	107.55	78546.50	116.90	169191.00	133.79
Inversión extranjera directa	7938.44	18.19	37490.50	55.80	53642.80	42.42
Inversión de portafolio	11940.60	27.36	20166.50	30.01	51843.70	41.00
Acciones	903.20	2.07	1045.03	1.56	5838.83	4.62
Títulos de deuda	11037.40	25.29	19121.40	28.46	46004.90	36.38
Derivados financieros	0.00	0.00	0.00	0.00	13332.20	10.54
Otras inversiones	27057.20	62.00	20889.60	31.09	50372.60	39.83

Fuente: FMI.

posibles limites de la conducta de la política monetaria en una pequeña economía abierta como la nuestra..." (Bollard, 2008: 16); a la vez, las autoridades monetarias buscaban "instrumentos alternativos" para apoyar la política monetaria y "aliviar las presiones sobre las tasas de interés de corto plazo y por ende, el tipo de cambio" (Bollard, 2008: 12).

En suma, desde las reformas y más aún desde 2000, la dinámica macroeconómica neozelandesa ha sido marcada profundamente por el "dinero fácil" atraído por los altos rendimientos relativos que proporciona el país y por sus buenas instituciones que reducen el riesgo para el inversionista. Esta abundancia de fondos no ha sido muy benéfica para la producción de bienes comerciables y para las exportaciones de bienes y servicios del país, pues ha creado volatilidad y apreciación cambiaria que les restó competitividad a la vez que fomentaba un mayor nivel de importaciones, poniendo en duda la sostenibilidad del modelo actual. La consecuente falta de dinamismo de las exportaciones netas significó que el déficit proveniente de la subcuenta de ingresos factoriales ha sido financiado gracias a nuevas entradas de capitales, una especie de círculo vicioso de tipo "Ponzi" en el cual nuevas deudas financian deudas antiguas, característica

que pone en seria duda la sostenibilidad del modelo actual y expone el país a un ajuste tal vez difícil en caso de que cesen las entradas. En la sección siguiente, veremos que estos desarrollos se relacionan estrechamente con las transformaciones del sistema financiero interno y de la asignación de recursos y analizaremos cómo éstas han interactuado con los flujos de capitales y los mercados financieros internacionales.

Trayectoria y papel del sistema financiero neozelandés desde las reformas

Dos grandes tendencias han caracterizado la trayectoria del sistema financiero posreformas: el dinamismo del sistema bancario, concentrado alrededor de grandes bancos universales extranjeros, y, con la excepción de los derivados cambiarios, el estancamiento del resto de la esfera financiera, inversionistas institucionales, mercados accionario y de bonos. El sistema financiero neozelandés sigue claramente "basado en la banca", con una relación M2/capitalización de mercados estimada en alrededor de 3.9 en 2007.[36]

Como lo hemos visto en páginas anteriores, el sistema financiero neozelandés anterior a las reformas era pequeño: los indicadores cuantitativos de profundización financiera como la monetización (M2) y el crédito al sector privado mostraban niveles inferiores respectivamente a 20% y a 40% del PIB. Como producto de un proceso de desintermediación, alrededor de 40% del crédito al sector privado provenía de instituciones competidoras de los bancos comerciales (otras instituciones bancarias, como los bancos de desarrollo o instituciones financieras no bancarias). El crédito al gobierno y a las entidades públicas fluctuaba entre 10 y 15% del PIB y el mercado accionario era también relativamente pequeño, pues en 1985 su capitalización superaba apenas 30% del PIB.

El impacto de la liberalización sobre esta esfera financiera interna poco desarrollada ha sido desigual: después de los sobresaltos de los primeros años (1984-1989) los grandes bancos comerciales de capital extranjero han afirmado su preeminencia mientras las demás instituciones y los mercados financieros se expandían con un dinamismo mucho menor o se estancaban. Entre 1990 y

36. M2 equivalía a cerca de 91% del PIB en 2007, y los bonos públicos y privados en circulación a 18% y 5% respectivamente de este agregado.

2008, los bancos han ido concentrando una proporción creciente de los activos/pasivos del sistema: 70% entre 1990 y 2000, 74% en 2005-2006 y cerca de 81% en 2008 (véase cuadro 9). Las instituciones financieras no bancarias, que habían elevado su participación de 4 a 7.5% entre 1995-2000 y 2005-2006, han vuelto a perderla luego, debido a una serie de quiebras, y, en contraste con las tendencias internacionales, los inversionistas institucionales han perdido posiciones relativas con menos de 15% de los activos del sistema en 2007-2008 contra más de 25% entre 1995-2000.[37]

Después de una prolongada postración (1987-1991) posterior al desplome de octubre de 1987, el mercado accionario ha tenido un desempeño modesto: la capitalización del mercado culminó en 51.7% del PIB en marzo de 1998[38] y declinó posteriormente, situándose entre 2004 y diciembre de 2007 en un nivel de 35% del PIB, similar al de 1985 y bastante bajo en términos internacionales (gráfico 12). A la vez el número de empresas que cotizan ha disminuido. Buena parte de esta trayectoria se debe a que las privatizaciones no han desempeñado el papel dinamizador del mercado observado en otras economías, debido a que las empresas públicas han sido adquiridas por inversionistas extranjeros que las han sacado del mercado. Por esta razón, así como por la estructura de propiedad del capital de otras empresas neozelandesas, varios sectores importantes, como el sistema bancario, los sectores de energía, gas y agua, o el sector agrícola están poco representados en el mercado.[39]

Los bonos públicos han seguido dominando los mercados internos de títulos de deuda, aún cuando la desaparición de los déficits gubernamentales ha reducido las emisiones de parte del Estado. Estos mercados, los más activos y líquidos, que mantenían un peso superior a 30% del PIB en la década de 1990, representaban en 2008 cerca de 31 mil millones de NZ$ y 18% del PIB (cuadro 10). Su liquidez ha disminuido en los últimos años, pues cerca de 70% de los bonos vigentes a fines de 2007 figuraban en los portafolios de inversionistas extranjeros que no los intercambian en forma activa (Bollard, Orr & Drage, 2007: 8). El compartimento doméstico de títulos de deuda corporativos emiti-

37. El crecimiento de las compañías financieras y de las constructoras se aceleró desde fines de los años 1990, en la medida en que empezaron a atender nichos no atendidos por los bancos, en especial en los mercados de crédito al consumo e hipotecario. Los datos del Banco de Reserva no incluyen financieras o uniones de crédito más pequeñas que esta institución no supervisa.

38. Es solo durante estos pocos meses que el mercado se acercó a su peso relativo anterior a la crisis de 1987, pues la capitalización bursátil había culminado en 52.7% del PIB en 1986.

39. En 2007, 174 empresas cotizaban en el mercado principal y 29 en el mercado alternativo (OCDE, 2007: 96).

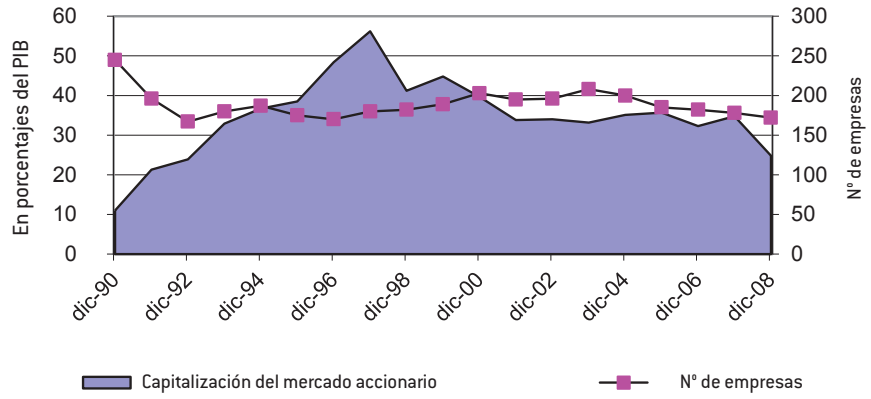
CUADRO 9. Nueva Zelanda: activos y pasivos del sistema financiero, 1990-2008 (miles de millones de NZ$)

	1990	*1995*	*2000*	*2005*	*2006*	*2007*	*2008*
Pasivos							
Bancos							
Hogares	24	32	41	61	70	79	90
Otros residentes	29	35	55	90	86	96	111
No residentes	11	22	56	79	100	111	128
Otros pasivos y capital	14	14	28	24	35	43	71
Total	78	103	180	254	291	329	400
Otras Instituciones No Bancarias							
Hogares	2	3	5	12	12	12	9
Otros residentes	3	2	3	7	7	8	7
Otros pasivos y capital	1	1	2	8	11	12	11
Total	6	6	10	26	30	31	27
Gestión de Fondos							
Hogares	25	41	56	57	64	65	55
Otros sectores	2	1	5	6	7	8	7
Total	27	42	61	63	71	72	62
Pasivos totales del sistema financiero	111	151	250	343	395	433	489
en % del PIB	152	169	225	226	246	257	269
Activos							
Bancos							
Hogares	20	42	66	119	135	153	162
Otros residentes	36	45	72	101	113	127	148
Gobierno general	8	6	7	6	3	4	5
No residentes	2	2	17	12	14	15	16
Otros activos	12	8	18	15	29	30	68
Total	78	103	180	254	294	329	400
Otras instituciones no bancarias							
Hogares	2	3	5	12	14	15	12
Otros residentes	3	2	4	12	13	14	13
Otros activos	1	1	1	2	3	3	3
Total	6	6	10	26	30	31	27
Gestión de fondos							
Instr. tasa fija domésticos	na	na	27	26	27	28	28
Acciones domésticas	na	na	7	8	10	9	6
Otros instr. domésticos	na	na	4	4	4	4	4
Inversiones internacionales	na	na	22	26	30	31	24
Total	27	42	60	63	71	72	62
Activos totales del sistema financiero	111	151	250	343	395	433	489

Fuente: RBNZ, 2009, cuadro A1.

dos por residentes, de creación relativamente reciente pues empezó a funcionar después de 1985, es mucho más pequeño, poco líquido, y reúne alrededor de cuarenta emisores, privados y semipúblicos con un valor de bonos vigentes que alcanzó 5% del PIB en 2007 con emisiones anuales de 2 mil millones de NZ$ en promedio entre 2002 y 2005 (Tyler, 2006: 130). En ambos mercados, los plazos tienden a ser relativamente cortos: los bonos públicos son de corto y mediano plazo y se emiten a plazos inferiores a los 12 años, y en su mayoría los títulos domésticos ofrecen plazos de 3 a 5 años (Bowden y Lorimer, 2008: 7-8). No existe un segmento de bonos de largo plazo con grado de inversión en Nueva Zelanda, y este carácter incompleto del mercado constituye un síntoma más del relativo subdesarrollo de la esfera financiera, que debatiremos en las páginas que siguen: frente a la todo poderosa banca, no han surgido las modalidades alternativas de financiamiento empresarial que se esperaban de la liberalización (OCDE, 2007).

GRÁFICO 12. Nueva Zelanda: indicadores del mercado accionario



Fuente: RBNZ.

Ahora bien, el desempeño modesto de los mercados de valores domésticos contrasta, y tal vez se relaciona indirecta y negativamente, con la expansión de mercados *Offshore* de bonos denominados en NZ$, emitidos sobre todo por entidades no residentes sea en los mercados internacionales —son los bonos "Eurokiwi"—, sea en Japón —los bonos "Uridashi" que se dirigen más bien al

inversionista de menudeo (el ama de casa japonesa en busca de rendimientos).[40] En forma más reciente, se han lanzado emisiones "Kauri", realizadas por entidades no residentes en el mercado local. Los primeros, que funcionan desde 1985, han desempeñado un papel central en las entradas recientes de fondos intermediados por el sistema bancario y han ido expandiéndose en medio de pronunciados ciclos hasta presentar en 2006 un tamaño mayor al de los mercados locales, tanto en valor como en porcentaje del PIB (cuadro 10). Los plazos han sido por lo general cortos (dos a cuatro años). Los primeros bonos Kauri, emitidos desde 2004 en Nueva Zelanda y en moneda nacional por entidades no residentes constituyen un paso adicional en el proceso de internacionalización del dólar neozelandés y de los mercados financieros domésticos. El modesto nivel inicial de las emisiones ha crecido rápidamente después de 2007, cuando el Banco de Reserva decidió aceptar los bonos Kauri con calificaciones "AAA" para reportos en sus operaciones de mercado, y hasta mayo de 2008, 8425 millones de NZ$ habían sido emitidos, sobre todo por bancos y entidades financieras supranacionales (Groom y Eckhold, 2008).

Ahora bien, las emisiones Eurokiwi y Uridashi, denominadas en NZ$ y colocadas entre inversionistas internacionales[41], han constituido en gran medida la contraparte del financiamiento en divisas contratado en los mercados internacionales por las corporaciones neozelandesas y principalmente por los bancos que operan en el país. Aún cuando los bancos han realizado emisiones internacionales en NZ$, han preferido fondearse en US$ a tasas variables más bajas y permutar luego sus obligaciones en divisas en el mercado de swaps, contra NZ$ a tasas fijas, operaciones en las cuales los emisores internacionales han ejercido de contraparte[42] (gráfico 13). Por ende el crecimiento de los mercados *Offshore* ha ido acompañado de un fuerte incremento en la actividad de los mercados

40. Las principales emisoras internacionales de estos bonos han sido instituciones financieras multilaterales, como el Banco Mundial, el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo, el Banco de Desarrollo Asiático, el Banco Europeo de Inversión y el Banco Interamericano de Desarrollo. Entre las emisoras que tienen actividades en Nueva Zelanda se cuentan sobre todo bancos como Rabobank, NAB, Westpac, ANZ National Bank o grandes empresas como Telecom NZ o Dairy Board (ahora Fonterra), la cooperativa de lácteos.

41. En el caso de los bonos Kauri, emitidos en Nueva Zelanda, 40% de los títulos vigentes figuran en el portafolio de inversionistas extranjeros.

42. Las entidades internacionales que desean diversificar su fondeo emitiendo títulos en NZ$ requieren después cambiar estos fondos a US$, la moneda en la cual efectúan sus gastos o inversiones; en esta operación, tendrán como contraparte los bancos que operan en Nueva Zelanda, que se financian emitiendo títulos denominados en US$ a tasa variable y desean cambiarlos a NZ$ a tasa fija para protegerse del riesgo cambiario y del riesgo de tasas de interés.

CUADRO 10. Nueva Zelanda: montos vigentes de bonos públicos y bonos EuroKiwi/ Uridashi, 1990-2008

	Total emisiones públicas		*Proporción mantenida por no residentes*	*Total emisiones bonos Eurokiwi y Uridashi*	
	(mil mill. de NZ$)	*% del PIB*	*(%)*	*(mil mill. de NZ$)*	*% del PIB*
1990	21,711	29.88			
1991	23,666	31.78			
1992	25,716	34.60			
1993	27,838	36.33	29.2		
1994	29,912	36.10	39.4		
1995	30,259	34.05	44.2	1560	1.7
1996	30,950	32.74	55.5	6327	6.6
1997	29,751	30.00	57.5	13800	13.9
1998	31,155	30.29	51.4	19486	18.9
1999	31,933	30.52	39.7	19550	18.6
2000	32,321	29.14	33.8	16059	14.4
2001	33,247	28.38	36.3	13479	11.5
2002	34,857	27.69	42.6	12043	9.5
2003	36,338	27.44	45.7	15173	11.4
2004	34,424	24.29	52.9	22659	15.9
2005	34,233	22.57	54.6	45907	30.2
2006	28,928	18.05	58.5	51893	32.3
2007	30,405	18.06	69.1	51980	30.8
2008	31,627	17.45	65.2	44856	24.7

Fuente: RBNZ, 2009.

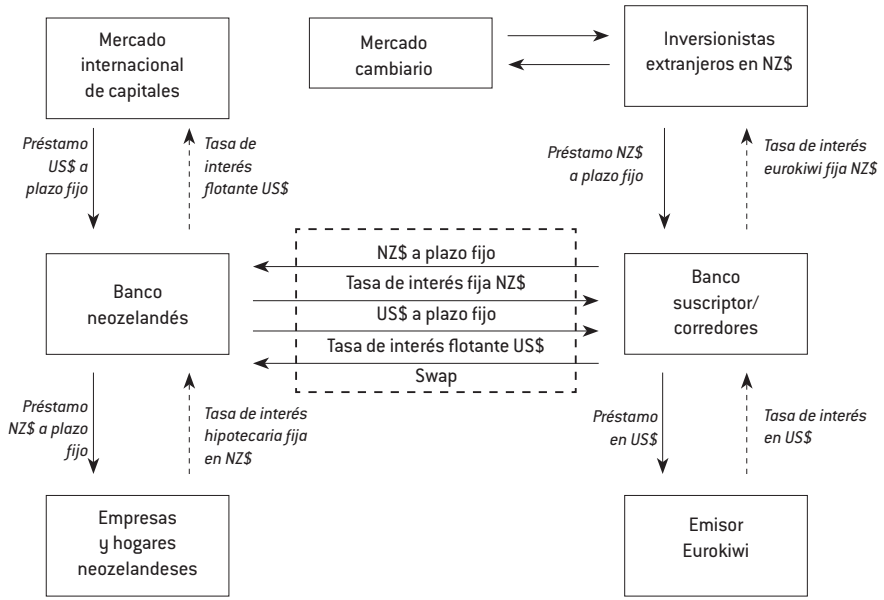
cambiarios, dominados por el compartimento de swaps, cuya actividad se ha triplicado desde enero de 2005 (gráfico 14).

Así, la internacionalización del dólar neozelandés ha ido de la mano del intenso proceso de intermediación transfronteriza realizado por los bancos. En los siguientes párrafos, abordaremos la trayectoria de esas entidades dominantes en el panorama financiero del país.

Bancos, profundización financiera y asignación de recursos

La desreglamentación y la introducción de la banca universal han inducido inicialmente un proceso de consolidación de bancos comerciales y bancos de ahorro así como la entrada de nuevos competidores al sistema bancario, algunos provenientes de los rangos de las instituciones financieras no bancarias.

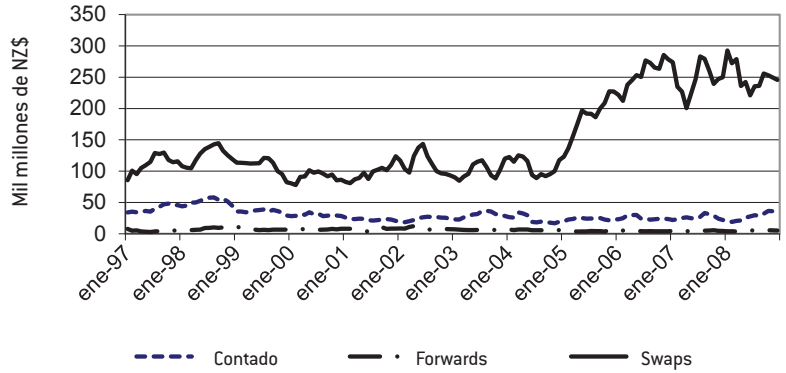
GRÁFICO 13. Nueva Zelanda: estructura de una emisión de bono *Offshore*



Fuente: Drage, Munro, Sleeman, 2005.

Un posterior proceso de reestructuraciones y fusiones, entradas y salidas de participantes llevó el número de bancos registrados a 19 en 1998, 16 en 2004, con la fusión de dos bancos universales de importancia sistémica, los bancos ANZ y National Bank (RBNZ, 2004: 13), y 20 en 2008. Ahora bien, a pesar del número aparentemente elevado de participantes, el sistema bancario neozelandés es concentrado y dominado por instituciones extranjeras, pues destacan cuatro grandes instituciones de importancia sistémica, todas ellas subsidiarias de matrices australianas, que controlaban 82% de los activos en 2009 (cuadro 11). Entre las demás instituciones, se cuentan diez sucursales de bancos extranjeros que controlan cerca de 12% de los activos y pocas instituciones de capital neozelandeses, más pequeñas y dedicadas a nichos de mercado como TSB Bank, inicialmente *Taranaki Saving Bank,* un antiguo banco de ahorro fiduciario. Las inquietudes de las autoridades relativas a un excesivo poder de mercado de

GRÁFICO 14. Nueva Zelanda: actividad en el mercado cambiario NZ$/US$, 1997-2008 (promedios móviles de 3 meses)



Fuente: RBNZ.

las grandes instituciones[43] y el cierre de sucursales —cerca de 700 entre 1994 y 2002— que privó numerosas comunidades rurales de servicios bancarios, han motivado la reintroducción de una institución pública en la actividad bancaria, cuando el gobierno volvió a confiar un papel financiero a la Oficina de Correos, a través de la creación de un nuevo banco. Kiwibank[44] utiliza las agencias postales para establecer sus sucursales, y busca restablecer el acceso a servicios financieros y eventualmente constituirse en un competidor para los grandes bancos, acusados de cobrar intereses y comisiones más altos que en sus mercados de origen (Smith & Tripe, 2001). Si bien su participación sigue modesta (2.7% de los activos en 2009), este nuevo banco ha crecido con dinamismo y ha logrado captar una clientela suficiente para cumplir sus objetivos de rentabilidad, agregando en 2004 servicios destinados a los negocios a su rango inicial de actividades orientadas hacia las familias.

La expansión del sistema bancario, inicialmente excesiva en un contexto de altas tasas de interés y de una disminución de la inflación más lenta de lo esperado, llevó a la crisis sistémica de 1987-1989. La evolución posterior de los

43. Las autoridades temían el surgimiento de un monopolio u oligopolio no competitivo, con consecuencias dañinas para los clientes del sistema. Véase el análisis de este tema en Smith & Tripe (2001). Los autores muestran que en el período comprendido entre 1996 y 1999 el sistema bancario neozelandés funcionó bajo condiciones de competencia monopolística.

44. Recordamos que PostBank había sido separada de las demás actividades de la Oficina de Correos y privatizada en 1989.

CUADRO 11. Nueva Zelanda; bancos registrados en, 2009

Nombre del banco	% del mercado[/1]	País de origen de la matriz	Calificación (S&P)[/2]
Bancos de importancia sistémica			
ANZ National Bank Limited	31.9	Australia	AA
Bank of New Zealand	18.4	Australia	AA
ASB Bank Limited	17.1	Australia	AA
Westpac New Zealand Limited	14.3	Australia	AA
Total	81.7		
Otros bancos			
Kiwibank Limited	2.7	Nueva Zelanda	AA-
TSB Bank Limited	1.0	Nueva Zelanda	BBB+
Southland Building Society	0.7	Nueva Zelanda	-
Rabobank New Zealand Limited	1.7	Países Bajos	AAA
Bank of Baroda (NZ) Limited[/3]	-	India	-
Sucursales de bancos extranjeros			
Australian and New Zealand BG Lmt.	1.1	Australia	AA
Commonwealth Bank of Australia	1.8	Australia	AA
Westpac Banking Corporation	5.1	Australia	AA
Rabobank Nederland	0.6	Países Bajos	AAA
Hong Kong and Shanghai Banking Corp.	1.4	Reino Unido	AA
Deutsche Bank A.G.	1.0	Alemania	A+
Citibank N.A.	0.8	Estados Unidos	A+
Bank of Tokyo-Mitsubishi Limited	0.3	Japón	A+
Kookmin Bank	0.1	Corea del Sur	A
JP Morgan Chase Bank N.A.	0.0	Estados Unidos	AA-

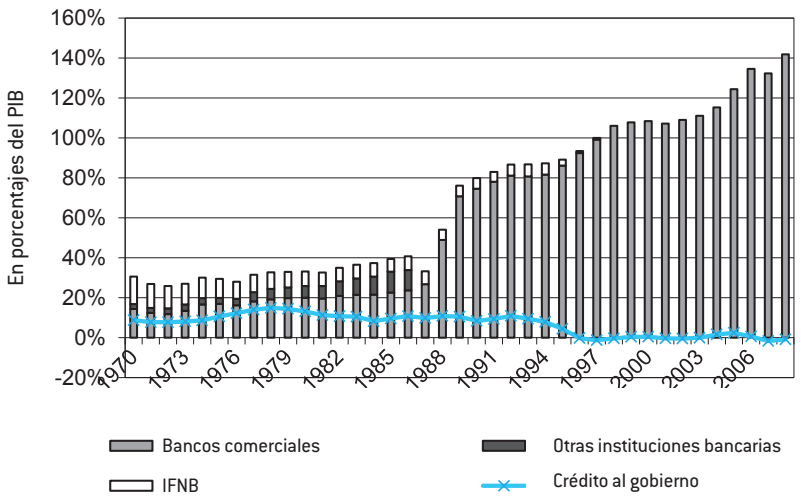
[/1] Participación en los activos totales del sector en junio de 2009.
[/2] Calificación otorgada por la calificadora de valores estadounidense Standard & Poor's
[/3] Bank of Baroda se registró en septiembre de 2009.
Fuente: RBNZ, 2009, cuadro A3.

indicadores de crédito bancario señala un notable proceso de profundización financiera: en 2008, el crédito al sector privado se situaba en 140% del PIB, es decir más de cuatro veces el peso relativo que mostraba en 1984, y provenía esencialmente de los grandes bancos comerciales (gráfico 15). Ahora bien, a la vez que expandían su oferta de fondos, los bancos han modificado la asignación de sus recursos: después de la eliminación del crédito dirigido, la oferta de préstamos se ha dirigido preferentemente hacia el crédito a los hogares, que ha crecido en 196% en términos reales entre 1985 y 2000, y el crédito a otros

sectores industriales y comerciales (+ 141%). En contraste, el crédito hacia la agricultura se ha contraído durante cerca de 15 años, y solo marcaba un crecimiento real de 15% en 2000 (Thorp, 2002: 47). En consecuencia, la asignación sectorial del crédito se ha modificado sensiblemente en el período que va de 1980 a la actualidad: el crédito empresarial ha ganado participación frente a la agricultura y a los hogares durante un lapso más bien corto que va hasta 1990, mientras el resto del período ha visto la expansión más rápida del crédito a los hogares y desde 2001, un repunte de los préstamos al sector agrícola, de 10% del total en 2000 a cerca de 15% en 2008, un porcentaje que sobrepasa ampliamente la contribución del sector al PIB (cuadro 12). En ambos casos, la expansión del crédito está vinculada a alzas rápidas y probablemente especulativas del precio de los bienes inmobiliarios, estimuladas inicialmente por una nueva ola de inmigración y alimentadas por el repunte de la economía: así, entre 2002 y 2007, el precio real de las viviendas se ha elevado en promedio de 15% anual y en el período 2001-2008, el precio de las tierras agrícolas creció a un ritmo promedio de 15.6% anual.

Como resultado de la marcada preferencia de los bancos por el crédito a los hogares, una parte substancial de los activos bancarios se encuentra ahora constituida de préstamos hipotecarios residenciales. La asignación de recursos de la

GRÁFICO 15. Nueva Zelanda: crédito al sector privado, 1970-2008



Fuente: FMI.

banca ha seguido orientada hacia las operaciones convencionales de crédito que representaban de 75 a 80% de sus activos entre 1997 y 2008, entre las cuales los préstamos hipotecarios han ido fortaleciendo su participación hasta culminar en 45% de los activos totales en 2006-2007 (calculado en base a RBNZ, 2009: 51). Así, aún cuando se señala que parte del crédito hipotecario es utilizada para financiar negocios o Pymes, resulta claro que los préstamos bancarios se han orientado cada vez más hacia usos que no fomentan la producción de bienes y servicios comerciables. Esta tendencia es tanto más importante que, debido a la posición dominante del crédito bancario en el financiamiento a la economía, existen pocas fuentes de financiamiento locales alternativas a la vez que pocas empresas pueden acudir a los mercados financieros internacionales.

CUADRO 12. Nueva Zelanda: crédito de bancos e intermediarios no bancarios por sector, 1980-2008 (millones de NZ$ y porcentajes del total)

	Agricultura		*Empresas*		*Hogares*	
	(millones de NZ$)	*% del total*	*(millones de NZ$)*	*% del total*	*(millones de NZ$)*	*% del total*
1980	3200	20.00	5800	36.00	7200	44.00
1985	6200	19.00	13000	40.00	13600	41.00
1990	5900	9.00	35000	51.00	28300	41.00
1995	9600	10.00	39100	41.00	46200	49.00
2000	12663	10.33	37171	30.33	72714	59.34
2005	27165	12.73	54306	25.46	131851	61.81
2006	31016	12.73	63645	26.12	148979	61.15
2007	35556	12.91	72434	26.30	167400	60.79
2008	43446	14.53	81020	27.10	174502	58.37

Fuentes: Thorp. 2002 (1980-1995) y RBNZ, 2009 (2000-2008).

Problemática, riesgos y límites del financiamiento a la economía

El análisis del sistema financiero neozelandés a veinticinco años de su liberalización sugiere que éste ha funcionado en una forma subóptima en relación con su objetivo último de servicio a la economía real del país pues ha fomentado un modelo de desarrollo difícilmente sostenible: endeudamiento excesivo y bajo nivel de ahorro de los hogares, altas tasas de interés e insuficiente inversión pro-

ductiva, alta dependencia financiera externa y subdesarrollo de los mercados financieros domésticos se encuentran íntimamente vinculados.

El proceso de endeudamiento de los hogares que ha sostenido el crecimiento económico de la última década ha elevado los pasivos del sector de 47% de su ingreso disponible anual en 1985 a 155% en 2008. A la vez el flujo de ahorro neto "voluntario" de los hogares que oscilaba entre 8 y 10% de su ingreso disponible a inicios de los años 1980, ha caído después de la liberalización financiera, hasta tornarse negativo a partir de 1994: este desahorro superó en promedio 10% del ingreso disponible entre 2003 y 2007 y era de -12.7% en 2007 (Davis, 2009: 6). Esta medida del "esfuerzo de ahorro" contrasta con el alza del patrimonio neto de los hogares, de 360% de su ingreso disponible anual en 1985 a 504% en 2008 (cuadro 13): el ahorro "pasivo" de los hogares estimado a partir de este "*stock*" de riqueza acumulada arroja números positivos y crecientes desde 2000. Esta discrepancia aparente entre medidas alternativas de ahorro se debe a la fuerte reevaluación de los activos de las familias, debida principalmente al alza del precio de las viviendas que han ido concentrando una proporción creciente de su patrimonio neto —97% en 2007— muy alta medida por estándares internacionales (Davis, 2009: 22; OCDE, 2007). A la vez, el patrimonio financiero neto de los hogares ha disminuido en forma muy marcada después de la liberalización: entre 1985 y 2008, mientras sus pasivos triplicaban, sus activos financieros se han estancado en relación con el ingreso disponible del sector (cuadro 13).

La disminución del ahorro de los hogares llama a una combinación de explicaciones, entre las cuales destacan causas asociadas directamente con el proceso de liberalización económica y financiera: la participación de los salarios ha caído de 50.5% del ingreso disponible en 1984 a menos de 44% entre 2000 y 2004, con una recuperación posterior a 47% en 2007, en contraste con un alza de la participación de las ganancias corporativas y de los impuestos, lo cual sugiere un deterioro de la capacidad de compra de parte de los hogares (Stats NZ, cuadro 1.2). A la vez, el acceso más fácil al financiamiento bancario ha reducido las restricciones crediticias que enfrentaban los hogares y ha disminuido la necesidad de constituir ahorros previos a ciertos gastos. A partir de 1991 la disminución de las tasas de interés reales combinada con el alza continua del mercado inmobiliario volvió más redituable la inversión en propiedades frente a las inversiones financieras y el posterior "efecto riqueza" asociado a la valorización de las viviendas explica parte de la caída del ahorro. Adicionalmente, cabe señalar que ciertos

CUADRO 13. Nueva Zelanda: activos, pasivos y patrimonio de los hogares, 1979-2008

A fin de periodo	*1979*	*1985*	*1990*	*1995*	*2000*	*2005*	*2008*
	mil millones de NZ$						
Activos financieros	18	49	69	99	127	165	194
Acciones (inversión directa e indirecta)	3	12	16	28	39	45	37
Otros activos financieros	15	36	53	72	88	120	157
Pasivos financieros	6	14	28	47	74	135	177
Patrimonio financiero neto	12	35	41	52	53	30	17
Valor de viviendas	25	73	127	182	231	506	568
Patrimonio neto	37	108	168	233	280	528	575
Inversión neta en vivienda /1	n.d.	n.d.	102	141	164	384	405
Ingreso disponible de los hogares	14	30	49	56	70	94	114
	Como porcentaje del ingreso de las familias						
Activos financieros	129	163	141	177	181	176	170
Acciones (inversión directa e indirecta)	21	40	33	50	56	48	32
Otros activos financieros	107	120	108	129	126	128	138
Pasivos financieros	43	47	57	84	106	144	155
Patrimonio financiero neto	86	117	84	93	76	32	15
Valor de viviendas	179	243	259	325	330	538	498
Patrimonio neto	264	360	343	416	400	562	504
Inversión neta en vivienda /1	n.d.	n.d.	208	252	234	409	355

/1 Excluye los préstamos al consumo de los pasivos
n.d. No disponible
Los totales pueden no coincidir debido al redondeo de cifras
Fuente: RBNZ.

préstamos hipotecarios han permitido "retirar capital" de lo invertido en viviendas para sostener un mayor gasto de consumo.[45]

Finalmente, cabe agregar el alza de la carga de intereses soportada por las familias: el precio medio de las viviendas ha crecido de 3.5 veces el ingreso disponible en 2001 a 5.4 veces en 2007 (RBNZ, 2009: 20), traduciéndose en un alza del valor unitario de los préstamos y por ende en más intereses: en promedio, el servicio de la deuda hipotecaria representaba de 40 a 49% de los ingresos disponibles de un acreditado promedio en 2007, muy por encima del promedio

45. El fenómeno de "*equity withdrawal*" es relativamente reciente, y ha sido permitido por nuevos instrumentos financieros, como los préstamos hipotecarios revolventes (Davis, 2009).

de largo plazo -29% entre 1990 y 2005 (RBNZ, 2009: 20-22). En su conjunto, la carga de intereses de las familias neozelandesas se elevó en 2007 a cerca de 14% de su ingreso disponible, el doble que en 1993-1994, al inicio del período de crecimiento sostenido de la economía (RBNZ, 2009: 48).

La dinámica de crecimiento basada en el endeudamiento de los hogares y en el auge del mercado hipotecario encierra varias consecuencias preocupantes para la economía neozelandesa. Cabe recordar que la liberalización financiera ha producido a menudo este patrón de asignación de recursos de parte de los bancos, cuyos riesgos se han manifestado a posteriori cuando ha estallado la "burbuja" inmobiliaria que sostenía el avance de la economía, dejando hogares sobreendeudados y créditos impagables. En el caso de Nueva Zelanda, estos riesgos son agravados por el tipo de fondeo bancario, que recurre intensivamente al financiamiento internacional de mayoreo y expone el país a una crisis de balanza de pagos en caso de cese brusco de las entradas de capitales. Por último, la preferencia de los hogares por la inversión inmobiliaria se asocia a una disminución proporcional de sus inversiones financieras y al estancamiento de los mercados de capitales domésticos.

Los hogares neozelandeses se encuentran hoy mucho más vulnerables que antes a alzas de las tasas de interés y a caídas en el valor de su patrimonio, constituido alrededor de un activo ilíquido, la vivienda, las que podrían a su vez tener impactos negativos sobre el consumo y afectar directa o indirectamente la calidad de los activos bancarios. Cabe mencionar en particular que los contratos hipotecarios en el país incorporan rápidamente los cambios en las tasas de interés.[46] Por esta razón, a partir de 2004, algunos análisis realizados por el Banco de Reserva o por el FMI han tratado de evaluar el impacto de choques a éstas y otras variables económicas sobre la situación financiera de los hogares.[47] Aún cuando el RBNZ consideraba que la concentración en el crédito hipotecario había disminuido la exposición al riesgo de los bancos, debido a los montos individuales más pequeños de estos préstamos y a que las familias reciben sus ingresos de una variedad de sectores económicos, lo cual permite disminuir la exposición al riesgo sectorial de la cartera agregada (RBNZ, 2004: 13), el impacto macroeconómico de estos choques sería significativo y el sistema ban-

46. En 2005, un estudio del FMI señalaba que 26% de los contratos hipotecarios tenían tasas flotantes mientras 60% teína tasas fijas revisables por períodos cortos (FMI, 2005b: 41).
47. En este informe, un ejercicio econométrico de simulación mostraba que el impacto de un alza de 1% en las tasas de interés produciría una disminución de 2.3% del consumo en un plazo de ocho trimestres (FMI, 2005b: 43).

cario se vería afectado, tal vez no directamente —a través de una elevación de la proporción de créditos hipotecarios vencidos—, sino de manera indirecta, en razón del efecto de la caída de los gastos de consumo sobre la rentabilidad de las empresas, y por ende, sobre su capacidad de servir su deuda bancaria (RBNZ, 2004). Los indicadores del sistema bancario neozelandés señalan sin embargo que tiene margen para resistir a un deterioro de sus activos, debido a que las instituciones presentan un buen nivel de rentabilidad, una adecuada capitalización así como una baja proporción de préstamos de mala calidad (cuadro 14).

CUADRO 14. Nueva Zelanda: indicadores bancarios, 2007/1

	2004	*2005*	*2006*
Activos (en % del total)			
Inversiones financieras	16.4	16.6	14.6
Préstamos hipotecarios	41.6	43.2	44.5
Otros préstamos	35.8	34.5	35.1
Otros activos	6.2	5.7	5.8
Indicadores de rentabilidad (promedio anual)			
Margen de interés	2.5	2.3	2.3
Rentabilidad sobre activos promedio	1.2	1.1	1.2
Medidas de capitalización			
Total	10.8	10.9	10.5
Tier 1	8.4	8.7	8.3
Activos de mala calidad (en % de préstamos totales)	0.2	0.2	0.2

/1 Cuatro bancos de importancia sistémica
Fuente. FMI, 2007b: 33.

Por ende, el riesgo principal y más inmediato para la economía neozelandesa no proviene tanto de la calidad de los activos de la banca sino de su fondeo, y de la otra vertiente del problema de los bajísimos niveles de ahorro de los hogares, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. En efecto, aún cuando es parcialmente compensado por un elevado ahorro público, el bajo ahorro privado se traduce en un bajo nivel de ahorro agregado para la economía en su conjunto y en alta dependencia del financiamiento externo. En razón del nivel de desarrollo alto de la economía neozelandesa, de su buen desempeño y gracias al diferencial de tasas de interés, el déficit se ha financiado holgadamente hasta 2007 pero expone el país a riesgos significativos, tanto más que la composición del financiamiento neto incluye una elevada proporción de fondeo banca-

rio de corto plazo. En razón del crecimiento más lento de los depósitos, el auge del crédito hipotecario ha sido financiado con un mayor acceso al fondeo de mayoreo, reflejado en un alza del fondeo internacional de 14% a 34% del total de los pasivos de los intermediarios (cuadros 8 y 9 *supra*). Así, en la medida en que el sistema bancario interno se vuelve significativamente más vulnerable a problemas de refinanciamiento, el país se halla más expuesto al riesgo de una crisis de balanza de pagos o de una crisis gemela que partiría del sistema bancario.[48]

Mas allá del riesgo para la balanza de pagos, el hecho de que los bancos de propiedad extranjera explican tanto las elevadas necesidades de financiamiento externo — a través del déficit de la subcuenta de ingresos— como gran parte de los flujos financieros que entran al país plantea para Nueva Zelanda problemas de autonomía de las políticas financieras y de interdependencia con Australia, país de origen de los bancos. Esta interdependencia ha llevado a las autoridades neozelandesas a dialogar con las autoridades supervisoras australianas y a introducir cambios legales y regulatorios, entre los cuales figura la obligación para los bancos de importancia sistémica de constituirse en subsidiaria incorporada en el país, con los propósitos de facilitar el acceso más rápido de las autoridades a los activos y pasivos de una institución en problemas, de asegurar un mayor nivel de "gobernanza" local del banco y de permitir una mayor difusión de su información financiera. Otra medida importante concernió los límites puestos al traslado hacia el banco matriz de funciones claves que impedirían a la dirección del banco neozelandés tomar o implementar decisiones que permitirían la sobrevivencia independiente de éste en caso de que el banco matriz entrara en problemas graves. Esta medida respondió al desplazamiento en los últimos años de sistemas de información y de puestos claves de dirección, reagrupados en las matrices para disminuir costos, y al temor de ver un banco neozelandés vaciado de sus activos para salvar el banco matriz, o para asegurar el pago de sus depósitos a los clientes australianos, debido a la facilidad con la cual los activos de la sucursal neozelandesa pudieran trasladarse a Australia (FMI, 2004: 27). En suma, la integración de hecho de los sistemas bancarios de ambos países ha

48. Algunas características de estos créditos pueden contribuir a disminuir estos riesgos; por ejemplo el riesgo cambiario es acotado pues parte de esta deuda ha sido contratada en NZ$, mientras la fracción contratada en divisas se encuentra protegida naturalmente o a través de derivados financieros. Sin embargo, debido a cambios regulatorios en el país de origen, los créditos canalizados por los bancos matrices australianos hacia sus subsidiarias neozelandesas —que contribuían a reducir en principio el riesgo de no renovación de créditos revolventes (FMI, 2005a)— han disminuido su participación en los últimos años siendo reemplazados por emisiones directas en los mercados financieros internacionales, más expuestas al riesgo de renovación (*rollover*).

empujado a Nueva Zelanda a reformar ciertos aspectos de su sistema de reglamentación y supervisión prudencial, más bien liberal en comparación con el australiano, más activo e intervencionista, para evitar que el proceso perjudique los depositantes neozelandeses en caso de crisis financiera.

Finalmente, la percepción del riesgo asociado al patrón de financiamiento de la economía ha cambiado en forma reciente la postura de las autoridades neozelandesas hacia el financiamiento internacional.[49] Durante mucho, la postura oficial parece haber sido la de considerar que el déficit en cuenta corriente no constituía un problema mientras era el resultado de decisiones privadas tomadas por "adultos responsables" ("consenting adults") y no el producto de un déficit público. Pero, más recientemente (2007), Alan Bollard, gobernador del RBNZ afirmaba que el país había atraído "…una fracción disproporcionada de la liquidez global…" (Bollard, 2007: 6), y que esta situación, en la cual los hogares neozelandeses gastan significativamente más que sus ingresos gracias al crédito internacional, no podría persistir en forma indefinida, pudiendo traducirse en menores estándares de vida en el futuro (Bollard, 2008: 13). En 2009, el Informe sobre la Estabilidad Financiera (Financial Stability Report) del banco central planteaba que "Nueva Zelanda requiere contener su endeudamiento neto… Para lograrlo, el déficit en cuenta corriente de Nueva Zelanda debería caer en proporción del PIB y establecerse cerca de la tasa de crecimiento nominal promedio del PIB —alrededor de 5% en promedio"— (RNBZ, 2009: 16).

Las autoridades del país ya no consideran que el financiamiento local y externo son sustitutos perfectos, y enfatizan que las modalidades de la intermediación —y por tanto la configuración del sistema financiero doméstico— tienen un impacto sobre la calidad de la inversión emprendida (Bollard, Orr y Drage, 2007). Un documento de trabajo del Tesoro que discute este tema enfoca en particular el impacto de las asimetrías de información sobre diferentes tipos de flujos y concluye que por su pequeñez y lejanía "Nueva Zelanda es más susceptible de atraer capital extranjero en forma de deuda y de inversión directa en relación con los flujos de portafolio" y que por ello el mercado de valores

49. La preocupación del público no es nueva; así, en 1996, el entonces gobernador del banco central, Donald T. Brash, se hacía eco de ésta al titular una de sus intervenciones "New Zealand and international financial markets: have we lost control of our own destiny?", pregunta a la cual contestaba "Nueva Zelanda es parte de la economía mundial y recibe por ello enormes beneficios. Participar en la economía mundial encierra un nivel de riesgo. Un sólido marco en el cual las políticas monetaria y fiscal pueden establecer un ambiente estable para el beneficio de todos ayuda a minimizar este riesgo, y nos ayuda a tratar con los choques ocasionales que la economía mundial nos envía" (Brash, 1996).

tenderá a estar menos desarrollado, lo que impactará a su vez negativamente sobre "empresas en la infancia que requieren de un sistema financiero bien desarrollado" (Cameron *et alii*, 2007: 14-15). De hecho, esta "falla" del sistema financiero interno ya estaba identificada desde hace mucho: el financiamiento de nuevas Pymes depende mucho de un mercado "informal" integrado por los propios empresarios, sus familiares y amigos (OCDE, 2007), y, como lo hemos visto, de préstamos hipotecarios que elevan significativamente el riesgo para el emprendedor.[50] Por ende, la creación en 2002 del fondo público de capital riesgo NZVIF, dotado de un consejo independiente, había procurado subsanar la falta de financiamiento para empresas innovadoras.[51]

Finalmente, desde el punto de vista oficial, la dominación de la banca y el tamaño limitado de los mercados tendrían también consecuencias negativas para la política monetaria —debido a la falta de información acerca de las expectativas de los agentes—, para la oferta de productos y servicios financieros, en razón de la insuficiente competencia, y para la solidez del sistema, debido a la concentración del financiamiento en dos canales, los bancos y el mercado de *swaps* (Bollard, Orr y Drage, 2007).

Ahora bien, debido al carácter liberal del sistema financiero y a la ausencia de controles de capitales, el subdesarrollo relativo de los mercados financieros no puede atribuirse a "barreras regulatorias" severas que inhibirían su desarrollo: Nueva Zelanda encabeza más bien la lista de sistemas más liberalizados de las economías desarrolladas (OCDE, 2007: 88). Por esta razón, el gobierno neozelandés creó en julio de 2008 un grupo de trabajo sobre el desarrollo de los mercados de capitales, que produjo un informe final (diciembre de 2009) que se agregó a una larga lista de publicaciones previas o simultáneas. Una serie de características de la oferta y demanda de títulos se mencionan para explicar el subdesarrollo de los mercados domésticos.

Entre los elementos explicativos ubicados del lado de la oferta de títulos, cabe señalar en primer lugar elementos "estructurales": el tamaño de la economía y el de las propias empresas neozelandesas, en su mayoría demasiado pequeñas para enfrentar los costos del financiamiento directo de mercado, así como el papel muy destacado de la IED reducen el universo de emisores potenciales. A esto se agrega la presencia de un impuesto a los intereses de las emisiones de

50. Este enfrenta el doble riesgo de quiebra de su negocio y pérdida de su vivienda personal.
51. El NZVIF es un"fondo de fondos" que invierte en empresas de capital riesgo privadas. En 2005, se le responsabilizó del *Seed Co-investment Fund*, orientado al financiamiento de *start-ups,* (OCDE, 2007: 96).

títulos de deuda domésticos (*Approved Issuer Levy*, o AIL), que habría empujado las corporaciones neozelandesas a emitir *Offshore*, y la insuficiencia de las emisiones públicas, que no permiten establecer una curva de rendimiento de referencia para los emisores privados.[52] Finalmente, queda por investigar si la banca y/o el acceso fácil al financiamiento internacional no habrían "empujado fuera" (*crowded-out*) los mercados, a través de mecanismos que cabría explicitar. Las propuestas que se barajan para desarrollar el lado de la oferta de títulos incluyen por tanto emitir más títulos de gobierno a plazos más amplios o bonos de infraestructura de largo plazo, la eliminación del AIL, la privatización parcial de las empresas públicas y la incitación a que las cooperativas agrícolas abran su capital y las subsidiarias neozelandesas de bancos extranjeros coticen en el mercado accionario (Bowden y Lorimer, 2008; Capital Market Development Taskforce, 2009; OCDE, 2007: 103).

El lado de la demanda de títulos ha concitado aún más el debate, pues se asocia con el bajo nivel de ahorro personal y financiero y el estancamiento de los inversionistas institucionales. Varias hipótesis intentan explicar el nivel bajo del ahorro financiero de las familias. El FMI subraya una causa estructural, paradójicamente asociada a un rasgo positivo de la sociedad neozelandesa: su bajo nivel de desigualdad de patrimonios que tiende a producir, siendo todo lo demás igual, un menor nivel de ahorro financiero, ya que son los más pudientes que invierten una proporción más alta de su riqueza en estos instrumentos (FMI, 2007b: 19). No resulta pues sorprendente que exista una elevada preferencia de la población hacia la inversión inmobiliaria, que brinda servicios reales de largo plazo a la vez que ganancias de capital y se podría plantear asimismo que la preferencia de los ahorristas por instrumentos bancarios y su bajo nivel de sofisticación financiera se relacionan también con esta característica de la sociedad. A la vez, el desplome bursátil de 1987 ha dejado huellas y se suma a un recelo hacia los vehículos colectivos de inversión[53] (debido a sus comisiones que se consideran elevadas, o a falta de transparencia), que las quiebras recientes de compañías de inversión (2006-2007) han fortalecido.[54] Así, la regulación "ligera" del sis-

52. La oficina pública de gestión de la deuda gubernamental solo persigue el objetivo de minimizar el costo de esta deuda y no metas de desarrollo de los mercados.
53. La OCDE señala que las inversiones directas en acciones duplican el valor de las acciones adquiridas indirectamente vía fondos de inversión (OCDE, 2007: 20-21).
54. En 2009, 30 compañías financieras orientadas hacia el sector inmobiliario estaban en quiebra, en liquidación o en moratoria. En numerosos casos, las empresas funcionaban con "esquemas Ponzi", carecían de una

tema financiero neozelandés puede en parte estar motivando la desconfianza de los hogares hacia el ahorro financiero.

Por último la ausencia de planes de pensiones por capitalización obligatorios se menciona también como causa del bajo nivel de ahorro financiero: el gobierno neozelandés brinda una pensión básica a todos sus nacionales que cumplan con un criterio de residencia en el país —un beneficio que ciertos sectores empresariales y conservadores consideran excesivamente generoso—, siendo voluntaria la participación en un plan de pensiones adicional establecido a nivel de empresa. En particular, se citan los ejemplos de Australia y de Chile para subrayar el potencial de estímulo a los mercados financieros locales que entraña la introducción de planes obligatorios de pensiones por capitalización individual, que estimulan el ahorro financiero. Se estima que una reforma de este tipo permitiría elevar en un plazo de diez a quince años tanto el ahorro de los hogares como la participación en éste de los activos financieros, lo que proveería más fondos de largo plazo a la economía y desarrollaría el sector de inversionistas institucionales, en suma promoviendo la profundización y el desarrollo más balanceado de la esfera financiera a la vez que disminuyendo la dependencia financiera externa (Davis, 2009; Cameron *et alii*, 2007). Cabe agregar que el gobierno laborista dirigido por Helen Clark dio en 2006 un paso hacia la creación de un plan de pensiones complementarias más universal con la Ley de Kiwisaver, que creó el mecanismo homónimo de ahorro voluntario de largo plazo vinculado a la actividad laboral, el que entró en funcionamiento en 2007. Este plan de ahorro por capitalización individual parece haber recibido la confianza del público pues ha tenido éxito con más de 1 200, 000 neozelandeses con una cuenta a diciembre de 2009, lo que representa una elevada proporción de la población activa.[55]

Sin embargo, la llegada al poder de un gobierno más liberal pone en duda la adopción de una actitud pública más proactiva en estos asuntos, pues el informe del grupo de trabajo 2025, establecido por el nuevo gobierno con la finalidad de proponer vías que permitan al país "cerrar la brecha" con Australia, y encabezado por el antiguo gobernador del banco central y miembro del partido Nacional Donald Brash, preconiza un regreso al modelo de los años 1985-1999: baja

---

gobernanza adecuada y/o habían otorgado préstamos "relacionados" a sus responsables (Businesswire, 2010).

55. Las contribuciones pueden sin embargo ser bajas, en especial desde los cambios legales de 2009. Véase http://www.kiwisaver.govt.nz/statistics/.

de impuestos marginales, reducción del gasto público, en particular social, liberalismo económico, en suma, una receta que no es nueva. Las autoridades han aceptado sin embargo propuestas específicas del informe sobre desarrollo de los mercados financieros entre las cuales destacan las recomendaciones de crear un mercado de capitales especializado para las empresas y los productos del sector de *commodities* agrícolas, incluyendo la creación de instrumentos derivados de físicos relacionados con la producción lechera —un desarrollo que aprovecharía la ventaja del país en estas producciones— y de desarrollar exportaciones de servicios financieros mediante la creación de un *Hub* financiero que proveería funciones para fondos de inversión especializados en el Asia-Pacífico (Capital Market Development Taskforce, 2009).

Conclusión

El proceso de desarrollo económico y financiero de Nueva Zelanda ha pasado por tres grandes etapas: hasta la década de 1930, el liberalismo económico y comercial se ha compaginado con un amplio acceso al financiamiento internacional y un modelo de "banca libre". Desde la década de 1890 el estado elevó su papel en la economía, principalmente a través de una participación directa en la oferta de bienes y servicios, en particular financieros, que le permitía regular indirectamente. La Gran Depresión marcó la adopción de un sistema económico altamente regulado y defensivo frente a los vaivenes de la economía internacional, donde el Estado perseguía la diversificación de la economía a través de una industrialización sustitutiva muy general que no buscaba promover "ganadores". Se logró un crecimiento más estable, financiado en buena parte por las exportaciones de productos primarios tradicionales, con un recurso más limitado a un financiamiento externo más escaso. La liberalización emprendida en el marco de la crisis del modelo de ISI significó el regreso de Nueva Zelanda a la plena apertura comercial y financiera, con costos iniciales muy altos para la economía y la sociedad y un posterior éxito relativo en materia de crecimiento económico. El sector externo ha experimentado cierta diversificación en los productos y sobre todo en los servicios exportados, así como en los destinos principales, que han reducido ciertamente la vulnerabilidad de la economía comparada con la anterior alta dependencia de las exportaciones hacia el mercado británico. Menos positivas han sido la evolución de la estructura productiva interna, que ha com-

binado declive industrial y auge de sectores vinculados con la actividad inmobiliaria, y un desarrollo desbalanceado de la esfera financiera, que no ha logrado aportar fuentes alternativas de financiamiento empresarial.

A la vez, la economía ha regresado a un patrón de profundos déficits en cuenta corriente y alta dependencia financiera externa que se había moderado en la etapa anterior. Así, desde 2000, Nueva Zelanda participa activamente en los desequilibrios financieros globales y en el *carry-trade* como receptor de fondos de corto plazo. A la vez, la asignación interna de estos recursos, efectuada por los grandes bancos que dominan la esfera financiera es criticable: la proporción dedicada a la inversión productiva ha sido baja en relación con aquella orientada al consumo y a la inversión inmobiliaria, un componente altamente especulativo. Combinada con la volatilidad del tipo de cambio real y su apreciación sostenida por períodos prolongados, la insuficiente inversión productiva ha mermado la competitividad de las exportaciones neozelandesas, frenado la diversificación exportadora y acelerado un declive irreversible de sectores productivos como la manufactura. En suma, las facilidades de financiamiento de las cuales se ha beneficiado Nueva Zelanda, gracias a su condición de economía desarrollada y relativamente rica, a sus buenas instituciones y a sus altas tasas de interés internas no han sido suficientemente utilizadas para crear actividades que generen los flujos de ingresos que permitirían pagar en el futuro las deudas contraídas. En cambio, han profundizado la vulnerabilidad financiera externa.

En el contexto neozelandés, caracterizado por barreras estructurales como la lejanía, el pequeño tamaño de la economía y su especialización exportadora todavía dominada por un sector agropecuario donde abundan las barreras comerciales de todo tipo, nuestra posición es que el neoliberalismo llevó a una senda de desarrollo claramente subóptima: Nueva Zelanda no necesita menos Estado sino intervenciones más proactivas orientadas a mejorar la inserción internacional del país y a evitar que flujos especulativos de corto plazo distorsionen el proceso de ahorro inversión interno y las perspectivas de largo plazo del país, en particular a través de la apreciación excesiva de la moneda. En materia financiera, cabría preguntarse que resulta más redituable para la economía: desarrollar toda una compleja infraestructura de mercado en un contexto doméstico donde posiblemente los diferentes compartimentos difícilmente podrán alcanzar tamaños suficientes para su plena viabilidad, o bien orientar a través de estímulos o de cambios institucionales el crédito bancario hacia los sectores donde más se requieren para el desarrollo del país. La actual posición financiera de Nueva Zelanda resulta ser una bomba de tiempo, conforme con lo experi-

mentado por numerosas economías. Queda por ver si Nueva Zelanda logrará, gracias a su solidez institucional y a las mejores perspectivas de los mercados de materias primas agrícolas, realizar un ajuste suave de sus cuentas externas, y que no resulte perjudicial para su crecimiento futuro.

3 Chile: un precursor latinoamericano de la liberalización financiera

Chile, un país pequeño y alejado de los grandes mercados mundiales, ha conservado hasta la actualidad su carácter de exportador de materias primas. Si su desempeño económico promedio desde su independencia no fue estelar pues entre 1810 y 1990, su PIB per cápita anual creció solo de 1.5% en promedio (Schmidt-Hebbel 2006: 6), conoce desde mediados de los años 1980 un crecimiento más dinámico y estable, acompañado de un notable proceso de profundización financiera. Sus exportaciones, sucesivamente dominadas por el trigo (siglo XIX), el salitre (1880-1930) y el cobre (desde 1930) se han diversificado y expandido. Esta trayectoria económica llevó a compararlo con las economías asiáticas de alto crecimiento y vuelve atractivo el análisis de este caso de liberalización aparentemente exitosa que contrasta con los resultados menos positivos alcanzados en el resto de América Latina.

A partir de los años 1930 y al igual que otros países de la región, Chile adoptó un modelo de industrialización por sustitución de importaciones que buscó superar la inserción primario exportadora del país en la economía mundial y crear una dinámica económica más autónoma o endógena. Esta política económica protegió los sectores manufactureros locales a través de aranceles, reglamentó estrechamente el sistema financiero local así como los flujos de capitales e implicó una creciente intervención del estado en la economía. Aún cuando logró diversificar la estructura productiva, con el crecimiento del sector secundario, este modelo nunca pudo cambiar la inserción del país en la economía mundial y fue experimentando desde los años 1950 crecientes limitaciones que se expresaron en forma de bajo crecimiento económico, reducida inversión privada, inflación, déficits fiscales y en cuenta corriente crónicos, acompaña-

dos de un profundo descontento social. El modelo económico fue brutalmente desechado en 1973, con el golpe de Estado que inauguró diecisiete años de un gobierno militar que introdujo y fue profundizando en años posteriores un nuevo modelo económico de corte neoliberal. De esta manera, el país se convirtió en el precursor de las reformas que se extendieron posteriormente a los demás países de la región.

Después de dos crisis económicas y sociales muy profundas en 1973-75 y 1982-83, que marcaron respectivamente el inicio y el fin de una primera fase de estabilización combinada con reformas liberalizadoras bastante brutales, Chile ha seguido reformando su economía y sus instituciones de manera más pragmática lo que le permitió experimentar tasas de crecimiento bastante más altas que las demás economías de la región y más bien cercanas al desempeño de las economías de Asia del Este: el PIB creció en promedio a un ritmo anual de 7.6% entre 1985 y 1997 mientras el PIB per cápita lo hacía en 5.9%, un ritmo que permitió reducir la brecha de ingreso con las economías desarrolladas. Desde 2000, el país siguió experimentando un crecimiento más alto que el promedio regional, si bien inferior al del período de "los años dorados": respectivamente 3.5% y 2.2% para el PIB y el PIB per cápita (Schmidt-Hebbel, 2006: 18). Simultáneamente, el sistema financiero chileno, muy pequeño y centrado en la banca hasta los años 1970, se ha diversificado y es en la actualidad el único de la región en haber superado la condición de subdesarrollo: así, el crédito al sector privado superó 70% del PIB entre 2000 y 2007, contra 11% en promedio entre 1960 y 1979, la capitalización del mercado accionario alcanzó más de 100% del PIB en 2006 contra 30% en 1980 mientras los activos de los inversionistas institucionales representaban más de 80% de este agregado.

Este capítulo busca determinar a que se debe el mejor desempeño de la economía chilena desde mediados de los años 1980 y cuál ha sido la contribución del sistema financiero a esta trayectoria macroeconómica. Se plantea también esclarecer los logros y los límites del desarrollo financiero chileno. Para ello, se presentarán en una primera sección los rasgos centrales de la economía y del sistema financiero de Chile hasta inicios de la década de 1970 mientras en la sección siguiente se abordará la primera etapa de reformas liberalizadoras que terminó en la profunda crisis de 1982-83. En la tercera sección se abordará la segunda parte de las reformas emprendidas bajo el régimen autoritario de Augusto Pinochet de 1983 a1989, y su continuación en el marco del regreso a la democracia (1990-2007). En una cuarta sección, se analizarán los resultados

macroeconómicos de estas reformas mientras en la sección siguiente centraremos el análisis en el sistema financiero, para finalmente concluir.

La economía y el sistema financiero de Chile hasta 1973

Desde los inicios de su vida republicana hasta 1973, Chile conoció dos grandes tipos de modelo económico: de la independencia a 1930 prevaleció un modelo liberal de economía abierta y a partir de esta década, el país adoptó un modelo de ISI en respuesta a la grave crisis creada por el cierre de sus mercados de exportación.

El modelo liberal puede analizarse en dos etapas distintas (Lüders, 1998): antes y después de la guerra del Pacífico (1878-1884), en la cual Chile incrementó su territorio en una tercera parte y se hizo con los ricos yacimientos de salitre (nitrato natural) de sus vecinos, Perú y Bolivia, perdiendo este último su acceso al mar. De 1818 a 1878 prevaleció un sistema basado en la libre empresa y la apertura comercial, donde el Estado, dominado por gobiernos conservadores, no intervenía en la actividad económica, centrada en la agricultura y en la minería de exportación, que le permitían exportar trigo y minerales. Equilibrio fiscal y baja inflación caracterizan este período.

La guerra del Pacífico marcó un parteaguas en la historia económica chilena al posesionarse el país del desierto de Atacama y de sus ricos depósitos de salitre y otros minerales. El auge de la exportación de este producto, que duró más de treinta años —desde 1880 hasta su reemplazo por un sustituto sintético en el transcurso de la Primera Guerra Mundial— cambió drásticamente las condiciones de la economía chilena. Si las minas fueron privatizadas, pasando bajo control de inversionistas extranjeros —mayoritariamente británicos— y chilenos, los impuestos cobrados por el Estado chileno le permitieron recibir alrededor de una tercera parte de la riqueza generada por la explotación del producto. Los recursos provenientes de la renta salitrera fueron traspasados en parte al sector privado mediante la disminución de los demás impuestos a la vez que permitieron a los sucesivos gobiernos aumentar de tamaño y sobre todo realizar inversiones masivas a través de empresas públicas en infraestructuras de transporte como los ferrocarriles, las carreteras o en los servicios públicos —redes de agua potable y alcantarillado— , en educación y en salud con la construcción de colegios y hospitales.

A la vez que contribuyó a la constitución de grandes fortunas y a un proceso de concentración del ingreso, el auge del salitre marcó el inicio de la inflación en el país y creó un cuadro de "enfermedad holandesa", es decir de perdida de competitividad relativa y de abandono de otras actividades productivas y exportadoras: entre 1890 y la Primera Guerra Mundial, los nitratos constituyeron más de 70% de las exportaciones totales (Claude, 1997: 20) En el plano social, la constitución de una masa importante de trabajadores con difíciles condiciones de vida da origen al sindicalismo obrero en el país y las políticas sociales introducidas por las autoridades en los años 1920 —elementos de una Seguridad social, reconocimiento de poder de negociación a los sindicatos— aminoran el nivel de conflicto en el país (Lüders, 1998).

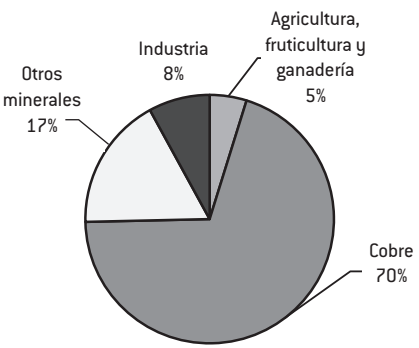
Ahora bien, ¿Cuál fue la trayectoria de crecimiento económico del país a lo largo de estas dos etapas? Después de dos décadas de bajo crecimiento siguiendo la independencia, la economía chilena empezó a expandirse sostenidamente por más de siete décadas, entre 1840 y la Primera Guerra Mundial, aumentando el PIB per cápita en alrededor de 2% promedio anual. El auge del salitre permitió acelerar el crecimiento del PIB PC, en especial entre 1870 y 1880 (3% de crecimiento anual promedio), a la vez que lo volvía más volátil. Una comparación internacional muestra que hasta 1880 el ingreso per cápita del país estuvo convergiendo hacia el ingreso de las economías desarrolladas pero que este movimiento se interrumpió posteriormente, quedando estancado hasta 1930 (Schmidt-Hebbel, 2006: 8-10). De hecho, la Primera Guerra Mundial y el deterioro de la demanda internacional de salitre marcaron el inicio de un círculo vicioso en el cual los shocks externos por un lado y la inestabilidad política y las tensiones económicas internas por otro se exacerbaron mutuamente, arrojando como resultado un crecimiento escaso y volátil. El inicio de la Primera Guerra Mundial implicó en efecto una caída de 20% del PIB PC (1914-1915) del país y la Gran Depresión un desplome de 47% de este indicador entre 1930 y 1932 mientras el valor de las exportaciones caía en 79% (Lüders, 1998). Esta última crisis llevó al cambio de gobierno, al abandono del modelo liberal orientado hacia fuera y a la adopción de un esquema de industrialización sustitutiva de importaciones.

En 1936, el gobierno del Frente Popular introdujo el modelo de ISI, que fue conservado y profundizado por sus sucesores hasta 1973. Elevó los aranceles a la importación para proteger la industria nacional y buscó estimular la inversión productiva a través del crédito subsidiado. La intervención del Estado en la vida económica se fortaleció, en especial mediante la creación en 1939 de una institución de desarrollo, la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO)

que desempeñó un papel central en la elaboración de una política industrial y en la creación de nuevas empresas públicas orientadas a la producción de bienes intermedios básicos (acero, energía) y de servicios públicos, sectores particularmente deprimidos por la crisis y que se esperaban reactivar para proveer bienes, servicios y empleo a la población en su conjunto (Pang, 2001: 156).

La adopción del modelo de ISI permitió al país recobrarse de la crisis y volver a crecer a una tasa promedio del PIB PC de 1.6% en la década de 1940, contra solo 0.5% en la década anterior (Schmidt-Hebbel, 2006: 8). Pero el modelo encontró más rápidamente sus límites que en las demás economías de América Latina, posiblemente en razón de la pequeñez del mercado interno, de la elevada inestabilidad de los ingresos de exportación, altamente dependientes de un solo producto, el cobre, que representaba en 1960 70% del total exportado (gráfico 1) y del elevado grado de desigualdad y del conflicto social creciente imperantes en una economía dominada por una oligarquía rural y un sector industrial oligopólico. Entre 1940 y 1970, el desempeño promedio de la economía chilena fue inferior al de América Latina considerada en su conjunto, con tasas de crecimiento menores y más volátiles y ritmos de inflación superiores.

GRÁFICO 1. Chile: exportaciones por tipo de producto en 1960



Fuente: BCChile

Intentos de reforma, 1958-1973

Este pobre desempeño económico aunado al descontento social llevó los tres gobiernos que se sucedieron en el poder entre 1958 y 1973[1] a implementar diversas clases de políticas destinadas a resolver los problemas estructurales de la economía chilena, que se traducían en una serie de desequilibrios crónicos: déficit fiscal y de cuenta corriente, inflación alta, a los cuales se agregó desde los años 1960 un elevado endeudamiento externo, bajo ahorro interno e inversión claramente insuficiente, gran disparidad en el desarrollo de los diferentes sectores productivos y en las condiciones de vida y en las oportunidades de las diferentes clases sociales.

Los diversos programas de estabilización aplicados por los sucesivos gobiernos no consiguieron resultados duraderos: entre 1958 y 1962, un programa de estabilización con anclaje cambiario logró frenar el alza de precios, pero a costa de un déficit comercial creciente financiado a través del crédito externo: la crisis de balanza de pagos y la devaluación de 1962 dejaron el país fuertemente endeudado a la vez que la inflación repuntaba de 14% en 1962 a 44% en 1963. El gobierno siguiente no logró frenar el alza de precios que osciló de 1965 a 1970 en ritmos anuales promedios de entre 20 y 30%, y se aceleró en 1972 a cerca de 75% en el marco del fracaso del control de precios y de la escasez real o simulada de ciertos bienes. En 1973, Chile estaba al borde de la hiperinflación con una inflación anual de 362%.

Ahora bien, las reformas estructurales constituyen la característica sobresaliente de este período; después de un primer intento de liberalización parcial fallido (1958-1962), éstas buscaron alterar la distribución de la riqueza y mejorar las condiciones de vida de los chilenos más pobres para ampliar la demanda interna, dinamizar el crecimiento económico y alcanzar una mayor cohesión social, lo que implicó un creciente papel del Estado en la economía. Varias políticas importantes son comunes a los tres gobiernos; así la reforma agraria, la ampliación de la oferta educativa y la construcción pública de viviendas populares se iniciaron en 1958-64 en el marco de la participación de Chile en la Alianza para el Progreso lanzada por el gobierno de John F. Kennedy en América Latina,

1. Estos fueron el gobierno conservador del empresario Jorge Alessandri (1958-1964), que buscó liberalizar parcialmente el funcionamiento de la economía y reducir el papel del Estado, el gobierno demócrata-cristiano de Eduardo Frei (1964-1970), que buscaba una tercera vía entre capitalismo y socialismo y el gobierno truncado de Salvador Allende (1970-1973), que procuró orientar al país sobre una "vía chilena al socialismo" (Rector, 2005).

y fueron profundizadas por los gobiernos siguientes. Sin embargo, si en 1958-64 el gobierno privilegió la introducción de medidas de liberalización parcial de la economía y de reducción del papel del Estado, los dos gobiernos que le sucedieron eligieron ampliar su intervención en la vida económica, en especial a través de la ampliación del sector de empresas públicas y de la reforma agraria a la vez que fortalecían las políticas redistributivas.

La reforma agraria se inició en 1958-64, cuando se crearon la Corporación de la Reforma Agraria (CORA) y el Instituto de Desarrollo Agropecuario (INDAP) organismos que estuvieron a cargo de la reforma. La ley, que planteaba inicialmente solo la expropiación de las tierras ociosas y establecía las modalidades de indemnización de sus propietarios, fue reformada en 1967 para autorizar la expropiación de todas las propiedades de más de ochenta hectáreas de tierra irrigada. Al cabo de un difícil proceso[2], en 1973 gran parte de las grandes propiedades rurales habían sido expropiadas pero la polarización social se había agudizado en el campo y la producción agrícola sufrió importantes reveses.

La intervención pública en la economía fue creciendo en la década de 1960, en gran parte como producto de la voluntad de profundizar el proceso de industrialización sustitutiva del país[3]. Una nueva etapa se inició con el gobierno demócrata-cristiano de Eduardo Frei (1964-1970), que lanzó una política de "chilenización" que fortaleció la participación estatal en la minería así como en empresas del sector de servicios públicos. En el caso de la minería, la empresa pública CODELCO (Corporación del Cobre) adquirió participaciones importantes al capital de las principales minas bajo control extranjero, empresas que fueron luego nacionalizadas por el gobierno de Salvador Allende, al igual que el sector bancario[4]. Como resultado de este proceso, las empresas públicas pasaron de 68 a 596 entre 1965 y 1973, y en este último año produ-

2. Si el gobierno de J. Alessandri expropió 60,000 hectáreas, beneficiando a solo mil campesinos, el gobierno de E. Frei expropió 450,000 has anuales entre 1965 y 1967 y 718,000 entre 1968 y 1970, sin permitir sin embargo la distribución de las tierras, cuya explotación quedó en forma cooperativa (Rector, 2005: 161, 167). Al final de este gobierno, las "tomas de tierras" espontáneas fueron desbordando el proceso de redistribución legal, un movimiento que siguió acelerándose en el gobierno de Salvador Allende, aún cuando éste expropió en 1971 más tierras que el gobierno anterior en sus seis años en el poder.
3. En un proceso similar al de las demás economías de la región, a la vez que el Estado invertía en sectores poco atractivos para el sector privado pero considerados importantes para la integración de la estructura productiva, rescataba y absorbía en las "holdings" públicas empresas privadas en dificultad.
4. La nacionalización impactó de manera muy negativa sobre las exportaciones de cobre y sobre el déficit fiscal. En efecto, el conflicto entre las empresas expropiadas y el gobierno acerca de la indemnización dificultó las exportaciones que se vieron también mermadas por huelgas en el sector, llevando a una fuerte contracción del valor exportado en 1971 y 1972. Como resultado de ello, los ingresos públicos provenientes del cobre, que constituían la mayor parte de los ingresos en divisas del gobierno cayeron estrepitosamente de 223.9 y 267.9

cían 40% del PIB de la economía, y dominaban los servicios públicos (100%), la minería y la banca (85%) así como el transporte (70%) (Pang, 2001: 157). En el agro, la mitad de las tierras estaba bajo control del sector público —65% para las tierras irrigadas— (López, 2002: 29).

Reformas y desempeño económico

La mayor inversión pública no se tradujo en una tasa agregada de inversión más elevada pues se acompañó de una caída en la inversión privada, desalentada por las expropiaciones a partir de 1964, y de la fuga al extranjero de capitales nacionales. Por esta razón, la FBCF se originó crecientemente en el sector público y la inversión pública elevó su participación de 46.6% en 1961 a 74.8% en 1969 (Angell, 1993: 22). Como resultado de ello, la tasa de inversión se mantuvo a partir de este año en niveles bastante bajos, cercanos a 17% del PIB, descendiendo a 15% entre 1971 y 1973. El ahorro interno, que cayó a menos de 15% del PIB en el transcurso del fallido intento de estabilización con ancla cambiaria, recuperó un nivel promedio de 20% del PIB entre 1964 y 1970 para desplomarse en 1973 a cerca de 8.5% de este agregado. Aún en estas condiciones, el PIB PC creció a un ritmo de 2.3% en 1960-1970, superior al de las dos décadas anteriores (1.7% en promedio) y también menos volátil[5] (Schmidt-Hebbel, 2006: 8).

Los resultados de estas políticas en materia de cambio estructural de la economía son ambiguos: por un lado, la economía se industrializó entre 1960 y 1970 al crecer la importancia relativa de las actividades manufactureras en la generación del PIB de 22.3% a 24.7% mientras el peso de las actividades primarias —agricultura y minería— retrocedía respectivamente de 2.1 y 1.1 puntos. Por otro lado, a pesar de un crecimiento promedio de las exportaciones de cerca de 14% anual entre 1960 y 1970, la economía chilena siguió siendo bastante cerrada, con un peso promedio de las exportaciones de 12-13% del PIB, de las importaciones de 15%, y un déficit comercial crónico. A la vez, los minerales y sobre todo el cobre continuaron dominando los productos exportados. En efecto, aún cuando Chile inició en este período la diversificación exportadora que confirmó a partir de los años 1980, con el crecimiento más rápido de las

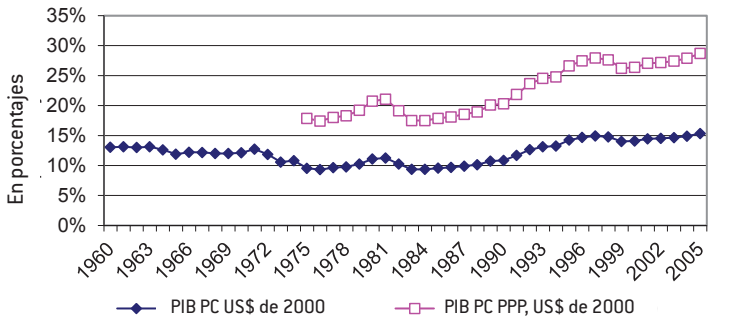
millones de dólares en 1969 y 1970 respectivamente a 39.1 millones de 1971, 25.7 en 1972 y finalmente 19.2 millones de dólares en 1973 (Banco Central de Chile, 2002: 90-91).

5. La desviación estándar del crecimiento del PIB PC fue de 2.9% en 1960-70, un nivel menor al alcanzado en década anteriores y posteriores (Schmidt-Hebbel, 2006: 8).

exportaciones de productos manufacturados basados en recursos naturales[6] y de bienes primarios provenientes de actividades nuevas como la fruticultura y la pesca, éstas partían de niveles iniciales muy bajos. Simultáneamente, la disminución de las exportaciones de otros minerales resultó en una mayor concentración del total exportado alrededor del cobre, que pasó de 70 a 75% del total, reafirmando la dependencia de la economía de este producto.

No hubo convergencia económica en este período pues el PIB per cápita del país se quedó estancado en 13% del PIB PC de Estados Unidos entre 1960 y 1970, y divergió luego, cayendo en 11% de éste en 1973 (gráfico 2). Varios trabajos recientes de descomposición del crecimiento económico chileno hallan que entre 1960 y 1973, éste se debió esencialmente a la "transpiración", es decir a la acumulación de factores y sobre todo al incremento de la fuerza de trabajo, con muy poca contribución de la acumulación de capital y del componente de "inspiración" o ganancias de productividad medidas por el crecimiento del componente residual de la ecuación, la productividad total de los factores (Gallego y Loayza, 2002; Fuentes *et alii*, 2006, en Schmidt-Hebbel, 2006: 20).[7]

GRÁFICO 2. Chile: PIB per cápita en relación con Estados Unidos (1960-2005)



Fuente: BM.

6. Estos son los rubros de alimentos, bebidas, madera y derivados, a los que cabe agregar los productos metálicos, maquinaria y aparatos eléctricos que pasaron de 7.9% del total exportado en 1960 a 11.6% en 1970.
7. Como lo veremos más adelante en este capítulo, estas características se aplican también al período siguiente, es decir hasta 1985 o 1989 según loa autores.

El sistema financiero chileno antes de 1973

En el ámbito financiero, Chile siguió desde la crisis de los años 1930 y la adopción del modelo de ISI una típica política de "represión financiera", profundizada entre 1971 y 1973 por la propiedad pública de la banca comercial. El sistema financiero, prácticamente limitado a un sistema bancario pequeño, estaba fuertemente reglamentado y las transacciones financieras estaban sujetas a diversos impuestos. En un contexto de inflación relativamente alta, las autoridades fijaban un techo a las tasas de interés nominales, lo cual arrojaba tasas de interés activas reales muy variables y con frecuencia fuertemente negativas. Existían mecanismos de crédito dirigido y el Banco Central y el Banco del Estado, un banco público, aportaban una parte importante del crédito al sector privado: cerca de 48% del total de préstamos a este sector entre 1955 y 1958 y de 40% en 1960-65 (Herrera y Valdés, 2004: 42). El resto de la oferta de crédito provenía de la banca comercial.

La primera liberalización financiera parcial de 1958-1962

A partir de 1958, el sistema financiero vivió una primera etapa de liberalización relativa, pronto revertida después de la crisis de 1962. En la esfera financiera, las medidas incluyeron la eliminación de ciertos impuestos, la flexibilización de los techos a los intereses nominales, la amnistía fiscal a los capitales repatriados y medidas de liberalización de la cuenta de capitales, el fomento a los depósitos y préstamos denominados en dólares y la creación de un mecanismo de ahorro indizado a la inflación. Este conjunto de medidas, que prefiguraban las liberalizaciones financieras de las décadas de 1970 y 1980, buscaba fomentar el desarrollo del sector ofreciendo mejores rendimientos para elevar el ahorro financiero y facilitar de esta manera el financiamiento de la inversión. Los resultados de esta política fueron aleccionadores en más de un aspecto. En primer lugar, la flexibilización de los techos de intereses combinada con la caída de la inflación llevó a que las tasas reales en moneda local fueran positivas[8]. En segundo lugar, la autorización de depósitos y préstamos en dólares suscitó un incremento rápido pero desigual de la proporción que éstos representaban en los depósitos

8. En 1960-61, se establecían en promedio en un nivel de 24 % (Olivares y Tapia, 1970, citado en Herrera y Valdés, 2004: 4).

y préstamos totales, de 3 a 40% para éstos y de 1 a 17% para los primeros: la diferencia corresponde a la intermediación de fondos externos de parte de la banca.

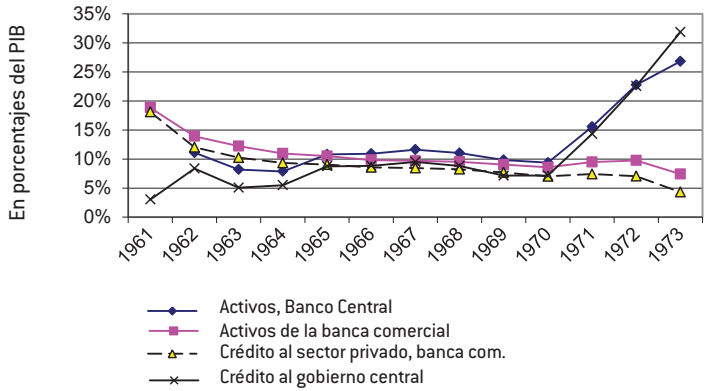
En conjunto, estas medidas autorizaron un breve proceso de profundización financiera entre 1958 y 1961, que no fue sostenible más allá del corto plazo. La razón de crédito al sector privado de la banca comercial sobre PIB, que era solo de 3.6% en 1958, se elevó a 18% en 1961 y la proporción del crédito total aportada por la banca comercial subió a 60/65% en 1960-61 (Herrera y Valdés, 2004: 4). Como lo muestra la gráfica 3, este proceso se revirtió en buena medida después de la crisis de 1962 pues la razón de préstamos al sector privado de la banca comercial en relación con el PIB disminuyó a 12% en 1962, 9% en 1964 y 7% en 1970 mientras la razón de activos de la banca comercial seguía una senda similar. A partir de 1966, el creciente involucramiento estatal en la economía se tradujo en un alza del crédito al gobierno central, el cual sobrepasó constantemente el crédito que la banca comercial canalizaba al sector privado, tendencia que se agudizó de manera extrema entre 1970 y 1973.[9]

Entre 1960 y 1973, así como Chile mostraba un desempeño económico inferior al del promedio de las economías latinoamericanas, presentaba un sistema financiero más pequeño en un subcontinente caracterizado por su grado de subdesarrollo financiero: el nivel de monetización (M2/PIB) alcanzaba 12.4% del PIB en 1960-69 contra 18.8% en promedio en América Latina, el crédito interno 17.9% contra un promedio regional de 21.3% y el crédito al sector privado, 10.7% contra 16.9%. En contraste, el crédito recibido por el sector público superaba el promedio latinoamericano, con 9.8% del PIB en Chile y 7.5% en la región (Marchini, 2007: 77-80). En su conjunto, el período 1961-1973 evidencia una disminución del peso relativo del sistema bancario privado chileno (gráfica 3), con una primera caída en los indicadores de la banca comercial posterior a la crisis de 1962 y otra entre 1971 y 1973.

Entre las causas de esta reversión del proceso de profundización financiera, se mencionan el regreso de ciertas reglamentaciones, la aceleración inflacionaria después de la devaluación de 1962, que volvió de nuevo negativas las tasas de interés reales y la retracción del componente dolarizado de la intermediación: después de la devaluación, los costos del endeudamiento en dólares se elevaron drásticamente para los deudores en esta moneda, y el gobierno se vio en la obli-

9. La magnitud relativa de los activos del Banco Central y de la banca comercial corrobora los datos anteriores y subraya el papel importante que desempeñaba el primero en la asignación de recursos, en especial en la segunda mitad del período.

GRÁFICO 3. Chile: indicadores del sistema bancario, 1961-1973



Fuente: BM.

gación de subsidiarlos para evitar que cayeran en moratoria (Herrera y Valdés, 2004. 5). Más allá de estas causas de orden financiero, la fuga de capitales que se dio en estos años de agudización paulatina del conflicto social debió contribuir al encogimiento del sistema bancario local.

La creación de los primeros mecanismos de indización

La creación de instrumentos indizados en tanto mecanismo de adaptación del sistema financiero a un ambiente de inflación crónica de dos dígitos, los que adquirieron una gran importancia después de la crisis de 1982-1983, se remonta también a las reformas de 1958-59 y se relacionó inicialmente con el fomento al ahorro de largo plazo requerido para financiar la construcción de viviendas.[10] Entre 1964 y 1970, este mecanismo fue extendido a ciertos tipos de depósitos de ahorro del banco del Estado (1965), a bonos emitidos por el Banco Central (1966), a préstamos y bonos hipotecarios y de desarrollo (1967). Se creó la unidad de fomento (UF), una unidad de cuenta reevaluada periódicamente en función del índice de precios al consumidor, que constituye hasta la actualidad el mecanismo central de indización utilizado en Chile. Estas medidas favorecieron una sostenida progresión de la indización del ahorro financiero privado

10. Véase Herrera y Valdés (2004: 6) para mayor detalle sobre este tema.

en la segunda mitad de los años 1960, hasta representar 90% de éste en 1971, lo que, en un ambiente inflacionario, ciertamente frenó el proceso de desintermediación evidenciado en la gráfica 3. La indización se extendió también progresivamente a los salarios y pensiones, a las prácticas contables y a los pagos de impuestos (Herrera y Valdés, 2004: 7-8). Esta experiencia temprana facilitó la generalización de la indización a partir de 1983 en una mayoría de transacciones financieras, una medida que sostuvo la profundización y la diversificación del sistema financiero chileno y evitó la dolarización.

En suma, la economía chilena encontró fuertes límites a su expansión desde la década de 1950 hasta el derrocamiento del gobierno de Salvador Allende en 1973, que se tradujeron en lo económico en vulnerabilidad externa, bajo crecimiento, inestabilidad macroeconómica. Las reformas emprendidas para mejorar el desempeño económico se centraron en levantar restricciones "reales" y sólo entre 1958 y 1962 procuraron dinamizar la intermediación bancaria privada.

En efecto, a partir de 1964, las reformas que buscaron viabilizar la economía en el marco del modelo de desarrollo vigente de ISI, se enfocaron más en resolver los límites internos al desarrollo que en mejorar la inserción del país en una economía mundial en pleno proceso de apertura. En particular buscaron modificar la desigual distribución de la riqueza y de los ingresos y levantar las trabas al desarrollo del "capital humano" a través de inversiones en educación, vivienda y salud, las que hoy se consideran cruciales para mejorar la competitividad de un país y promover un desarrollo más dinámico y sustentable en el largo plazo. Rodeadas de un elevado nivel de conflicto social, muchas de las reformas redistributivas iniciadas en este período nunca maduraron y fueron abandonadas en 1973 y resulta imposible saber que resultados habrían arrojado. Sin embargo, aún cuando se revirtieron casi en su totalidad, con la excepción de la minería, las nacionalizaciones de 1964-1973 facilitaron paradójicamente los proyectos diametralmente opuestos del gobierno militar. Éste no solo no tuvo que consultar a la élite rural e industrial para realizar sus reformas sino que se benefició de los ingresos provenientes de las exportaciones de la minería de cobre nacionalizada (Pang, 2001: 152).[11]

11. Pang subraya que "La nacionalización y estatización de la industria, agricultura, minería e industria forestal realizada por Allende centralizó la estructura económica del país en las manos de la burocracia estatal. La élite industrial y agrícola ya no representaba una amenaza a una nueva transformación económica" (Pang, 2001: 152).

En razón de su tamaño reducido, la contribución del sistema financiero al proceso de crecimiento solo puede haber sido pequeña, aún cuando los mecanismos de crédito dirigido y la asignación de recursos de las instituciones públicas se hubieran orientado hacia actividades de elevada rentabilidad. El temprano intento de liberalización financiera parcial, si bien demostró el potencial de profundización financiera del sistema bancario chileno, puso también en evidencia ciertos riesgos asociados al proceso, en especial el excesivo endeudamiento en el exterior y el proceso de dolarización del crédito interno, que Chile experimentaría de nuevo veinte años más tarde, en la primera fase de reformas del gobierno autoritario. Si las lecciones del primer experimento de dolarización no fueron asimiladas por los reformadores neoliberales del período 1974-82, la experiencia temprana con los mecanismos de indización en el ámbito financiero fue aprovechada y resultó esencial para la recuperación del sistema posterior a la crisis de 1982-83.

Liberalización y crisis financiera en el marco del "autoritarismo de mercado" (1973-1982)

Aún cuando existe continuidad en las principales políticas aplicadas, se pueden diferenciar varias etapas en las reformas que Chile siguió a partir de septiembre de 1973: 1973-1982 y 1983-1989 bajo el gobierno autoritario y 1990-2007 en un marco más democrático; la crisis de 1982-83 y el regreso a la democracia marcan dos cambios de rumbo significativos, dentro de un marco general "amigable con los mercados". Optamos por abordar de manera separada en esta sección la primera etapa de reformas neoliberales "de primera generación" caracterizadas por un alto grado de *laissez-faire* y de confianza en la capacidad de los mercados en ajustarse espontáneamente, y la profunda crisis de 1982-83, estrechamente vinculada a las reformas financieras. Las dos etapas siguientes, que comparten algunos rasgos que las alejan del neoliberalismo de libro de texto, se abordan conjuntamente en la sección tres.

Las medidas de estabilización y de reforma estructural

El gobierno militar que tomó el poder en 1973 y sostuvo un régimen autoritario hasta 1990 lanzó un intento de "transformación 'fundamental' de la política y la sociedad chilenas, y en consecuencia, una transformación radical de la econo-

mía" (Jadrezic y Zahler, 2000). Aplastada la protesta social mediante una represión violenta, y temporalmente debilitadas las élites económicas, este gobierno gozó de un amplio margen de maniobra que le permitió introducir medidas de estabilización y reforma estructural muy duras sin tener que convencer a la ciudadanía. Después de un año de políticas económicas más convencionales, de indecisión y de consultas con el sector privado, el gobierno militar autorizó el grupo de tecnócratas conocidos como los *Chicago Boys* a aplicar una "terapia de choque" a la economía chilena (Pang, 2001). Este grupo decidió abandonar la estrategia de industrialización por sustitución de importaciones y aplicar en el país las medidas de liberalización recomendadas en dos obras de reciente aparición que formulaban los fundamentos del neoliberalismo en economías en desarrollo (Mc Kinnon, 1973; Shaw, 1973). En esta primera etapa, las políticas aplicadas combinaron severas medidas de estabilización destinadas a erradicar los desequilibrios macroeconómicos y en especial a alejar el riesgo de una hiperinflación, y drásticas reformas liberalizadoras.

Los programas de estabilización

Las políticas de estabilización se centraron inicialmente en la eliminación completa del control administrativo de precios y en la realineación de precios claves como el tipo de cambio o los precios de los bienes producidos por el sector público, así como en el ajuste fiscal, sin lograr controlar una inflación de tres dígitos (1973-74). A partir de 1975, con la llegada al gobierno de los "Chicago Boys", la reducción del déficit fiscal constituyó el mecanismo central de la política de lucha contra la hiperinflación: combinó alzas de ingresos, con la introducción de un impuesto al valor agregado (IVA) de 20%, el alza del impuesto a la renta y el reajuste de los precios públicos con reducciones de gastos, con el congelamiento de salarios y el despido de la cuarta parte de los empleados públicos, la eliminación de subsidios y la compresión del gasto de inversión pública a la mitad. Estas medidas fueron apoyadas con la apertura comercial unilateral: la eliminación de mecanismos no tarifarios y la rápida reducción de los aranceles a la importación hasta alcanzar un arancel plano de 10% en 1979 abarataron los bienes importados para forzar en el corto plazo una baja en los precios al consumidor.

Los resultados de estas medidas fueron muy contrastados: encogimiento drástico del déficit fiscal, de 28% del PIB en 1973 a 2.9% en 1975 y su transformación en superávit de 4% el año siguiente, pero lenta disminución de la infla-

ción que se mantuvo en niveles de tres dígitos hasta 1976 (211%) y solo bajó a 91% en 1977, y dramático desplome del nivel de actividad y del ingreso per cápita de respectivamente 13% y 14.4% en 1975, acompañado de un elevadísimo nivel de desempleo de cerca de 20% de la población activa (Pang, 2001: 154-155; Hernández y Parro, 2005: 11). La lenta disminución de la inflación y el impacto en extremo negativo de este programa sobre el nivel de actividad y el empleo llevaron a un cambio en la política de estabilización, que adoptó a partir de 1978 el uso del tipo de cambio con propósitos antiinflacionarios (el "anclaje" cambiario), estableciéndose a fines de la década un tipo de cambio fijo entre el peso chileno y el dólar (Ramos, 1989[12]; Herrera y Valdés, 2004). Esta nueva modalidad de estabilización produjo los efectos ya observados en el propio Chile entre 1958 y 1962 y en los demás países que la aplicaron: entre sus beneficios figuran la rápida reducción de la inflación a un ritmo de 10% anual en 1982, el auge del gasto privado y la reactivación económica que lo acompañó, señalada por un crecimiento promedio real del PIB de 8% entre 1977 y 1981; entre sus costos sobresale la apreciación cambiaria y la profundización a niveles insostenibles del déficit comercial a cerca de 15% del PIB. Combinada con los aspectos financieros de las reformas estructurales, esta política de estabilización llevó a Chile a una profunda crisis financiera en 1982.

Las reformas estructurales

Además de la apertura comercial, las principales medidas se enfocaron en desmantelar el estado interventor, en particular a través de la privatización acelerada de las empresas públicas, en liberalizar los mercados, reformar las leyes laborales, del seguro social y del sistema de pensiones, y finalmente, en abrir la economía a la IED y en liberalizar el sistema financiero. Se dieron rápidamente y en forma simultánea y la crisis de 1982-83 mostró que esta primera serie de reformas, luego parcialmente revertidas, estuvo "concebida en forma ingenua o introducida de manera equivocada" (Ramos, 1989), calificativos que se aplican especialmente bien a las reformas financieras, que constituyeron uno de los detonantes principales de la crisis.

De 1974 a 1979, el proceso de privatización abarcó un total de 492 empresas, incluyendo los bancos pero excluyendo la minería de cobre, que siguió

12. Véase este autor para una presentación crítica de los fundamentos teóricos de las políticas aplicadas en Chile y en el Cono Sur de América Latina.

siendo de propiedad pública y alimentó tanto al gobierno y a las Fuerzas Armadas con sus elevados ingresos en divisas (Pang, 2001: 157). Las ventas de esta primera ronda, que se realizaron bajo la forma de subastas de grandes paquetes accionarios, acompañados de la posibilidad de pagar a crédito en plazos amplios, creó una concentración extrema de los activos alrededor de una serie de conglomerados: se estima que en 1977, 10% de los accionistas controlaban 72% del capital de las 177 empresas más grandes del país (Pang, 2001: 158). En el sector agrícola, alrededor de 30% de las tierras bajo control público fueron devueltas a sus antiguos propietarios pero el resto fue distribuido conformando un agro de pequeños y medianos propietarios. Aunada a la liberación del mercado de tierras, que facilitó la llegada de nuevas inversiones en el sector, y a posteriores apoyos públicos, la distribución de tierras permitió modernizar e intensificar el sector (López, 2002).

En 1980-81, las reformas del sistema de salud y de las pensiones dieron entrada al sector privado en estos sectores. La reforma del sistema de pensiones reviste especial importancia en razón de su impacto posterior sobre el desarrollo tanto de los inversionistas institucionales como del sistema financiero en su conjunto. Consistió en reemplazar el antiguo sistema de pensiones por repartición conducido por el Estado por un sistema de capitalización individual[13] —obligatorio para los asalariados y voluntario para los auto-empleados— un mecanismos de ahorro forzoso inspirado en el ejemplo del fondo previsional de Singapur.[14] Como lo veremos más adelante, la demanda de instrumentos de largo plazo de las administradoras de fondos de pensiones y de las aseguradoras de vida asociadas a éstas ha desempeñado un papel muy importante en el desarrollo del sistema financiero después de 1982-83.

Ahora bien, aún en esta primera etapa, hubieron excepciones significativas a la postura neoliberal adicionales a la conservación de la minería de cobre en el sector público: el gobierno fomentó el desarrollo específico y las exportaciones de ciertos sectores estratégicos como la industria forestal o la minería, creó en 1974 ProChile, una agencia del Ministerio de Relaciones Exteriores enfocada a la promoción y a la diversificación de las exportaciones y en 1976 la Fundación

13. En este esquema, las aportaciones de los trabajadores, que se van acumulando en unas cuentas individuales abiertas y gestionadas por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) van siendo invertidas en instrumentos financieros —depósitos bancarios, bonos y acciones, locales o internacionales— constituyendo un capital que el trabajador recibirá al retirarse en una modalidad preestablecida.
14. Véase el capítulo cuatro del volúmen 1.

Chile (gobierno de Chile y empresa estadounidense ITT),[15] una incubadora de empresas que apoyó el desarrollo de sectores exitosos como la agroindustria o las actividades marinas (Sunkel, 2006).

La liberalización financiera

En el ámbito financiero, las nuevas autoridades lanzaron a partir de 1974 un radical programa de privatización y de liberalización del sistema financiero interno, y, a final de la década, completaron estas medidas con la apertura de la cuenta de capitales. El sistema bancario ha sido desreglamentado tempranamente, en forma simultánea con la apertura comercial y la estabilización. En 1974, las tasas de interés de corto plazo ya se determinaban libremente y en 1975, se eliminó el sistema de control del crédito y el crédito selectivo. En mayo de 1976, las reservas legales del sistema empezaron a ser remuneradas, para luego disminuir paulatinamente conforme se reducían los requerimientos financieros del gobierno central, hasta alcanzar un nivel inferior a 10% de los depósitos a fines de la década[16] (Velasco, 1991). Los bancos fueron privatizados sin mayores trámites al inicio del proceso, frecuentemente a crédito y en 1975, los 19 bancos comerciales ya pertenecían al sector privado. Simultáneamente, las autoridades abrieron el sistema financiero a otros participantes, con la finalidad de fomentar una mayor competencia, elevar la eficiencia de los intermediarios y la contribución del sistema al crecimiento económico. Así, nuevos intermediarios menos reglamentados, las sociedades financieras, fueron autorizados a participar, ganando rápidamente participación en el mercado, a la vez que la banca extranjera recibía la autorización de operar en el país, en el marco de la liberalización de la IED autorizada en la Ley de inversión extranjera de 1974. La introducción de la figura legal de la banca múltiple, que permitió a los intermediarios diversificar sus operaciones, estimuló aún más la competencia en el seno del sistema.

Estas medidas de liberalización fueron acompañadas por un escaso fortalecimiento de la reglamentación prudencial y de la supervisión[17] que resultó

15. En 2005, la empresa minera BHP Billiton ingresó como socio fundador en la fundación, (Fundación Chile, información en línea consultada el 17 de mayo de 2008).
16. En mayo de 1976, los requisitos de reserva eran de 85% para los depósitos a la vista y de 55% para los depósitos a plazo. En cuatro etapas, fueron reducidos respectivamente a 10 y 4% (Barandiarán y Hernández, 1999: 7).
17. Así, se amplió el alcance de las actividades de la Superintendencia de Bancos al conjunto del sistema financiero, y se introdujeron requisitos de capitalización reevaluados, límites a la tenencia individual de capital bancario y a la participación de los bancos al capital de empresas no financieras.

claramente insuficiente frente a un programa que favoreció el *laissez-faire* en materia financiera y la intensificación de la competencia entre las instituciones del sistema. En 1980 todavía, la supervisión y la inspección de activos bancarios de parte de las autoridades eran inexistentes, y es solamente en 1981 que los poderes de la superintendencia de bancos fueron elevados de manera significativa (Díaz-Alejandro, 1984). A la debilidad del marco prudencial se agregó una ausencia formal de seguro de depósito[18], prontamente desmentida en los hechos por el rescate de una institución en problemas.

El incremento del riesgo que propició la liberalización del sistema financiero interno no podría sin embargo entenderse sin la apertura de la cuenta de capitales que la siguió de muy cerca. Aún cuando ésta fue progresiva, su ritmo fue relativamente rápido y sus efectos fueron reforzados por la gran abundancia de capitales que prevalecía en los mercados internacionales en la segunda mitad de los años 1970. El endeudamiento externo de las empresas no financieras fue autorizado partir de 1974 y desde 1976, la entrada de inversión extranjera de cartera fue parcialmente liberalizada, quedando sujeta a la constitución de un pequeño depósito no remunerado y a que su plazo fuera superior a dos años. Los bancos fueron autorizados a contratar empréstitos en el exterior para financiar el comercio exterior a partir de inicios de 1978 y posteriormente para cualquier tipo de créditos pero sin que se les permita asumir el riesgo cambiario: dado que estas instituciones fueron el principal vector de entrada de los flujos externos, ello llevó a una significativa dolarización del crédito interno (alrededor de 40% del total). La liberalización completa se dio en abril de 1980 y fue seguida de un veloz aumento de la deuda externa de la banca, multiplicada por diez entre 1978 y 1981, hasta representar 65% de la deuda externa privada (Herrera y Valdés, 2004: 11).

De la euforia a la debacle financiera

Estas reformas que siguieron bastante "al pie de la letra" las recomendaciones de los teóricos de la liberalización financiera, no alcanzaron los resultados esperados y su fracaso implicó un elevadísimo costo para la economía y la sociedad chilenas, llevando a reformular las recomendaciones de liberalización económica y

18. Las nuevas reglas preveían de manera controvertida que los depósitos no estuvieran asegurados en caso de quiebra bancaria, quedando a cargo de los depositantes elegir una institución viable, y, llegado el caso, asumir sus pérdidas.

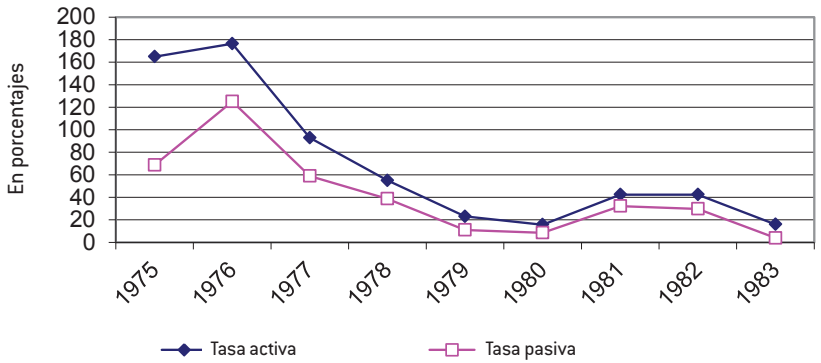
financiera plasmadas en el "consenso de Washington"[19]. Las reformas financieras produjeron una rápida profundización de la esfera financiera que resultó insostenible pues descansó sobre un incremento claramente excesivo del endeudamiento tanto interno como externo del sector privado, acompañado de tasas de interés reales internas muy elevadas. El sistema financiero, que comprendía 19 bancos con capitales locales en el momento de la privatización, llegó a contar antes de la crisis, 25 bancos nacionales, 13 bancos extranjeros y 18 compañías financieras (Velasco, 1991: 119). Si la monetización de la economía se elevó moderadamente en relación con el PIB —de 22.3% en 1973 a 34% en 1982[20]—, el crédito interno se duplicó en el mismo período de 36.2% a 70.5% del PIB, y el crédito al sector privado creció todavía mucho más. En efecto, a la vez que el crédito al gobierno central se contraía drásticamente, al caer de 31.9% del PIB en 1973 a 0.22% en 1982, los préstamos de la banca comercial al sector privado se elevaban de 4% a cerca de 60% del PIB[21]. El mercado accionario, insignificante al inicio del proceso, vivió un auge que llevó la capitalización de mercado a 29% del PIB en 1980 y arrastró los precios del sector inmobiliario.[22]

Sin embargo, los efectos de las reformas financieras fueron escasos en otros aspectos esenciales para la economía: así los resultados en materia de ahorro e inversión fueron decepcionantes pues entre 1975 y 1982 tanto el ahorro agregado como la inversión total experimentaron pocos cambios en su nivel: el incremento de la inversión privada apenas compensó la contracción de la inversión pública mientras el alza del ahorro público se veía contrarrestada por el bajo nivel persistente del ahorro privado. Al no lograr las reformas suscitar la esperada alza de la FBCF, se volvía improbable colocar al país en una senda de mayor crecimiento económico. Entre otras características socioeconómicas del contexto que resultaban poco favorables a la inversión destaca el excesivo nivel de las tasas de interés activas reales en moneda nacional (gráfico 4): partiendo de un nivel superior a 150% en 1975-76, las tasas bajaron paulatinamente pero

19. El desastre financiero chileno resultó netamente más difícil de explicar dentro del paradigma económico "ortodoxo" que el fracaso contemporáneo en Argentina: mientras en este país, la debacle se podía explicar sobre la base de los desórdenes macroeconómicos y la incapacidad de las autoridades para controlarlos, los esfuerzos de estabilización y el exitoso ajuste fiscal chileno volvían necesario buscar otras causas a la crisis.
20. Entre 1975 y 1982, este agregado se recuperó del desplome que sufrió en el año 1974, cuando cayó a un nivel de 8.7% del PIB en el contexto de los programas de estabilización.
21. En 1982 caber agregar a esta cifra préstamos del Banco Central a altura de 10% del PIB.
22. Datos del *Financial Structure Database* del Banco Mundial (2003). En 1980-81, algunas medidas legales buscaron fomentar el desarrollo del mercado, a través de una mayor protección de los intereses de los accionistas minoritarios y de sanciones más severas al uso de información privilegiada. Se buscó asimismo incentivar el desarrollo del mercado de bonos (Gallego y Loayza, 2000: 6).

solo se mantuvieron por debajo de 30% en 1979 y 1980, elevándose de nuevo a más de 40% en 1981-82. La disminución de las tasas fue insuficiente para alcanzar niveles que hubieran hecho viable el financiamiento bancario para las empresas, un hecho que "… por si solo habría llevado inevitablemente al colapso económico y financiero" (Meller & Solimano, 1983, citados en Velasco, 1991).

GRÁFICO 4. Chile: tasas de interes reales, 1975-1983



Fuente: Velasco, 1991:145.

El alza de las tasas reales activas por encima de 40% en 1981-82 fue tanto más desconcertante que se dio en los años de mayor abundancia de recursos externos para el país. En efecto, el acelerado crecimiento del crédito bancario interno se alimentó de una masiva contratación de deuda externa: la deuda externa privada, se elevó de 365 millones de dólares en 1973 a 8,726 millones de 1982 y sobrepasó ampliamente en este último año el monto de la deuda externa pública y garantizada (5244 millones de dólares) que experimentó un crecimiento mucho más moderado en el período[23]. La permanencia de tasas de interés activas reales muy altas en moneda nacional combinada con la abundancia de recursos externos y la prohibición hecha a la banca de asumir riesgos cambiarios favoreció una dolarización del crédito, no correspondida con una alza de los depósitos en esta

23. En 1973, la deuda pública y garantizada era de 2,813 millones de dólares, es decir casi ocho veces el valor de la deuda privada (365 millones) mientras en 1982, con 5,244 millones de dólares, solo equivalía a 60% del monto de la deuda privada (8,726 millones).

moneda: entre 1978 y 1982, el crédito en divisas representó en promedio 40% del crédito total, mientras la proporción de depósitos en dólares caía de 20% a menos de 10% del total en el mismo período (Herrera y Valdés, 2004: 44-45). Así, a diferencia de lo ocurrido en las demás economías latinoamericanas, Chile incurrió entre 1975 y 1982 en un sobreendeudamiento externo de carácter completamente privado que repitió el patrón observado en la liberalización parcial de 1958-62.

En el contexto creado por el programa de estabilización y de liberalización simultáneas —baja demanda interna, entrada masiva de importaciones y tasas de interés reales muy altas— la situación de los deudores se deterioró rápidamente, en primer lugar de manera oculta en razón de las prácticas bancarias de renovación de créditos con capitalización de los intereses vencidos.[24] Sin embargo, las quiebras empresariales se hicieron cada vez más numerosas a partir de 1977, y se extendieron a empresas de gran tamaño a finales de la década. En cuanto al sistema financiero, algunas quiebras tempranas de compañías financieras (diciembre de 1976-enero de 1977) antecedieron el rescate público de un importante banco comercial, el Banco Osorno, que quitó toda credibilidad a la formal ausencia de garantía pública de los depósitos proclamada por las autoridades (Díaz-Alejandro, 1984). En 1981, el deterioro del entorno económico mundial, que combinó recesión y caída de las cotizaciones de las materias primas con un alza desmesurada de las tasas de interés internacionales y una disminución de los flujos de fondos para las economías en desarrollo, desencadenó la crisis. En noviembre, tres bancos comerciales, un banco de desarrollo y tres financieras fueron intervenidos (Velasco, 1991: 149), hecho que marcó el inicio de una larga serie de rescates públicos. La devaluación de 40% del tipo de cambio a fines de 1982 contribuyó a profundizar la crisis financiera interna al golpear los deudores en divisas.

Entre los elementos que desempeñaron los papeles más relevantes en la gestación de la crisis financiera chilena se destacan causas de orden macroeconómico y factores microeconómicos surgidos de la interacción de las propias reformas liberalizadoras y privatizadoras. En el plano macroeconómico, resulta indudable que el choque externo que Chile sufrió a inicios de los años 1980 con el deterioro de sus términos de intercambio, la disminución repentina y el encarecimiento de los flujos financieros del exterior y finalmente la devaluación,

24. Entre 1974 y 1980, la cartera vencida disminuyó de 1.4% del crédito total a 0.9%, y es solamente en 1982 que esta razón se eleva (Velasco, 1991: 137).

hizo estallar una crisis que se había venido preparando en los últimos años en el ámbito interno: en particular las tasas de interés internas reales excesivas y la apreciación sostenida del tipo de cambio real creada por el programa de estabilización resultaron muy dañinas para muchas empresas del país y deterioraron severamente su situación financiera. La alternativa del endeudamiento en dólares —en el marco de un tipo de cambio fijo o predeterminado— hizo asumir el riesgo cambiario a empresas que no tenían ingresos en divisas y se volvieron incapaces de pagar el encarecido servicio de su deuda después de la devaluación.

A estas causas inmediatas se agregan las llamadas "inconsistencias" de la gestión macroeconómica del gobierno. Por un lado, algunos especialistas de la economía chilena subrayan que la indización plena de los salarios al alza de precios pasada, en un contexto de tipo de cambio fijo, contribuyó a crear la fuerte sobrevaluación real del peso chileno (Edwards, 1985; Edwards, 1996). Por otro lado, se avanza que el gobierno, que había alcanzado equilibrar las cuentas del sector público y reducido su necesidad de financiamiento externo, no intervino en tiempo pues mantuvo hasta 1982 una postura de no intervención en los desequilibrios externos producto de las preferencias del sector privado —enorme déficit en cuenta corriente financiado vía la contratación de deuda externa— al esperar un ajuste espontáneo que nunca se produjo. La magnitud de los requerimientos de fondos externos del sector privado chileno, aunada a las primeras operaciones de rescate público de instituciones financieras habría quitado credibilidad a esta postura (Velasco, 1991: 152).

Finalmente, la secuencia misma de la liberalización, y en particular la rápida apertura de la cuenta de capitales, que coincidió o siguió de muy cerca las medidas de liberalización financiera interna y de apertura comercial, ha sido analizada como una causa mayor de la crisis financiera chilena (McKinnon, 1993; FMI, 2001) pues las considerables entradas de capitales agravaron la sobrevaluación del peso chileno, fragilizaron la situación de la banca que los intermedió en gran parte e hicieron más severo el sobreendeudamiento de empresas endeudas en divisas.

Sin embargo, este conjunto de causas no basta para explicar la debacle financiera chilena. Como lo subraya Velasco (1991), no todos los bancos que operaban en Chile quebraron: el segundo banco chileno, el Banco del Estado (público) y parte de los bancos extranjeros lograron sobrellevar la crisis, lo cual subraya que existieron otras causas a la crisis. Estas se hallan en la "racionalidad microeconómica perversa" que prevaleció en numerosas instituciones del

sistema después de la liberalización, la cual se tradujo en una serie de "fallas de mercado", que incluyeron abusos de poder oligopólico, riesgo moral y selección adversa (Velasco, 1991).

En primer lugar, cabe subrayar que las condiciones en que se efectuó la privatización crearon incentivos que favorecieron la toma de riesgo excesiva de parte de los intermediarios. En efecto, una proporción importante de los bancos fueron vendidos "a crédito" a sus compradores, sirviendo la propia institución privatizada de "garantía colateral". La literatura posterior mostró que esta característica creó incentivos hacia la toma de riesgos excesivos de parte de estas instituciones con alto grado de apalancamiento, donde los nuevos dueños tenían finalmente pocos capitales propios que perder en caso de asignación deficiente del crédito, pero mucho que ganar si los prestatarios cumplían con sus elevados pagos de intereses (riesgo moral). Estas prácticas bancarias cuestionables fueron permitidas por la actitud laxista de los supervisores combinada con una garantía implícita de los depósitos bancarios (McKinnon, 1988).[25]

El clima de "euforia financiera" que se vivió en el país llevó la clientela bancaria a aceptar inicialmente tasas de interés activas muy altas con la expectativa de que su posterior disminución asociada a mejores niveles de ingreso futuros les permitiría servir su deuda. Ahora bien, cuando estuvo claro que este nivel excesivo de tasas iba a permanecer, se produjo un proceso de "selección adversa": los demandantes de crédito más prudentes se retiraron, quedando solo los solicitantes de mayor riesgo y aquellos en situación de "*desamparo financiero*", dispuestos a aceptar tasas de interés muy elevadas (Fry, 1993)[26]. Fry considera que "*los demandantes en situación de desamparo hicieron elevarse las tasas de interés reales a niveles tales que virtualmente ninguna actividad económica podía resultar rentable; las empresas solventes que atravesaban crisis de liquidez tuvieron entonces que pedir préstamos a tasas que sabían excesivas. … aceptar las solicitudes de préstamos de deudores en situación de desamparo financiero propagó la insolvencia* (Fry, 1993: 41)". Si bien estas prácticas permitieron a los bancos esconder de manera provisional la disminución de la calidad de su portafolio y por lo tanto sus pérdidas, deterioraron la asignación de recursos y redujeron la inversión productiva.

25. En un trabajo inspirado en parte por el caso chileno, McKinnon subraya que si la supervisión bancaria resulta insuficiente, existiendo una garantía pública de los depósitos, que ésta sea explícita o implícita, se inducirá los bancos a abandonar su actitud prudente. Véase McKinnon (1988).
26. El desamparo financiero de estos deudores puede haber sido causado en un primer momento por un choque macroeconómico externo, como un cambio en los términos de intercambio, o por la apertura comercial.

Otra práctica bancaria dudosa contribuyó a elevar el nivel de riesgo en el sistema financiero chileno: los préstamos relacionados. En efecto, la adquisición de los bancos por grupos financiero-industriales, con frecuencia creados o fuertemente expandidos gracias al proceso de privatización, propició operaciones financieras muy opacas en el seno de estos conglomerados en las cuales los recursos de los bancos sirvieron para financiar las empresas afiliadas, alimentando en particular la lucha entre estos grupos por la toma de control de activos en proceso de privatización. Las consecuencias de estos vínculos demasiado cercanos entre bancos y grupos industriales o comerciales fueron múltiples y con frecuencia funestas. Por un lado, los préstamos a empresas del propio grupo, sin mayores garantías y lejos de toda supervisión, crearon el problema de la "cartera relacionada": en 1982, 21% de los préstamos efectuados por los cinco bancos más grandes habían sido concedidos a empresas del conglomerado, una proporción que se elevaba a 46% para el banco más grande (Velasco, 1991: 136).

Al ir en contra de los principios fundamentales de diversificación de los activos que rigen las prácticas bancarias prudentes, esta concentración de los créditos elevó considerablemente el grado de riesgo de la cartera bancaria, a la vez que dejaba o dificultaba el financiamiento de empresas ajenas a estos conglomerados. Por otro lado, al aportar fondos considerables que financiaron las pugnas que se libraron los grupos financiero-industriales para la adquisición de los activos en proceso de privatización, el control de los bancos favoreció el alza artificial de las cotizaciones accionarias,[27] que justificaba a su vez la concesión de más préstamos, garantizados colateralmente por los propios paquetes accionarios. En última instancia, estas prácticas favorecieron la concentración de la riqueza y el carácter oligopólico del sector privado chileno. En el seno del sistema bancario, el poder del oligopolio se expresó en el amplio margen de intermediación que los bancos cobraban, y que elevaba el costo del crédito otorgado muy por encima de la remuneración de los recursos, deteriorando aún más la calidad del portafolio bancario.

Las prácticas riesgosas y poco éticas en el sistema bancario, aunadas a la crisis en la balanza de pagos y al impacto de la devaluación tuvieron consecuencias "reales" de gran magnitud pues produjeron un desplome del PIB de cerca de 13% en 1982 y de 3% en 1983 y un incremento del desempleo a 32% de la

27. Velasco (1991) considera que operaciones fraudulentas de los conglomerados explican gran parte del auge de la bolsa de valores.

población activa seguido de protestas tales que llevaron el gobierno autoritario a instaurar el estado de sitio (Pang, 2001: 158). La crisis en el sector real profundizó a su vez la crisis financiera: los préstamos de mala calidad pasaron de 2.4% del total en diciembre de 1981 a 18.7% a fines de 1983 (Velasco,, 1991: 137).

En suma, se produjeron interacciones perversas entre la estabilización con anclaje cambiario y las reformas estructurales y entre aspectos específicos de estas últimas, principalmente la liberalización financiera, la apertura de la cuenta de capitales y las privatizaciones. La severidad de la crisis de 1982-83 llevó a un retroceso pasajero en la liberalización y a un cambio de equipo económico que implicó una reorientación de la política económica y de la manera de reformar; los *Chicago Boys* cedieron el lugar a otra generación de reformadores más pragmáticos, abriéndose una segunda etapa de las reformas.

Sin embargo, la primera etapa de reformas de 1973-1982 ha tenido consecuencias perdurables, más allá del alto costo financiero del rescate pues ha establecido un patrón de desarrollo que ha profundizado rasgos como el elevado grado de concentración de la riqueza y del ingreso, que ha propiciado una mayor dualidad en el acceso a la pensión para la vejez y a los servicios de salud y educación. En el ámbito financiero, se le debe la creación del sistema de pensiones que explica buena parte del desarrollo financiero del país a partir de mediados de los años 1980.

Rescate financiero, corrección y profundización de las reformas (1983-2007)

En esta sección se analizan la segunda etapa de reformas bajo el gobierno militar (1983-1989), en la cual se resuelve la crisis, se corrigen los aspectos más problemáticos de las reformas financieras y se profundiza la transformación económica, iniciándose un período de crecimiento económico sostenido y de desarrollo financiero, así como el período posterior al regreso a la democracia que emprende reformas que son más bien de "segunda" o "tercera generación".

Resolución de la crisis y profundización de las reformas (1983-1989)

Las políticas aplicadas después de 1983 comprendieron por un lado las medidas de emergencia destinadas a resolver la crisis bancaria, y por otro lado, nuevas

reformas de largo plazo orientadas a profundizar y a corregir la liberalización económica. El fortalecimiento del balance fiscal obtenido a tan elevado costo entre 1974 y 1982 favoreció la resolución de la crisis pues dotó al gobierno chileno de un margen de maniobra razonable. Pero, en razón de la profundidad de la crisis, las autoridades tuvieron que abandonar provisionalmente su postura liberal y revertir en parte las reformas liberalizadoras: así, se volvieron a elevar los aranceles a la importación para financiar parte del mayor gasto fiscal, se impusieron de nuevo controles de capitales a la vez que las autoridades empezaban a "sugerir" de manera informal las tasas de interés bancarias, y parte de las empresas recién privatizadas regresaron al sector público. La intervención pública en el sistema bancario fue masiva.

El rescate bancario

En efecto, el costo de las medidas de rescate ha sido estimado en cerca de 35% del PIB, lo que ubica la crisis bancaria chilena entre las más costosas en el plano internacional. En lo que concierne las instituciones, subsidios y masivos préstamos de emergencia constituyeron los primeros apoyos recibidos,[28] pero son los programas de compra de créditos de mala calidad y la intervención y liquidación de las instituciones quebradas que constituyeron los mecanismos centrales del rescate del sistema. Entre 1982 y 1985, el gobierno intervino 21 instituciones financieras, incluyendo los bancos más grandes, el Banco de Santiago y el Banco de Chile, pertenecientes a dos conglomerados poderosos, renacionalizándose el sistema temporalmente (Gallego & Loayza, 2000. 7).[29] El proceso de intervención y liquidación concernió las instituciones que habían realizado operaciones fraudulentas y se hallaban en quiebra: entre éstas figuran ocho bancos, cuya cartera representaba 17% de los préstamos totales, y ocho financieras con 60% de la cartera de créditos de estas instituciones (Sanhueza, 2001 6).[30] Los cinco bancos restantes fueron recapitalizados y vendidos o fusionados y habían regresado a manos privadas en 1986.[31]

28. Parte de estos préstamos sirvieron para refinanciar los préstamos concedidos por la banca chilena a empresas y familias.
29. Los préstamos y apoyos diversos proporcionados por las autoridades fueron transformados en participación al capital de las instituciones intervenidas.
30. Once instituciones fueron liquidadas en 1982, tres en 1983 y dos en 1986.
31. Las condiciones establecidas para la compra de las acciones fueron muy atractivas, incluyendo créditos a diez y quince años, con intereses bajos o nulos (Velasco, 1991: 158). Esto favoreció la adquisición de títulos de

A partir de 1982, el carácter sistémico que adquirió la crisis llevó las autoridades a introducir otro mecanismo de apoyo para fortalecer el sistema: la compra de cartera de crédito. El Banco Central adquiría los créditos riesgosos a cambio de dinero líquido y/o de bonos o pagarés indizados en UF, con un subsidio implícito importante en la tasa de rendimiento de estos instrumentos y acompañaba esta operación de una cláusula de recompra forzosa de su cartera de parte de las instituciones. Este importante mecanismo, que responsabilizó a los accionistas de los bancos de por lo menos una parte de los costos asociados a la conducta imprudente de las instituciones consistió en que los préstamos cedidos debían ser recomprados por el banco paulatinamente, a su valor inicial, a razón de 5% semestral por un período de 10 años, extendido luego a quince años,[32] utilizando para ello los rendimientos pagados sobre los títulos públicos de su cartera así como las ganancias realizadas. En este proceso, el Banco Central adquirió préstamos por un valor equivalente a 30% de los créditos totales y a 25% del PIB entre 1982 y 1987 (Sanhueza, 2001: 11).

En el caso de los deudores, empresas y deudores hipotecarios, el Banco Central estableció esquemas de reprogramación de deudas subsidiados, a menudo en UF, con plazos más amplios, períodos de gracia y tasas de interés fijadas en términos reales. Las condiciones de estas reprogramaciones no fueron muy favorables para los deudores (Velasco, 1991).[33] El establecimiento de un tipo de cambio preferencial para las deudas expresadas en dólares y la concesión de líneas de crédito públicas a ciertas actividades o sectores que se querían reactivar complementaron este paquete de medidas.

El elevado costo de estas medidas se originó como sigue: se estima en 10.6% del PIB el costo de liquidación y saneamiento de las instituciones quebradas, en 6.7% el costo de las compras de cartera vencida con acuerdo de recompra (Sanhueza, 2001), en un elevado 14.7% del PIB el subsidio cambiario a deudores en dólares y en 2% la reprogramación de deudas en moneda nacional (Herrera y Valdés, 2004: 16). Las masivas transferencias de recursos realizadas por el gobierno se reflejaron en el crecimiento del crédito de las autoridades moneta-

---

parte de numerosos pequeños accionistas, que aceptaron derechos a dividendos reducidos mientras duraba el proceso de recompra de cartera.

32. En 1989 y 1995, se introdujeron modificaciones al programa para acelerar la recompra de préstamos de parte de los bancos y favorecer la normalización de esta cartera. Véase Sanhueza (2001) para el detalle de las diferentes etapas del programa.

33. Los apoyos a deudores no lograron resolver completamente el problema de la cartera vencida y fue la reactivación económica que contribuyó a disolverlo a partir de 1986.

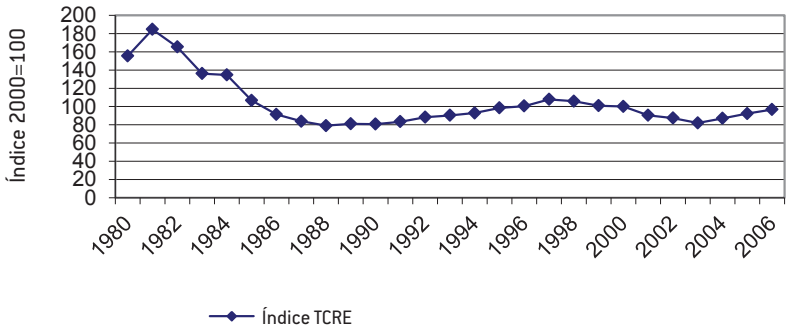
rias al sector privado, que culminó en 12.5% del PIB en promedio entre 1982 y 1986 y en el enorme flujo de crédito hacia el gobierno central que pasó de 0.22% del PIB en 1982 a más de 38.5% en 1986 (véase gráfico 21). Por otro lado, la deuda externa pública se triplicó entre 1982 (5244 millones de dólares) y 1987 (15541 millones), como producto de deuda nueva y de la renegociación de deudas privadas garantizadas[34]. Más allá de su elevado costo fiscal y de la masiva redistribución regresiva de recursos que representó, el rescate del sistema bancario chileno presentó bondades que permiten catalogarlo entre los programas exitosos: no solo evitó un colapso general del sistema sino que permitió una recuperación relativamente rápida de la intermediación bancaria. Asimismo, hizo que los accionistas de los bancos asumieran parte del costo del rescate a través del mecanismo de recompra forzosa de cartera de riesgo, un mecanismo que apoyó también la recuperación y el cobro de los créditos de parte de la banca.[35]

Política macroeconómica y reformas estructurales después de la crisis

Debido a la profundidad de la crisis económica interna, el objetivo central de la política macroeconómica en este período fue restablecer y sostener un crecimiento económico basado en las exportaciones, para lo cual buscó mantener un tipo de cambio real competitivo: después de una fuerte depreciación real del peso (1981-1986)[36], éste mantuvo este nivel hasta inicios de los años 1990 y sus apreciaciones posteriores —1991-1997, por afluencia de fondos del exterior y 2003-2006, por el auge en los precios del cobre— han sido relativamente moderadas y controladas (gráfico 5). El gobierno retomó la senda del ajuste fiscal pero el combate a la inflación dejó de ser un objetivo prioritario de la política económica: es más, después de su expansión en el sistema financiero[37], la indización se generalizó en los mercados de trabajo y de bienes, acomodándose la economía a una tasa de inflación anual de dos dígitos hasta finales de la década (Herrera y Valdés, 2004: 19).

34. Mientras tanto, la deuda externa privada se contraía de 8,726 millones de dólares a 2,466 millones (Banco Mundial, 2007).
35. Véase Sanhueza (2001) para una evaluación técnica de los mecanismos de apoyo directo a bancos.
36. El gobierno adoptó inicialmente una política cambiaria de depreciaciones diarias, con devaluaciones nominales puntuales fuertes, que llevaron el tipo de cambio real efectivo de un nivel de 184.56 en 1981 a 91.3 en 1986 (véase gráfico 5). Luego, el peso chileno empezó a flotar en una banda que se fue ensanchando progresivamente.
37. Este tema se aborda más ampliamente en los párrafos que siguen.

GRÁFICO 5. Chile: tipo de cambio real efectivo, 1980-2006



Fuente: FMI.

Se reanudaron las reformas estructurales con el doble objetivo de profundizarlas y corregirlas en el marco del modelo económico elegido en 1974-75. Así, los aranceles a la importación volvieron a disminuir y se lanzó una nueva ronda de privatizaciones, que entregó al sector privado las empresas temporalmente puestas bajo la conducción del Estado así como otras de gran significado económico como los servicios públicos (telefonía, empresas eléctricas) que habían permanecido en el sector público. Se favoreció la participación de la IED, —a través de un programa de intercambio de deuda externa por activos[38] (Muñoz & Schamis, 1991: 20-22)— y de las AFP así como la formación de un "capitalismo popular".[39] Simultáneamente, un programa de recompra de deuda redujo la deuda pública externa de la economía chilena a cambio de títulos de gobierno indizados. A pesar de estos aspectos que comparan más favorablemente con la primera ronda de privatizaciones, las ventas de la década de 1980 han sido ampliamente cuestionadas por el elevado subsidio recibido por los compradores de los paquetes accionarios, que ha sido estimado en niveles altísimos de 25% en general y superiores a 50% para la banca reprivatizada (Pang, 2001: 162).

38. El programa buscó inversionistas con fines productivos de largo plazo, estableciendo una permanencia mínima de diez años del capital y la posibilidad de repatriar ganancias solo después de cinco años (Pang, 2001: 161).
39. Esta segunda ronda de privatizaciones se diferenció notablemente de la primera porque las empresas que se vendieron habían sido en su mayoría rentabilizadas a través de una gestión orientada a las ganancias y de la aplicación de precios de mercado y por los mecanismos que procuraron propiciar la difusión de la propiedad accionaria entre numerosos accionistas y evitar la enorme concentración de la riqueza producto de las primeras privatizaciones (Hernández & Parro, 2005: 14).

Algunas reformas adicionales buscaron corregir el marco institucional y hacerlo más amigable para la inversión productiva: así el nuevo código impositivo de 1984 creó incentivos para el ahorro y la inversión, redujo las tasas de los impuestos corporativos y personales y exoneró de impuestos las ganancias reinvertidas.[40] Asimismo, se fortaleció el marco regulatorio con la finalidad de contrarrestar las prácticas monopólicas. En el ámbito financiero, se destacan reformas institucionales destinadas a corregir el marco existente para evitar que se reprodujera un colapso financiero en el futuro. La ley bancaria de 1986 fortaleció la supervisión y la reglamentación del sistema, estableció requisitos más exigentes de capitalización y de reservas, separó las actividades del banco de las de sus subsidiarias, restringió el alcance de los préstamos a partes relacionadas y creó un sistema explícito pero limitado de garantía de depósitos. Una ley de quiebras completó este dispositivo. La independencia formal del Banco Central se proclamó en 1989. Las tasas de interés volvieron a liberalizarse en 1985, pero sin el *laissez-faire* extremo que caracterizó la etapa anterior de reformas, produciéndose intervenciones puntuales del Banco Central destinadas a señalar los niveles de tasas deseados y a evitar tasas claramente disfuncionales.

Indización en UF y controles de capitales

En efecto, en materia financiera, esta nueva etapa se aleja netamente de la política de no intervención en los mercados que marcó el período anterior. Dos tipos de arreglos pragmáticos favorecieron ampliamente la recuperación y posterior diversificación y profundización del sistema financiero. Se trata de la indización en UF y de la reintroducción prolongada de controles de capitales efectivos tanto a la salida de fondos de residentes como, posteriormente, a la entrada de flujos del exterior.

La indización, un mecanismo, que, como lo hemos visto en la primera sección, se introdujo en Chile en los años 1960, y que se había utilizado con propósitos específicos hasta 1973, empezó a desempeñar un papel de gran relevancia en el sistema financiero chileno a partir del rescate público de 1982-83, que denominó en Unidades de Fomento (UF) los bonos públicos emitidos en esta ocasión, reestructuró en esta unidad de cuenta los préstamos del sector privado

40. Hsieh & Parker (2007) afirman que esta reforma tuvo un impacto fuerte sobre el ahorro y la inversión empresarial, en un contexto de subdesarrollo de sistema financiero donde las ganancias retenidas constituían una parte importante del fondeo de la inversión.

no financiero y la utilizó asimismo para calcular las obligaciones de los deudores en dólares. El Banco Central inició emisiones denominadas en UF, que fomentaron el desarrollo de un mercado de dinero en esta unidad y los bonos de mediano y largo plazo públicos encontraron demanda de parte de las AFP y las aseguradoras. La indización del crédito y de los depósitos bancarios se elevaba a más de 60% del total en 1987-88 (Hernández & Parro, 2004: 44-45).

En 1983, el restablecimiento de controles de capitales buscó aislar la economía de choques financieros externos. Las transacciones en divisas de los residentes debían ser previamente autorizadas por el Banco Central, que disponía de instrumentos legales y administrativos para imponer el cumplimiento de las reglas. Los bancos no podían prestar en dólares y las AFP no estaban autorizadas a invertir fuera del país. Las transacciones privadas no prohibidas pero que no recibían la autorización de utilizar el mercado oficial de divisas se realizaban en un mercado informal libre. Hernández & Parro (2004) estiman que el grado de cumplimiento de estas restricciones fue elevado, que el dispositivo evitó la dolarización interna y que el fuerte balance fiscal del gobierno y el esfuerzo de las autoridades por mantener tasas de interés internas reales atractivas contribuyeron significativamente al éxito de estos mecanismos. Es solo a partir de 1990 que Chile inició, esta vez de manera muy prudente, una apertura de su cuenta de capitales.

Corrección y profundización de las reformas de mercado bajo gobiernos democráticos (1990-2007)

A la llegada al poder del nuevo gobierno democrático, Chile gozaba de estabilidad macroeconómica, con un balance fiscal equilibrado, una inflación controlada de dos dígitos, un servicio de la deuda externa de cerca de 26% de las exportaciones contra 34.5% en 1975 y 71% en 1982. La economía se hallaba en una senda de crecimiento económico honroso, con niveles de ahorro e inversión más elevados que los anteriores a 1975 y considerablemente más abierta al comercio exterior que quince años antes: las exportaciones, de cerca de 15% del PIB antes de 1973 representaban 35% de este agregado en 1990. La economía sin embargo se hallaba muy dependiente del cobre y de la minería que atrajeron una proporción elevada de las inversiones del exterior. El balance del gobierno autoritario se tornaba mucho menos destacado si se tomaban en cuenta indicadores de desarrollo humano y de distribución del ingreso y de la riqueza, lo cual sugería que si bien había crecimiento, en Chile no se había producido un

genuino proceso de desarrollo: la pobreza, que afectaba a 20% de la población en 1970 alcanzaba a 41% de los chilenos en 1990 y la población que no contaba con un alojamiento decente se había elevado de 27% en 1972 a 40% en 1988 (Pang, 2001: 171). El coeficiente de Gini de concentración del ingreso era 23% más alto en 1992 que en 1968 (Boylan, 2003: 138). Las reformas que privatizaron en parte los servicios de salud y de educación profundizaron las brechas sociales al dejar el grueso de la población al cuidado de servicios públicos empobrecidos y deteriorados mientras quienes podían acudir al sector privado recibían servicios de mejor calidad.

Frente a este balance, los gobiernos democráticos que se sucedieron en el poder han elegido mantener los principios básicos del modelo de economía de mercado abierta, dar un papel más proactivo al Estado, en especial con el fin de diversificar la economía chilena y de mejorar su integración en la economía mundial, y a la vez profundizar y corregir las reformas, en particular para abatir el rezago en materia de equidad social .

Gestión macroeconómica

La gestión macroeconómica ha sido marcada por la continuidad en materia de prudencia fiscal, por el mayor esfuerzo de disminuir la inflación a niveles internacionales a partir de la autonomía del Banco Central y por la gradual liberalización del mercado cambiario. Posteriormente a la crisis asiática, un cambio fundamental se dio cuando el gobierno liberalizó plenamente la cuenta de capitales y adoptó un tipo de cambio flexible asociado a una política de metas de inflación. Como lo veremos más adelante, estas políticas han tenido un impacto importante sobre la trayectoria del sistema financiero.

A partir de 2000, el gobierno chileno adoptó un objetivo de superávit fiscal estructural de 1% del PIB, con el objetivo de desvincular la economía de las fluctuaciones en los precios internacionales del cobre y de ejercer acciones anticíclicas. Esta regla fiscal ha sido institucionalizada en septiembre de 2006 en la Ley de Responsabilidad Fiscal, que creó dos fondos soberanos destinados a invertir los ahorros provenientes de la aplicación de esta ley en un contexto de altos precios del cobre: el Fondo de Estabilización Económica y Social, para financiar proyectos públicos en las áreas de salud, educación y vivienda, y el Fondo de Reserva de las Pensiones (OCDE, 2007: 64-65). La prolongada prudencia en materia fiscal autorizó el desendeudamiento del estado chileno y de las empresas

públicas, lo cual, combinado con los elevados ahorros producto de la aplicación de la regla de superávit estructural y de los altos precios del cobre (fueron equivalentes a 8% del PIB en 2006) ha hecho del estado chileno un acreedor neto, con importantes inversiones de portafolio en el extranjero (OCDE, 2007). Para 2008, el gobierno anunció una disminución del objetivo de superávit estructural a 0.5% del PIB, con la finalidad de aumentar el gasto social.

La autonomía del Banco Central le otorgó una alta prioridad a la disminución de la inflación a partir de 1990. Dos cambios de política importante se dieron en 1999, cuando el Banco de Chile adoptó una política de metas de inflación a la vez que el tipo de cambio era puesto a flotar libremente, y en 2001, cuando, después de más de quince años de indización, nominalizó la política monetaria, reduciendo progresivamente sus emisiones de instrumentos en UF. Estos cambios han ido a la par de una progresiva liberalización de la cuenta de capitales. De 1991 hasta la crisis asiática, la abundancia de los flujos financieros hacia el país cambió la preocupación por las salidas de fondos de los residentes por la de poner límites a las entradas excesivas y frenar la apreciación del peso. Por ello, se liberalizaron progresivamente las primeras,[41] mientras se introducían requisitos de reserva, obligaciones de permanencia e impuestos indirectos a las segundas. La crisis asiática llevó a la abolición de estos dispositivos, hasta la completa liberalización de la cuenta de capitales en abril de 2001 (Herrera & Valdés, 2004: 32). Kalter *et alii* (2004) estiman que este conjunto de políticas, sostenido gracias a arreglos institucionales que favorecieron los objetivos de largo plazo sobre los beneficios de corto plazo, protegió la economía chilena "del impacto negativo del fenómeno de *stop-go* de los flujos de capitales que acompañó a la globalización financiera para muchas economías emergentes" (Kalter *et alii*, 2004: 1)

Reformas institucionales, gasto público y políticas sociales

En el plano interno, los sucesivos gobiernos chilenos democráticos han fortalecido las instituciones, con la reforma del sistema judicial, la modernización de la administración pública y el fortalecimiento del sistema regulatorio (Sunkel, 2006). Una reforma laboral aprobada por el parlamento en 1990 reestableció parte de los derechos perdidos durante el gobierno autoritario, como el derecho de sindicalizarse, de entrar en huelga o renegociar colectivamente (Boylan,

41. Se autorizaron la internacionalización de la banca chilena así como las inversiones fuera del país a las AFP.

2003: 136). Por otro lado, el gobierno chileno ha elevado la inversión pública mediante un programa de obras de infraestructura cuya realización es puesta a licitación entre empresas privadas locales y extranjeras. Sin embargo, es en el gasto social que ha destacado la mayor intervención gubernamental. La realización en 1990 de una reforma fiscal con carácter explícitamente progresivo —incluía un alza del impuesto sobre la renta de empresas e individuos más pudientes— buscó corregir en algo la desigual distribución del ingreso y generar recursos para financiar un gasto social más elevado. Los propósitos redistributivos de la reforma solo se cumplieron limitadamente, pues en 2007 la OCDE consideraba que el sistema fiscal chileno era ligeramente regresivo, en particular por las bajas tasas de imposición corporativa y por lo tanto la redistribución se efectúa sobre todo a través del gasto social. Este ha sido enfocado prioritariamente hacia los más pobres, con programas de fomento del empleo productivo y de vivienda, y hacia la mejora de la calidad de los servicios públicos de educación y salud para reducir la fractura entre aquellos que pueden acceder a servicios privados y la mayoría de la población. En 2006, la reforma del sistema de pensiones ha procurado resolver sus principales problemas de insuficiente cobertura (solo 55% de la mano de obra), baja densidad de cotización que llevará a beneficios insuficientes es decir, pensiones bajas, falta de competencia y elevadas comisiones; a la vez, ha fortalecido los aspectos solidarios del sistema, a través de un sistema ampliado de pensiones mínimas concedidas por el Estado (OCDE, 2007: 68).

El papel más activo del Estado en materia de comercio exterior

En materia de comercio exterior, los gobiernos democráticos siguieron abriendo la economía a través de la disminución de aranceles y la presencia de escasas barreras no arancelarias, hasta hacer de la economía chilena una de las más abiertas del mundo.[42] El país entró sin embargo en una nueva fase de su proceso de integración a la economía internacional cuando en 1993 empezó a vincularse con sus socios a través de acuerdos de liberalización comercial, inicialmente con las economías de la región[43]; una segunda ronda ha ampliado los alcances de estos

42. En 2006, el nivel arancelario uniforme era de 6%, aplicable con muy pocas excepciones, (Mesquita Moreira & Blyde, 2006: 1) y el nivel ponderado era de solo 2.5% si se consideran los acuerdos comerciales.
43. Los primeros acuerdos buscaron estrechar lazos con los países de América Latina en particular a través de Acuerdo de Complementación Económica (ACE) establecidos en el marco de la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI). Estos acuerdos se dieron con Venezuela, Bolivia y Colombia en 1993, con Ecuador

acuerdos pues concernió economías más grandes que constituyen los mayores socios comerciales de Chile: la Unión Europea en 2002, Corea del Sur, Estados Unidos y la Asociación Europea de Libre Comercio en 2003. En 2005, Chile fue pionero en establecer un Acuerdo de Asociación Económica Estratégica Transpacífica (TPSEPA) con Nueva Zelanda, Singapur y Brunei y en firmar un tratado de libre comercio con China los cuales entraron en vigor a fines de 2006. Asimismo, firmó un acuerdo parcial con la India en 2006 y en septiembre de 2007 entró en funcionamiento el acuerdo de libre comercio Chile-Japón.

Esta búsqueda de mejor inserción internacional no se ha limitado al ámbito geográfico pues más recientemente el gobierno chileno ha buscado promover una diversificación de sus exportaciones hacia nuevos productos y en especial hacia bienes y servicios que incorporen un mayor contenido tecnológico. De esta manera, las autoridades buscan ir más allá de la especialización producida por el mercado, que hasta la fecha ha propiciado una diversificación limitada a exportaciones basadas en recursos naturales —para algunos sectores y empresas con apoyos y subsidios públicos limitados pero que tuvieron un papel clave—. En última instancia, se trata de disminuir los riesgos asociados con la especialización primario exportadora y desarrollar actividades que promuevan ingresos más elevados y una mayor estabilidad de los términos de intercambio a la vez que permitan la transmisión de tecnología y conocimientos al resto de la economía.[44] Dos medidas se destacan en este sentido: la creación en 2005 de un impuesto específico a la minería destinado a financiar la innovación (Mesquita Moreira y Blyde, 2006: 14) y a partir de 2000 el Programa de promoción de la inversión en alta tecnología emprendido por CORFO, que buscó fomentar la IED en sectores tecnológicamente más avanzados y se enfocó posteriormente a las exportaciones de servicios tales como centros de llamado o de soporte técnico (call centres), centros de desarrollo de software o servicios compartidos,

en 1994, con el MERCOSUR y Canadá en 1996, con México y Perú en 1998 y con Costa Rica y El Salvador en 1999.

44. Mesquita Moreira y Blyde (2006) resumen así los términos del debate en curso acerca de los retos de la especialización primario exportadora; del lado de los riesgos de permanecer en esta posición, sobresalen la enfermedad holandesa, el bajo nivel educativo y el desarrollo tecnológico trunco por no ser necesarios a las actividades primarias, la elevada volatilidad y la presencia de instituciones débiles. Entre los beneficios y riesgos de una política que busque modificar de manera más voluntarista el rango de las exportaciones, se tiene por un lado los ingresos más altos y menos volátiles, la mejoría en los términos de intercambio y la difusión tecnológica y por otro figuran el riesgo de una asignación errónea de los recursos, y de la búsqueda de rentas y la pérdida de bienestar (Mesquita Moreira y Blyde, 2004: 12-13, 45).

que pueden aprovechar la buena infraestructura de comunicaciones del país (Nelson, 2007).

Las reformas financieras

En el ámbito financiero, destacan dos series de reformas microeconómicas que han buscado mejorar el funcionamiento de los mercados de capitales. En efecto, como lo veremos más adelante, si bien Chile posee hoy una esfera financiera relativamente grande y diversificada, ésta presenta problemas específicos como el bajo nivel de actividad en los mercados secundarios, la insuficiente competencia entre instituciones y el bajo financiamiento disponible para la innovación y para las Pymes. En 2001, se aprobaron la Ley de Oferta Pública de Acciones, que buscó fortalecer el gobierno corporativo y proteger los accionistas minoritarios y la Reforma del Mercado de Capitales que introdujo mayor competencia en el sistema pues desreglamentó las industrias de seguros y de fondos mutuos y autorizó la creación de multifondos de pensiones, para ofrecer hasta cinco alternativas de inversión a los afiliados. A la vez, se eliminó o disminuyó el importe de una serie de impuestos para favorecer las transacciones en el mercado accionario y la entrada de inversionistas institucionales extranjeros y se buscó impulsar via exención tributaria la creación de bolsas para empresas emergentes (Hernández y Parro, 2004; Ministerio de Hacienda, 2008).

En 2007, entró en vigor la segunda reforma del mercado de capitales, cuya discusión había empezado en 2003, año en el que estalló el sonado escándalo de fraude financiero del grupo Inverlink[45]. Sus principales objetivos eran desarrollar el capital de riesgo y el financiamiento para las Pymes, fortalecer la seguridad del mercado de valores y empujar el desarrollo del sistema financiero (Ministerio de Hacienda, 2008). Entre los principales mecanismos previstos para alcanzar el primer objetivo figuran la exención tributaria de las ganancias de capital realizadas por la venta de acciones de capital de riesgo, la autorización para que los bancos inviertan hasta 1% de su capital en capital de riesgo, y la autorización a CORFO para que participe en fondos de inversión de capital de riesgo.

45. En 2003, el conglomerado Inverlink, que había conocido un crecimiento exponencial desde su creación en 1991, y poseía una corredora de bolsa, una compañía de seguros y una proveedora de servicios de salud, así como una AFP, fondos mutuos y una clínica, fue intervenido por las autoridades. El grupo había basado su crecimiento en operaciones fraudulentas, incluyendo un fraude a CORFO, y en el uso de información privilegiada.

En suma, el conjunto de políticas y de reformas aplicadas a partir de 1983 muestra un mayor pragmatismo y, a partir de 1990, una creciente sofisticación en la gestión macroeconómica así como esfuerzos de parte del Estado por encaminar la economía chilena sobre una senda de desarrollo de largo plazo superior en la cual se realicen actividades de mayor valor agregado, más innovadoras y en la cual los beneficios del crecimiento se repartan de manera más equitativa. El estado chileno ha ido adoptando una postura más activa en la dirección y la supervisión de las actividades económicas, si bien sigue siendo bastante alejada del papel que desempeña el Estado en las economías asiáticas de alto crecimiento. En la siguiente sección, analizaremos los resultados de este largo proceso de reformas, es decir las transformaciones de la economía chilena.

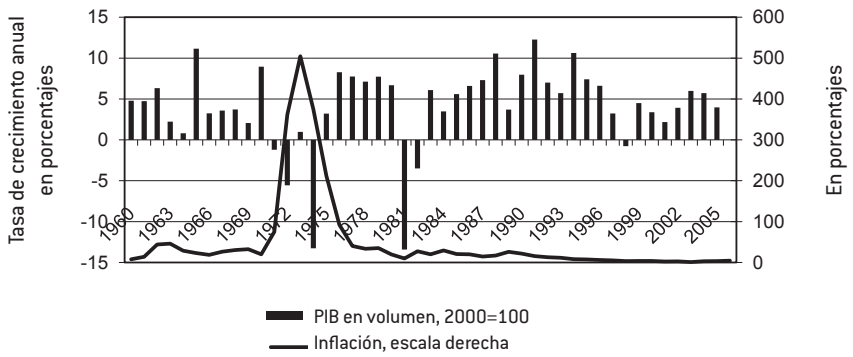
Alcances de la transformación de la economía chilena (1973-2007)

En la primera sección, vimos que en la década de 1960 y hasta 1973 los límites a los cuales se enfrentaba la economía chilena se expresaban en bajos niveles de inversión y de ahorro interno; gran dependencia de un solo producto de exportación, brechas persistentes en el balance fiscal y en la balanza comercial, inflación de dos dígitos y un crecimiento económico poco dinámico basado fundamentalmente en la acumulación del factor trabajo, todo ello acompañado de gran insatisfacción y de polarización social. ¿En que medida las reformas aplicadas han logrado resolver estos problemas y dinamizar de forma duradera la economía chilena? Indudablemente, Chile ha avanzado mucho sobre la senda de la estabilización macroeconómica y ha logrado resolver muchos de los problemas de equilibrio de corto plazo, dinamizar el crecimiento económico y la calidad de las instituciones a la vez que ha mejorado su inserción comercial y financiera en la economía mundial. Sin embargo, persisten limitantes al crecimiento y al desarrollo, que pudieran estar al origen de la disminución del ritmo de crecimiento desde 2000: entre estos sobresalen la permanencia de una especialización basada en la explotación de los recursos naturales con bajo valor agregado de los productos exportados, el elevadísimo grado de desigualdad social y la permanencia de la pobreza y el bajo nivel educativo de la mano de obra.

La trayectoria macroeconómica

Los principales logros macroeconómicos del país se encuentran resumidos en el cuadro 1, que promedia una serie de indicadores sobre cuatro períodos: los buenos resultados de la economía se han expresado sobre todo a partir de la década de 1990, con la elevación de la FBCF de cerca de 17% del PIB en promedio entre 1970 y 1989 a 23.4% en1990-1999, y del ahorro que mantiene niveles superiores a 25% del PIB desde 1990. La distribución del PIB por sectores muestra la disminución de la contribución del sector primario, a pesar de su buen desempeño exportador y una aparente permanencia del carácter industrial del país, la cual esconde cambios mayores en el peso relativo de las actividades de este sector. Por otro lado, la economía se abrió significativamente y en 2000-2005, mantuvo un balance en cuenta corriente prácticamente equilibrado que se diferencia de los déficits registrados en las décadas anteriores. Finalmente, los flujos de capitales hacia y desde el país registraron incrementos sustanciales, destacándose las inversiones chilenas en el exterior. En conjunto, el desempeño económico expresado en el crecimiento del PIB registró su mejor momento entre 1986 y 1997 (gráfico 6) pues el ritmo de expansión disminuyó después de la recesión moderada que siguió la crisis asiática (1998-1999).

GRÁFICO 6. Chile: inflación y crecimiento del PIB, 1960-2007



Fuente: FMI.

CUADRO 1. Chile: indicadores macroeconómicos, 1970-2005

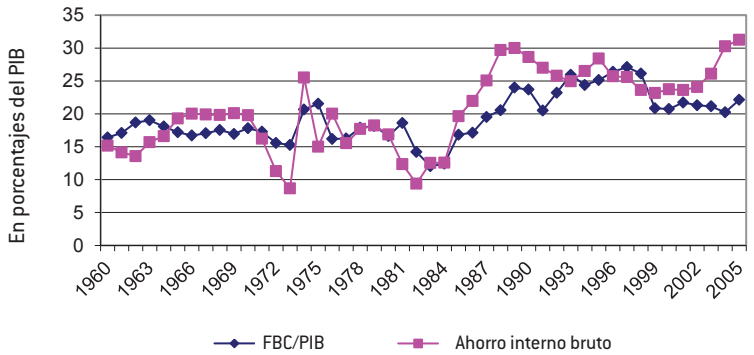
	1970-79	*1980-89*	*1990-99*	*2000-05*
PIB, participación sectorial *				
Agricultura**	7.6	7.6	9.5	5.8
Industria	40.0	38.6	36.4	42.4
Servicios	52.4	53.8	54.2	52.2
		En porcentaje del PIB		
Formación bruta de capital fijo	17.7	17.1	23.4	20.6
Ahorro interno bruto	16.8	19.0	25.3	26.1
Balance en cuenta corriente	-4.4	-7.0	-3.0	-0.3
Apertura comercial (exp. + imp.)	30.6	41.4	49.4	55.9
Exportaciones de bienes y servicios	14.8	21.3	24.1	29.8
Importaciones de bienes y servicios	15.8	20.1	25.3	26.1
Balanza de pagos				
Inversión directa en el extranjero	-0.0	-0.0	-1.5	-2.4
Inversión extranjera directa en Chile	0.6	2.0	5.2	6.0
Inversión de cartera, activos	0.0	-0.0	-1.6	-3.4
Inversión de cartera, pasivos	0.0	-0.0	1.8	1.5
Otras inversiones, activos	0.9	0.7	-0.5	-1.6
Otras inversiones, pasivos	4.4	-3.8	2.6	1.0
Balance financiero	5.8	-1.1	6.1	1.1

* 2001-2005.
** Incluye ganadería, pesca e industria forestal.
Fuentes: BM y FMI.

Aún cuando la reforma comercial se tradujo rápidamente en un mayor grado de apertura del país, como lo muestra el alza del peso relativo de las exportaciones y sobre todo de las importaciones en relación con el PIB (gráfico 8), es solo al salir de la crisis de 1982 que Chile consolidó su desempeño macroeconómico con mejorías sostenidas en materia de ahorro interno, de inversión y de crecimiento que la primera etapa de estabilización y cambio estructural no había logrado impulsar durablemente (gráfico 7). El período de alto crecimiento empezó más de doce años después del cambio de modelo económico y se caracterizó inicialmente por un auge de las exportaciones —de 21% del PIB en 1982 a 36% en 1990— asociado a un fuerte crecimiento del ahorro —de 9.5 a 30% del PIB— y una expansión de menor amplitud de la inversión, que ganó sin embargo 10 puntos de PIB al elevarse de 14 a 24% de este agregado. Es entre 1991 y 1998 que la economía alcanzó su más alto nivel de inversión al superar la FBCF 25%

del PIB, en un contexto de crecientes entradas de capitales y de retroceso relativo en las razones de exportación y de ahorro. A partir de 2000, el crecimiento y la inversión perdieron intensidad, —la inversión se situó a niveles apenas superiores a 20% del PIB— mientras desde 2003 tanto el ahorro interno como el peso de las exportaciones volvían a crecer en relación con el PIB.

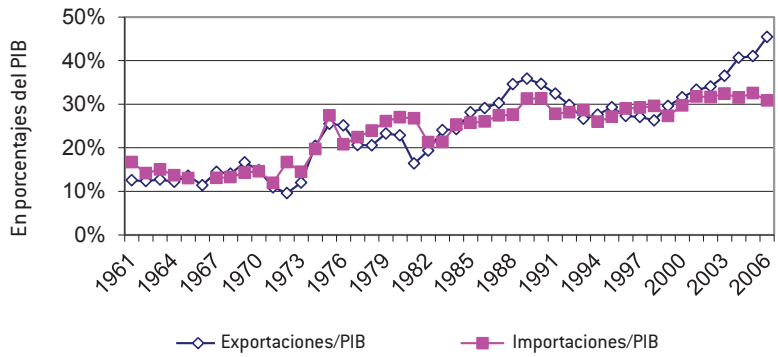
GRÁFICO 7. Chile: ahorro interno bruto y FBCF, 1960-2006



Fuente: BM.

En conjunto, estos indicadores señalan un desempeño económico ciertamente superior al de las demás economías de la región, con tasas de crecimiento más elevadas y menos volátiles sostenidas por más tiempo que permitieron que el ingreso PC de Chile volviera a converger hacia el nivel marcado por las economías desarrolladas —véase gráfico 2, *supra*—. Sin embargo, subrayan a la vez la distancia entre las trayectorias respectivas de Chile y de las economías de alto crecimiento de Asia del Este, que se manifiesta específicamente en la dificultad de la primera en mantener tasas de inversión capaces de impulsar un crecimiento económico sustentable en el largo plazo y en el fuerte impacto que los ciclos en el mercado internacional del cobre siguen teniendo sobre ella. Así, el gráfico 9 sugiere que la trayectoria de las razones de exportaciones y de ahorro interno/PIB se puede explicar en gran medida a través de los ciclos de auge y repliegue del precio internacional de este producto que experimentó alzas importantes entre 1986 y 1989, en 1993-1995 y sobre todo desde 2003, años

GRÁFICO 8. Chile: indicadores de apertura comercial, 1961-2006



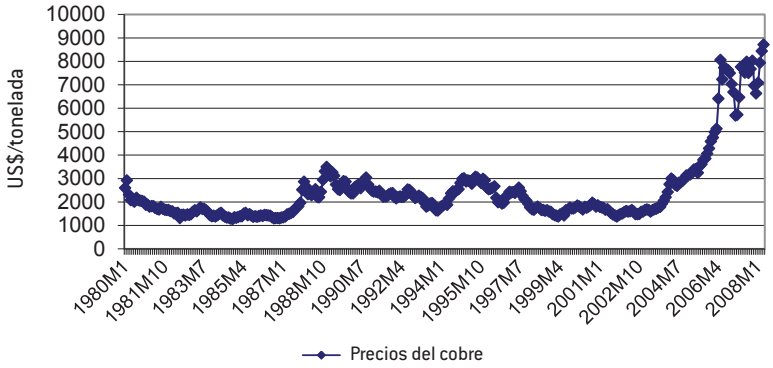
Fuente: FMI.

que, con la excepción del segundo de estos momentos, no coinciden con una inversión interna dinámica.

El tema de la "dependencia" de la economía chilena de las exportaciones de cobre lleva a discutir los logros alcanzados en términos de diversificación de las exportaciones y de transformaciones de la estructura productiva. A través de su clasificación en función de la intensidad tecnológica incorporada, la CEPAL ofrece una primera aproximación (cuadro 2) que subraya que Chile ha mantenido su especialización de exportador de productos primarios (36% en 1987, 39% en 2005) y de bienes industrializados intensivos en recursos naturales (59% y 57.7% respectivamente), con una progresión modesta de las exportaciones de manufacturas de tecnología media de 2.4 a 5.7% del total. De hecho, la diversificación de las exportaciones se ha producido dentro del rango de bienes que han constituido la especialización tradicional de Chile, si bien en productos novedosos para el país, y se ha concentrado en los rubros de bienes agrícolas y de bienes industrializados tradicionales, con respectivamente 11.4 y 14.5% de las exportaciones en 2005, contra 3.2 y 3.5% en 1970 mientras los bienes que incorporan mayor contenido tecnológico, como los bienes duraderos y difusores de progreso técnico han seguido constituyendo proporciones ínfimas de las exportaciones (CEPAL, 2008).

En efecto, cifras más desagregadas que abarcan un período más amplio muestran que la diversificación de las exportaciones chilenas se ha dado con más fuerza en la fruticultura para los productos primarios (7% del total expor-

GRÁFICO 9. Chile: cotizaciones internacionales del cobre, 1980-2008



Fuente: FMI.

tado en 2000) y en varios sectores industriales encabezados por la industria de alimentos (13.6% en 2000), las bebidas (3.2% en el mismo año), la madera y sus derivados (papel, pulpa etc…) con 4.9 y 7.3% respectivamente y los rubros de productos metálicos (3.4%) y de productos químicos (6.3%), bienes cuyas exportaciones, como ya lo señalamos en la primera sección, habían iniciado su crecimiento en la década de 1960 y que se expandieron con más dinamismo aún desde la década de 1970. Como resultado de este proceso, la minería y el cobre solo representaban respectivamente 41.7 y 37.9% de las exportaciones en 2000, sugiriendo un menor grado de dependencia del comercio exterior de este producto. Ahora bien, el alza extraordinaria del precio del cobre que se inició en 2003 impactó dramáticamente sobre la composición de las exportaciones chilenas: con una progresión anual promedio de su valor de cerca de 60% entre 2000 y 2006, el cobre ha superado el peso que tenía en 1980 (55% en 2006 contra 46%). Las tasas de crecimiento anual de los demás productos, si bien han mantenido su nivel con pocas excepciones (los rubros de bebidas y productos metálicos), no pudieron sostener un ritmo semejante al auge del cobre (cuadro 3): el ciclo internacional del cobre sigue pues impactando fuertemente a la economía chilena, a pesar del mayor rango de productos exportados.

CUADRO 2. Chile: composición de las exportaciones e importaciones por intensidad tecnológica incorporada, 1987-2005 (US$ y porcentajes)

	1987		*1990*		*2000*		*2003*		*2004*		*2005*	
	Valor	*%*	*Valor*	*%*	*Valor*	*%*	*Valor*	*%*	*Valor*	*%*	*Valor*	*%*
Exportaciones												
Productos primarios	1 821 965	36.5	2 713 342	31.8	6 251 536	34.3	7 307 836	36.4	11 429 476	37.0	15 114 683	39.2
Bienes industrializados	2 948 407	59.0	5 442 758	63.9	11 172 795	61.3	11 924 473	59.4	18 495 142	59.9	22 261 715	57.7
Basados en recursos naturales	2 737 477	54.8	4 939 730	58.0	9 417 951	51.7	10 077 766	50.2	16 184 014	52.4	19 175 154	49.7
De baja tecnología	78 422	1.6	200 411	2.4	547 031	3.0	503 452	2.5	598 871	1.9	721 927	1.9
De tecnología media	120 241	2.4	254 050	3.0	1 084 275	6.0	1 218 316	6.1	1 568 224	5.1	2 203 006	5.7
De alta tecnología	12 267	0.2	48 567	0.6	123 537	0.7	124 940	0.6	144 034	0.5	161 628	0.4
Otras Transacciones	227 283	4.5	365 924	4.3	790 162	4.3	844 359	4.2	970 200	3.1	1 219 212	3.2
Total	4 997 655	100.0	8 522 024	100.0	18 214 492	100.0	20 076 669	100.0	30 894 819	100.0	38 595 610	100.0
Importaciones												
Productos primarios	614 971	16.2	1 200 455	17.1	3 526 501	21.2	4 018 255	23.1	5 467 601	24.4	7 148 152	23.9
Bienes industrializados	3 087 124	81.4	5 702 438	81.2	12 836 955	77.2	13 166 234	75.8	16 726 926	74.7	22 408 181	75.1
Basados en recursos naturales	488 535	12.9	896 275	12.8	2 284 038	13.7	2 420 473	13.9	3 157 054	14.1	4 347 233	14.6
De baja tecnología	468 792	12.4	772 234	11.0	2 583 514	15.5	2 522 323	14.5	3 236 441	14.4	3 790 653	12.7
De tecnología media	1 758 153	46.3	3 237 324	46.1	5 641 943	33.9	6 178 253	35.6	7 663 361	34.2	10 956 001	36.7
De alta tecnología	371 644	9.8	796 606	11.3	2 327 461	14.0	2 045 186	11.8	2 670 070	11.9	3 314 294	11.1
Otras Transacciones	91 139	2.4	119 385	1.7	256 240	1.5	191 398	1.1	206 513	0.9	300 856	1.0
Total	3 793 234	100.0	7 022 279	100.0	16 619 696	100.0	17 375 887	100.0	22 401 040	100.0	29 857 189	100.0
Saldo Comercial												
Productos primarios	1 206 995		1 512 887		2 725 034		3 289 581		5 961 876		7 966 531	
Bienes industrializados	- 138 717		- 259 681		- 1 664 161		- 1 241 761		1 768 216		- 146 466	
Basados en recursos naturales	2 248 943		4 043 455		7 133 914		7 657 293		13 026 960		14 827 921	
De baja tecnología	- 390 371		- 571 823		- 2 036 483		- 2 018 871		- 2 637 570		- 3 068 727	
De tecnología media	- 1 637 912		- 2 983 274		- 4 557 667		- 4 959 937		- 6 095 137		- 8 752 995	
De alta tecnología	- 359 377		- 748 039		- 2 203 924		- 1 920 246		- 2 526 037		- 3 152 666	
Otras Transacciones	136 144		246 539		533 922		652 962		763 687		918 356	
Total	1 204 421		1 499 745		1 594 796		2 700 782		8 493 778		8 738 421	

Fuente: CEPAL, información en línea consultada en abril 2008.

Nota: productos clasificados según la intensidad tecnológica incorporada (CUCI Rev.2).

CUADRO 3. Chile: exportaciones de bienes por tipo de producto, 1960-2007
En millones de dólares de US$

Sector	*1960*	*1970*	*1980*	*1990*	*2000*	*2006*
Agricultura, fruticultura y ganadería*	23.5	30.1	281.2	852	1693	2769.6
Agricultura	12.9	12.1	75.6	108.5	246.7	
Fruticultura	3.4	10.3	168.7	718.8	1368.2	2407.5
Ganadería	7.2	7.7	39.9	24.7	n.d	n.d
Industria forestal	0.3	1.3	1.6	76.4	n.d	n.d
Pesca	0.3	1.4	57.1	21.1	n.d	n.d
Minería	426.9	950.4	2771.9	4830.8	8020.8	36572.3
Cobre	341.8	839.8	2152.5	3982.6	7284.5	32232.0
Otros	85.1	110.6	619.4	848.2	736.3	4340.3
Industria	39	128.5	1558.9	2839.9	7968.1	16512.6
Alimentos	7.5	28.7	375.7	1166.1	2604.3	5541.2
Bebidas	0.3	1.8	21.4	83.3	621.8	1027.2
Madera y artículos de madera	1.7	8.9	292.5	370.3	934.3	2003.0
Papel, pulpa y derivados	5.7	33.3	290.9	425	1404.9	1893.0
Industria química y derivados	2.9	10.9	163.2	408	1216.7	3393.3
Industria metálica básica	17.5	23.5	279	120.6	279	1264.3
Productos metálicos, maquinaria y aparatos eléctricos	1.5	7.7	63.9	66.5	659.1	1078.5
Material de transporte	0	5.3	42.9	63.5	282	264.0
Otras industrias**	1.9	8.4	29.4	136.6	331	312.0
Otros ***				10.9	1185.3	1729.3
Oro no-monetario					343	532.6
Total general	490	1111.7	4670.7	8631.1	19210.2	58116.4

* Desde 2000 incluye industria forestal y pesca.

** En 1990. incluye los rubros de Industria textil y Productos de arcilla, porcelana, vidrio y min. no-met.

*** a partir de 2000 incluye los rubros de Duty free y bienes adquiridos en puertos por navíos y otros bienes.

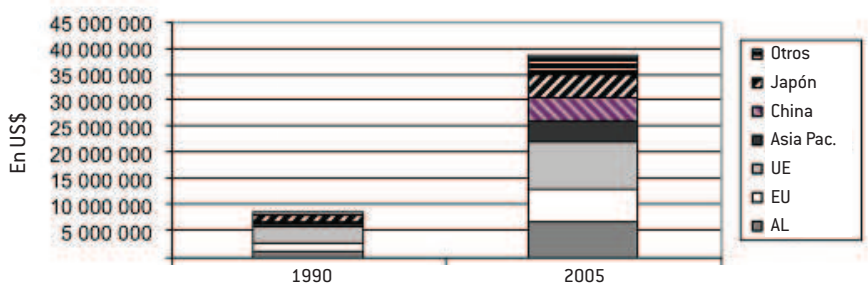
n.d. Información no disponible.

Fuente: BCCh.

El proceso de diversificación del comercio exterior se ha dado también a nivel geográfico: Chile, cuyas relaciones comerciales ya abarcaban las diferentes regiones del mundo en 1990 —la Unión Europea, Estados Unidos y Japón eran sus primeros mercados de exportación, la U.E., E.U. y los países de la región latinoamericana sus principales proveedores—, ha fortalecido sus relaciones comerciales con Asia del Este, en especial China y los demás países del Asia-Pacífico (gráficos 10 y 11). Ahora bien, las exportaciones dirigidas hacia Japón y China incorporan un menor nivel de contenido tecnológico, pues son esencial-

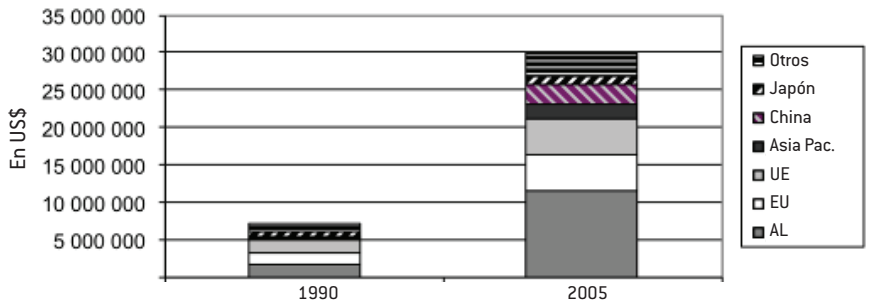
mente productos primarios (Japón, al 90%, China, al 45% en 2005) o basados en recursos naturales (China al 54.4%)[46] y es más bien hacia América Latina que Chile podría expandir sus exportaciones de bienes relativamente más avanzados, como los productos de tecnología media que constituían 15% del valor exportado hacia esta región.

GRÁFICO 10. Chile: exportaciones por destino geográfico, 1990-2005



Fuente: CEPAL.

GRÁFICO 11. Chile: importaciones por origen geográfico, 1990-2005



Fuente: CEPAL.

46. Datos en línea de CEPAL, cuadro II14-B, consultado en 2008.

El cambio de modelo económico ha producido alteraciones muy significativas de la composición del PIB: entre las actividades primarias, sobresale la continua disminución de la contribución agrícola, una tendencia iniciada antes de las reformas, y el mantenimiento o crecimiento de las demás actividades extractivas, la pesca y la minería, ésta con grandes altibajos en su aportación que reflejan el ciclo del precio del producto (cuadro 4). La caída de la contribución de la industria manufacturera constituye el segundo cambio sobresaliente en la composición del PIB: de su nivel máximo de 24.7% en 1970 bajo la ISI, ésta cayó a 16.5% en 2006. En el mismo tiempo, dos rubros de servicios incrementaban notablemente su participación: transporte y comunicaciones de 4.2% en 1960 a 9.4% en 2006 y sobre todo los servicios financieros y empresariales, de 3% a 15.8%, subrayando la terciarización de la economía chilena y el impacto de los cambios institucionales en la esfera financiera, sobre el cual regresaremos en la próxima sección. Finalmente, la administración pública, cuya contribución retrocedió de 5.8 a 3.4% del PIB entre 1960 y 1990, reflejando el encogimiento del Estado en el período más neoliberal del proceso de reformas, volvió a ganar importancia en los años siguientes, pero en forma modesta (4% del PIB en 2006).

Las fuentes del crecimiento económico chileno

Si bien difieren en sus estimaciones, los diversos trabajos que han buscado descomponer las fuentes del crecimiento chileno a partir de las reformas concuerdan en hallar una mayor contribución de la acumulación de capital y de la productividad total de los factores, en especial a partir de 1985. Así, Gallego y Loayza (2002) explican el crecimiento más rápido del periodo 1986-2000 a partir de la acumulación de factores y de una mayor eficiencia, en contraste con 1960-1985 (citados en Schmidt-Hebbel, 2006: 20). Chumacero y Fuentes (2005) presentan diversas estimaciones que concluyen que a diferencia del crecimiento basado en la "transpiración" de los años 1960, la PTF explica alrededor de 40% del crecimiento entre 1975 y 1981, seguida por la acumulación de trabajo y la mejor calidad del capital humano; posteriormente, la contribución de la mayor eficiencia cae a cerca de 20% mientras la acumulación de capital asume un papel más relevante, estimado en 30/40% (Chumacero y Fuentes, 2005: 289).

Fuentes *et alii* (2006) separan el periodo de reformas en dos (1974-1989 y 1990-2005) y presentan resultados sensiblemente diferentes pues hallan que la PTF explica más de la mitad del crecimiento en el último período, seguida por

CUADRO 4. Chile: composición sectorial del PIB, 1960-2006
(en porcentajes)

Actividad	*1960*	*1970*	*1980*	*1990*	*1998*	*2006*
Agricultura, ganadería y silvicultura	10.25	8.16	7.67	6.70	5.38	3.79
Pesca	0.37	0.34	0.58	1.54	1.44	1.22
Minería	7.71	6.57	7.16	12.56	4.21	7.50
Ind. Manufacturera	22.26	24.70	21.52	18.51	18.18	16.47
Electricidad, gas y agua	1.47	1.69	2.13	2.56	2.73	2.87
Construcción	7.63	7.47	5.34	5.58	8.02	7.04
Comercio, restaurantes y hoteles/1	17.09	16.53	18.45	13.91	13.96	10.08
Transporte y comunicaciones	4.21	4.86	5.58	6.74	7.85	9.43
Servicios financieros y empresariales	3.03	4.61	9.57	9.85	11.35	15.77
Vivienda y servicios inmobiliarios	6.59	6.44	5.78	4.61	3.87	5.47
Servicios personales/2	10.77	10.19	10.21	8.65	13.60	10.87
Administración pública	5.85	4.97	4.65	3.38	3.86	4.07
menos: Servicios bancarios imputados/3	1.42	1.99	5.19	4.53	3.85	4.05
más: IVA				6.44	6.80	7.91
más: aranceles a la importación	4.17	5.46	6.55	3.51	2.60	1.55
Producto Interno Bruto	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

/1 Incluye restaurantes y hoteles desde 1990.
/2 Incluye educación, salud y otros servicios; restaurantes y hoteles hasta 1980.
/3 Servicios de intermediación medidos de manera indirecta.
Fuente: BCCh.

la acumulación de capital, mientras en contraste encuentran que la PTF cayó entre 1974 y 1989 y que el crecimiento se explicó en estos años por la acumulación de trabajo (Fuentes *et alii*, 2006, en Schmidt-Hebbel, 2006: 20). Álvarez y Fuentes (2006), que separan la economía en dos grandes subsectores, respectivamente de bienes transables y no-transables, recalcan que la acumulación de factores está al origen de la mayor parte del crecimiento en todo el período que consideran (1986-2003) y que el crecimiento de la productividad ha sido mayor en 1986-1998 (2% en promedio) cayendo luego a 0.3% anual para los bienes comerciables y 0.6% para los no comerciables. Si el crecimiento promedio de la productividad ha sido parejo entre ambos subsectores a lo largo del período, entre 1986 y 1997 son los sectores no comerciables que han experimentado una mayor progresión y en contraste con lo que de manera intuitiva se podría esperar de un modelo orientado a la exportación, han encabezado el proceso de crecimiento, una trayectoria atribuida al impacto positivo de las reformas institucionales.

Este tema nos lleva a la cuestión de las causas profundas del crecimiento chileno; en su revisión de los trabajos abocados a este tema, Schmidt-Hebbel (2006) aborda tres grandes tipos de causas para explicar la aceleración del crecimiento de la productividad: la estabilización macroeconómica, las políticas de reforma estructural y la mejora de la calidad de las instituciones del país, que sitúa actualmente a Chile netamente por delante de las demás economías latinoamericanas (véase cuadro 5). En un trabajo anterior, Jadrezic y Zahler (2001) concordaban en gran parte con los factores ya mencionados pues atribuían la mejoría de la productividad de los "años dorados" a dos series de factores de orden económico: el continuo progreso en la reforma estructural y el contexto de baja inflación de los años 1990, y agregaban una importante causa de orden político, la amelioración de los derechos políticos y civiles que produjo el regreso a la democracia, que creó mayor certidumbre acerca de la permanencia de las reglas del juego económico y político (Jadrezic y Zahler, 2001: 18-20).

CUADRO 5. Chile: indicadores de calidad institucional

País	*Índice de Competitividad 2010*	*Posición a nivel mundial*	*Índice de Calidad Institucional 2009*	*Posición a nivel mundial*	*Facilidad para hacer negocios (posición mundial)*
Argentina	3.90	87	0.40	114	118
Brasil	4.30	58	0.49	98	129
Chile	4.69	30	0.88	24	49
Colombia	4.10	68	0.49	97	37
México	4.20	66	0.59	79	51
Perú	4.11	73	0.57	83	56

Fuentes: WFE, Ernst & Young y BM.

¿Es sustentable el crecimiento económico de Chile?

Debido al carácter de ejemplo para Latinoamérica que se le quiso dar al caso chileno y al carácter precursor, radical y autoritario de sus reformas de mercado, los logros del modelo han sido abundantemente evaluados y debatidos. Estos debates han subrayado varios límites del modelo chileno que comprometen la sostenibilidad del crecimiento alcanzado. Queremos abordar aquí dos temas que sobresalen por su importancia: la cuestión de la insuficiente diversificación exportadora y el problema de la integración de la estructura productiva. El pri-

mer tema ha sido abordado en Mosquita Moreira y Blyde (2006)[47], en el marco del debate relativo a la riqueza en recursos naturales y a los riesgos asociados a una especialización primario exportadora. Si bien Chile ha elevado y diversificado sus exportaciones, su desempeño exportador ha sido menor al de las naciones de Asia del Este y el grado de concentración alrededor del cobre sigue siendo alto, con una consecuente alta volatilidad de los términos de intercambio. Como lo hemos subrayado, la diversificación se ha efectuado solo en el rango de los productos primarios y de los bienes industrializados intensivos en recursos naturales, en contraste con lo que lograron Australia y aún más, Malasia, que han elevado la proporción de exportaciones manufactureras no basadas en recursos respectivamente a 28 y 70% del total exportado en 2003 a partir de menos de 20% del total en 1980, mientras esta proporción se mantenía casi estancada alrededor de 9% para Chile. Entre las restricciones que limitan la capacidad de Chile de romper el "círculo vicioso" asociado a la excesiva dependencia de un solo producto, de ir hacia productos más variados e incluso de mayor contenido tecnológico incorporado, emulando el ejemplo de países como Australia o Malasia[48], destacan el bajo nivel educativo y el bajo nivel de inversión en ciencia y tecnología —ambas limitantes históricamente vinculadas a la propia especialización primario exportadora (Mosquita Moreira y Blyde, 2006: 14)— pero sobre todo la ausencia de una política de diversificación industrial integrada. En efecto, si bien, como lo hemos visto en la sección dos, las autoridades chilenas han tomado medidas para mejorar la composición de las exportaciones del país, éstas no constituyen todavía un enfoque integrado capaz de desarrollar nuevas especializaciones situadas más allá del ámbito de diversificación de bajo riesgo, centrado alrededor de los recursos naturales y asociado a una intervención pública limitada.

De hecho, la estructura productiva resultado de las reformas presenta características que vuelven más difícil elegir una senda de desarrollo alternativa más integrada y menos dependiente de los recursos naturales a la vez que resultan también poco favorables a un crecimiento dinámico y sostenido. Parrilli (2006)

47. Vea la síntesis realizada por los autores (Mosquita Moreira y Blyde, 2006: 9-14) y la nota 31.
48. Los autores señalan que la vía de diversificación "a la australiana", más enfocada a los recursos naturales constituye una estrategia de relativo bajo riesgo que requeriría más intervenciones públicas limitadas como las que practica el gobierno chileno mientras una vía de tipo malasio implicaría tomar más riesgos y en especial ir hacia especializaciones que no concuerden con las ventajas comparativas actuales del país e introducir intervenciones públicas de carácter más "voluntarista" (Mosquita Moreira y Blyde, 2006: 45). Cabe recordar sin embargo que desde 2003, las exportaciones australianas también se han reprimarizado (véase capítulo 1).

y Albalá-Bertrand (2004) concluyen que las reformas han producido fenómenos de desestructuración productiva, de dualismo estructural y de disminución del peso de los sectores más intensivos en tecnología. En efecto, se han producido cambios en el peso de las diferentes actividades manufactureras que se agregan al encogimiento del sector en su conjunto: las actividades intensivas en mano de obra y aquellas que incorporan mayor contenido tecnológico han perdido importancia mientras crecían las industrias basadas en el procesamiento sencillo de recursos naturales, de menor valor agregado[49]. A la vez, no se ha producido una "creación de cadenas productivas que partan de la transformación de los recursos naturales e indiquen el surgimiento de una estructura productiva más compleja y diversificada" (Parrilli, 2004: 918). La brecha entre las grandes empresas y ciertas Pymes que lograron modernizarse y un sector tradicional y de microempresas estancado se ha ampliado de tal manera que puede hablarse de un "dualismo" creado por las propias reformas, con vínculos nulos entre ambos sectores (Parrilli, 2004). El análisis de insumo-producto de la economía chilena para los períodos 1986-1996 confirma estos hallazgos: los eslabonamientos sectoriales hacia atrás y hacia adelante indican que ha crecido la dependencia de insumos importados, en especial en los sectores tecnológicamente más avanzados, sugiriendo que numerosos productores locales dejaron su actividad para dedicarse a comercializar importaciones, y que ha decrecido el grado de integración de la estructura productiva (Albala-Bertrand, 2006).

Los programas públicos de apoyo, si bien fueron exitosos en fomentar las exportaciones de los sectores vinculados a los recursos naturales, no tienen un impacto amplio pues solo alcanzan a un grupo pequeño de empresas, en conjunto no más de 15,000 de un universo de 500,000, lo que les impide crear economías de escala y de alcance (Parrilli, 2004: 918-919). Parrilli concluye que, "la debilidad de la estructura productiva chilena se debe a la ausencia de una estrategia industrial que incentive más los sectores industriales de alta tecnología (basados en ciencia) y fortalezca los vínculos entre los sectores y empresas modernos y tradicionales" (Parrilli, 2004: 918).

49. Entre 1972 y fines de los años 1990, las primeras bajaron su participación respectiva de 36.8 y 17.7% a 28.5 y 5.1% mientras las segundas elevaban la suya de más de veinte puntos, de 45.5 % a 66.5% (Parrilli, 2004: 917).

El cambio en la inserción financiera de Chile en la economía internacional

Finalmente, el período de estabilización y reformas ha traído una modificación de gran alcance de la inserción financiera de Chile en la economía internacional, que señala la profunda transformación del proceso de financiamiento de su crecimiento económico. Hasta 1997, el país era netamente importador de capitales, con pasivos internacionales del orden de 66,973 millones de dólares, compuestos principalmente de IED (34,523 millones), de deuda bancaria privada (18,723 millones) y de inversiones de portafolio en el país (9,171 millones). Los activos internacionales representaban menos de la mitad de los pasivos (32,134 millones) y se componían esencialmente de activos de reserva (18,272 millones) y de inversión directa chilena fuera del país (5,110 millones). Diez años después, los activos internacionales chilenos casi cuadruplican su valor de 1997, con 122,158 millones de dólares estadounidenses, y si bien se sitúan todavía por debajo de los pasivos (135,740 millones), la posición del país se ha modificado sustancialmente (cuadro 6). Chile mantiene ahora fuertes inversiones en el extranjero, predominantemente en forma de inversión de portafolio (56,307 millones, 46% del total) y de inversión directa (26,787 millones, 22% del total) las dos clases de activos que más se expandieron entre 1997 y 2006, mientras los activos de reserva han bajado su participación a 15% del total contra más de la mitad en 1997. Los pasivos externos se siguen componiendo principalmente de IED (80,731 millones, casi 60% de los activos) y de deuda (25%).

Ahora bien, la descomposición de los saldos de la cuenta financiera por grandes tipos de flujos (gráfico 12) y la trayectoria de los flujos brutos permiten entender como se produjeron estos cambios (gráficos 13 a 15). Al respecto cabe enfatizar los puntos siguientes: grosso modo, el saldo de la cuenta financiera chilena presenta dos grandes ciclos desde 1975: el ciclo 1975-1986, vinculado al proceso de endeudamiento-desendeudamiento bancario del país, asociado a la primera etapa de las reformas y a resolución de la crisis, y un segundo ciclo de incremento-disminución de las entradas netas más complejo. En efecto, a partir de fines de los años 1980, los flujos bancarios dejan de ser el componente principal de la cuenta financiera: los flujos de IED y de inversiones de portafolio adquieren un papel más relevante. Los primeros presentan un saldo positivo desde 1987 que señala el rol que desempeña la IED en la inversión interna, en especial en los sectores primarios, mientras los segundos, que se volvieron

CUADRO 6. Chile: posición de inversión internaciona, 1986-2008
(Millones de US$ y porcentajes del PIB)

	1986		*2008*	
	Mill. US$	*% PIB*	*Mill. US$*	*% PIB*
Activos	32134	38.8%	141896	83.7%
Inversión directa en el extranjero	5110	6.2%	31728	18.7%
Inversión de portafolio	1176	1.4%	59266	35.0%
Acciones	902	1.1%	33768	19.9%
Títulos de deuda	274	0.3%	25499	15.0%
Derivados financieros	0	0.0%	3657	2.2%
Otras inversiones	7575	9.1%	24083	14.2%
Autoridades monetarias	0	0.0%	249	0.1%
Gobierno central	0	0.0%	5929	3.5%
Bancos	1055	1.3%	4300	2.5%
Otros sectores	6520	7.9%	13605	8.0%
Activos de reserva	18273	22.1%	23161	13.7%
Pasivos	66973	80.9%	175323	103.5%
Inversión extranjera directa	34523	41.7%	100989	59.6%
Inversión de portafolio	9172	11.1%	20484	12.1%
Acciones	7111	8.6%	8831	5.2%
Títulos de deuda	2061	2.5%	11653	6.9%
Derivados financieros	0	0.0%	4619	2.7%
Otras inversiones	23279	28.1%	49231	29.1%
Autoridades monetarias	166	0.2%	154	0.1%
Gobierno central	2284	2.8%	1014	0.6%
Bancos	2106	2.5%	11221	6.6%
Otros sectores	18723	22.6%	36842	21.7%

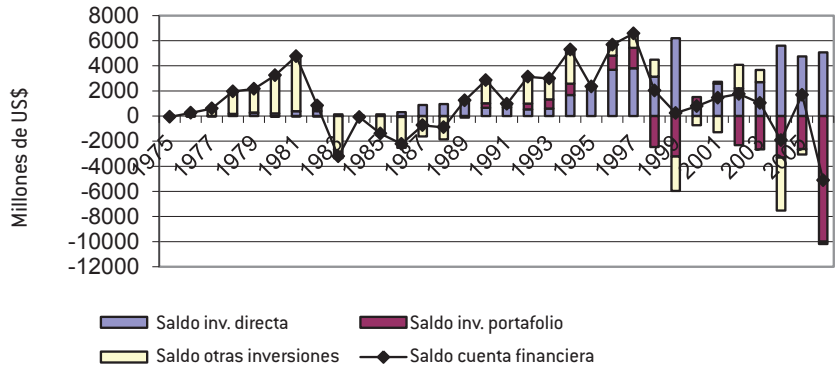
Fuente: FMI.

importantes en volumen desde 1996, constituyen salidas netas de capitales a partir de 1998 (gráfico 12).

El examen de los flujos brutos permite precisar el análisis: así, es solo a partir de 1993 que Chile empieza a recibir flujos de IED masivos que contrastan con los volúmenes limitados que recibió entre 1975 y fines de los años 1980. A la vez el país se volvió un inversionista directo en varias economías de la región —en particular en Perú, Argentina, Brasil y México— en los sectores de comercio minorista, transporte aéreo, bebidas, energía eléctrica, madera, papel y derivados.[50] La IED ha ido desempeñando un papel destacado en la inversión interna,

50. Véase Calderón H., (2006) para un análisis de la expansión de las cadenas chilenas de comercio minorista.

GRÁFICO 12. Chile: componentes de la cuenta financiera, 1975-2006



Fuente: FMI.

estimado en cerca de 30% de la FBCF entre 2004 y 2006, una cifra que debió elevarse en 2007, con entradas récord de 14,457 millones de dólares que duplicaron el monto de 2006. El *stock* de IED en el país, que representaba cerca de 60% del PIB entre 2004 y 2006 era relativamente más alto en Chile que en el resto de América Latina donde alcanzaba en promedio 30% del PIB (cuadro 7).

Por otro lado, los flujos brutos de inversiones de portafolio indican que Chile ha atraído flujos desde fuera de manera consistente a partir de mediados de los años 1990, sin embargo, el desarrollo más impactante ha tenido lugar del lado de los activos de portafolio que se expandieron con fuerza a partir de 1998 y sobre todo en los últimos años del período (2003-2006): esta trayectoria se debe en primer lugar a la política fiscal y a los esfuerzos por desvincular la economía del ciclo del cobre así como a los nuevos desarrollos en el sistema financiero interno, precisamente la internacionalización de las inversiones de las AFP que abordaremos en la sección siguiente.

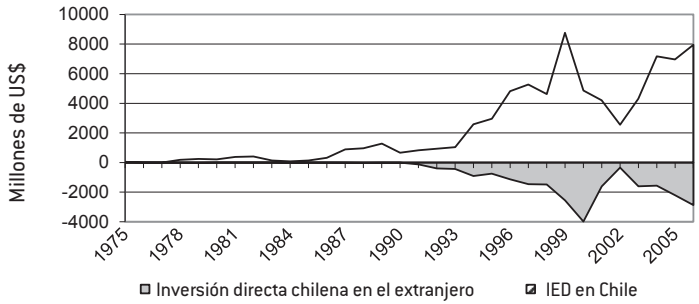
Los flujos de otras inversiones, que incluyen depósitos y préstamos bancarios, muestran una elevada volatilidad (gráfico 15): después de la masiva contratación de deuda de la primera etapa de las reformas y la amortización también masiva que la siguió (1983-1988), los flujos netos más moderados se deben en realidad a sostenidas contrataciones de pasivos en el exterior combinadas con crecientes inversiones chilenas en la banca internacional, en especial entre 1998 y 2001 y a partir de 2004. De hecho, el sector privado chileno se ha endeudado sostenidamente en el exterior a partir de mediados de los años 1990, y en 2006,

CUADRO 7. Chile: indicadores de IED (1990-2007)

	1990-2000	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*
			(promedio anual)			
Flujos (millones de US dólares)						
- Hacia adentro	3539	4307	7173	6960	7952	14457
- Hacia fuera	1205	1606	1563	2209	2876	3830
En % de la FBCF						
- Hacia adentro	22.2	n.d.	39.2	28.4	28.3	n.d.
- Hacia fuera	7.4	n.d.	8.5	9	10.2	n.d.
Referencia América Latina y Caribe						
IED (% de la FBCF)						
- Hacia adentro	13.2	n.d.	24.1	16.1	15	n.d.
- Hacia fuera	5.6	n.d.	10.4	14.6	13.2	n.d.
Stocks de IED (millones de dólares)	*1980*	*1990*	*2000*	*2005*	*2006*	*2007*
- Hacia adentro	886	10067	45753	73913	80732	n.d.
- Hacia fuera	885	1149	11154	21385	26787	n.d.
Stocks de IED (% del PIB)						
- Hacia adentro	n.d.	30	60.8	62.2	55.4	n.d.
- Hacia fuera	n.d.	3.4	14.8	18	18.4	n.d.
Referencia América Latina y Caribe						
Stocks de IED (% del PIB)						
- Hacia adentro	n.d.	9.3	23.9	32.7	30.2	n.d.
- Hacia fuera	n.d.	5.6	10.4	14.6	13.2	n.d.

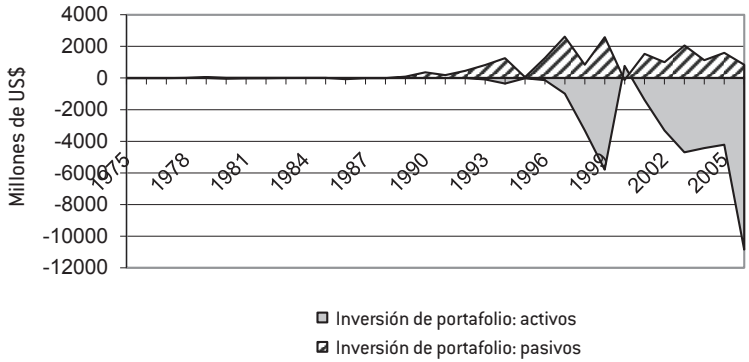
n.d. Información no disponible.
Fuentes: UNCTAD, 2007, CEPAL, 2008.

GRÁFICO 13. Chile: flujos de inversión directa, 1975-2006



Fuente: FMI.

GRÁFICO 14. Chile: flujos de inversión de portafolio, 1975-2006



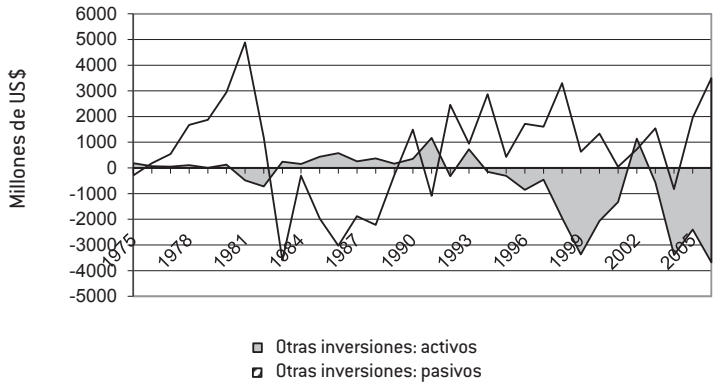
Fuente: FMI.

la deuda externa bruta acumulada de agentes residentes del país duplicaba el monto alcanzado a mediados de los años 1980, y era sobre todo de carácter privado[51] (36,815 millones de dólares estadounidenses contra 10775 para la deuda pública y garantizada). El crecimiento económico y el carácter más abierto de la economía autorizaron sin embargo una disminución de la carga del servicio de esta deuda en relación con las décadas anteriores de más de la mitad del valor exportado entre 1980 y 1985 a 32% en 2002 y 15% en 2005[52] (gráfico 16).

A más de treinta años de su inicio, los principales resultados asociados a las reformas económicas chilenas permiten hablar de un balance contrastado: éxito en materia de estabilización, en el fortalecimiento de las instituciones de mercado, en la sofisticación de la política macroeconómica, relativo éxito en materia de crecimiento de la economía y en la inserción internacional del país, relativo fracaso en articular la estructura productiva y en orientarla hacia bienes más elaborados con mayor contenido tecnológico. A todo ello, cabe agregar en el plano social la permanencia de uno de los niveles de desigualdad más elevados del mundo si bien la pobreza ha retrocedido sensiblemente desde 1990. Las reformas, cuyos costos sociales fueron enormes, tomaron tiempo para traducirse en

51. Parte de esta deuda se origina en la mayor presencia de bancos internacionales en Chile.
52. Esta última disminución está en parte vinculada al auge del precio del cobre.

GRÁFICO 15. Chile: flujos de otras inversiones, 1975-2006



Fuente: FMI.

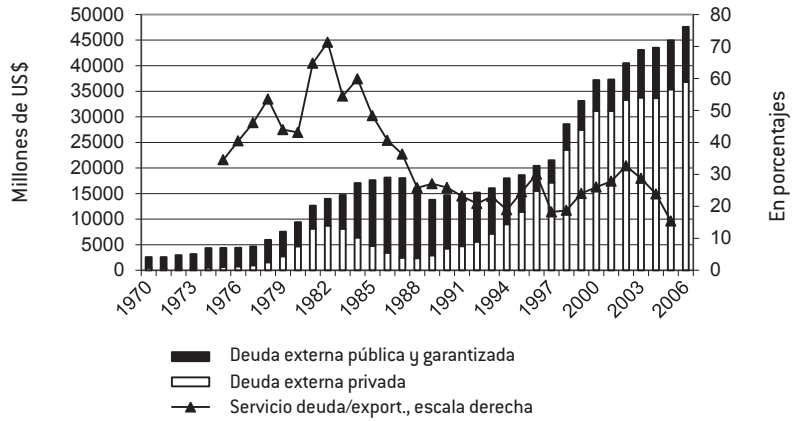
mejores indicadores de crecimiento: el período de los "años dorados" solo se inició a fines de los años 1980, es decir cerca de quince años después del cambio traumático de modelo económico, y Chile no ha resuelto sus problemas estructurales de reducida diversificación productiva, de insuficiencia de inversión educativa y en ciencia y tecnología, compartidos con los demás países de América Latina. Asimismo, el nivel de inversión de Chile es significativamente menor al ahorro que genera, sugiriendo que las oportunidades de inversión no están del todo aprovechadas, y resulta netamente inferior al de las economías de alto crecimiento asiáticas. Parte de este resultado tiene que ver con las características del sistema financiero producto de las reformas.

En la sección siguiente, abordaremos las transformaciones del sistema financiero chileno y discutiremos de su contribución al proceso de crecimiento económico.

El sistema financiero chileno: cambio estructural y contribución al financiamiento del crecimiento

¿Cuáles son los resultados de las reformas financieras a más de treinta y cinco años de sus inicios? Como lo hemos visto en la segunda sección, la expansión

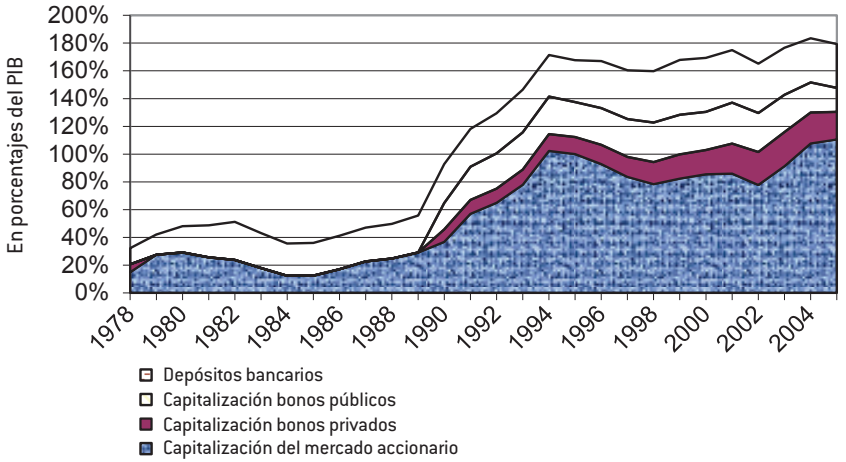
GRÁFICO 16. Chile: indicadores de deuda externa bruta, 1970-2006



Fuente: BCCh.

del sistema bancario y el auge bursátil iniciales se revirtieron en parte durante el colapso financiero de 1982-83, y, en forma similar a lo observado en la economía en general, es sólo al final de la década de 1980 que se inicio una nueva fase de expansión de la esfera financiera. A diferencia de lo ocurrido en la etapa anterior de liberalización, los desarrollos más sustanciales no se dieron en el ámbito bancario sino del lado de los inversionistas institucionales y de los mercados financieros. En efecto, la evolución de los principales pasivos muestra que desde mediados de los años 1980 el proceso de profundización financiera se ha dado esencialmente en los mercados, y en especial en el mercado accionario (gráfico 17), que alcanzaba un nivel de 110% del PIB en 2005 contra 25% en 1986, dándose luego una expansión más tardía pero dinámica del mercado de bonos privados, con 20% del PIB en 2005 contra menos de 1% en 1990. Los depósitos bancarios, con 25% del PIB en 1986 y 32% en 2005, han culminado entre 1998 y 2000 (cerca de 38% del PIB) al igual que los bonos públicos, que han empezado a perder importancia a partir de 2002, como producto de la prudencia fiscal del gobierno chileno. Entre 2002 y 2006, el *stock* de instrumentos financieros creció de 90% en valor corriente, una tendencia encabezada por los instrumentos de mercado privados, en especial las acciones —60.9% del *stock* total en 2006 contra 42.8% en 2002— y diferentes clases de bonos mientras los instrumentos públicos y, en menor medida, los depósitos bancarios disminuían netamente su participación (cuadro 8).

GRÁFICO 17. Chile: profundización financiera, 1978-2005



Fuente: BM.

CUADRO 8. Chile: *stock* de instrumentos financieros, 2002-2006 (millones de pesos chilenos y porcentajes del total)

	2002		*2006*	
	Valor	*Porcentaje*	*Valor*	*Porcentaje*
Acciones	34272528	42.6	92907288	60.9
Bonos corporativos	4659629	5.8	8050105	5.3
Bonos securitizados	653820	0.8	1126834	0.7
Bonos entidades financieras	556482	0.7	2022646	1.3
Efectos de comercio	47192	0.1	359835	0.2
Letras de crédito	6069529	7.5	4615547	3.0
Depósitos y captaciones bancarias	20051597	24.9	32744110	21.5
Mutuos hipotecarios	581214	0.7	1297476	0.9
Títulos de tesorería	—		1097616	0.7
Títulos Bco. Central	13517606	16.8	8395800	5.5
Total	80409598	100.0	152617257	100.0

Fuente: SVS.

Esta tendencia en materia de instrumentos financieros se ha acompañado de una diversificación de las instituciones que constituyen el sistema financiero

chileno, en especial en el ámbito del mercado de valores y en la gestión de fondos. En 2006, el sistema contaba con 26 bancos, 24 administradoras de fondos, 6 AFP, 12 administradoras de fondos de inversión y 31 compañías de seguros de vida. Entre 2002 y 2006, el sistema pasó por un proceso de consolidación que llevó a una reducción del número de administradoras presentes en los ramos de fondos de pensiones, fondos mutuos, fondos de inversión y aseguradoras. En el ámbito bancario, la consolidación tuvo lugar entre 1990 y 2002, con una disminución del número de participantes de 40 a 26, cifra que se mantenía en 2006 (cuadro 9).

CUADRO 9. Chile: entidades que componen el sistema financiero, 2002-2006

	2002	*2006*
Administradoras de Fondos de Pensiones	8	6
Administradoras Generales de Fondos	8	24
Administradoras de Fondos Mutuos	13	3
Administradoras de Fondos de Inversión	20	12
Administradoras de F.I.C.E.	7	3
Administradoras de Fondos para la Vivienda	4	2
Bancos e Instituciones Financieras	26	26
Compañías de Seguros		
Generales	23	19
Vida	32	31
Compañías Reaseguradoras		
Generales	-	-
Vida	2	1
Sociedades inscritas en el Registro de Valores	510	600
Fondos de Pensiones	40	30
Fondos Mutuos	199	374
Fondos de Inversión	31	50
Fondos de Inversión de Capital Extranjero (FICE)	12	8
Fondos para la Vivienda	8	8
Bolsas de Valores	3	3
Bolsas de Productos Agropecuarios	-	1
Intermediarios de Valores		
Agentes de Valores	7	13
Corredores de Bolsa	43	44
Clasificadoras de Riesgo	3	4

Fuente: SVS.

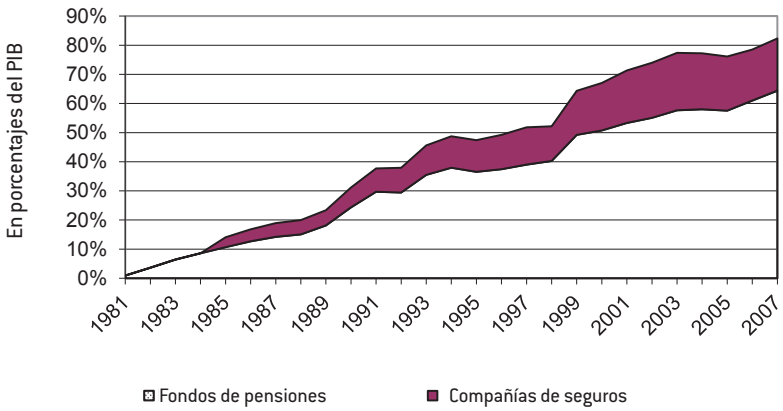
Ahora bien, la expansión de los activos manejados por los inversionistas institucionales constituye uno de los rasgos centrales de la transformación de la esfera financiera chilena: como producto de la reforma del sistema de pensiones, los activos de las AFP y de las aseguradoras han crecido sostenidamente, pasando de cifras cercanas a cero en 1981 a 65% y 18% del PIB respectivamente en 2007 (gráfico 18). Si sumamos a estas cifras los fondos colectados por los fondos mutuos (16% del PIB en 2006) y los fondos de inversión (3.6%),[53] nos podemos formar una idea más precisa del peso de los inversionistas institucionales en Chile. El crecimiento sostenido de los fondos administrados por las AFP, ha sido fundamental para el proceso de profundización financiera pues representó una elevada demanda de instrumentos financieros de largo plazo: inicialmente, las reglas de inversión a las cuales estaban sometidas las AFP las orientaron hacia los depósitos bancarios y los títulos públicos, que constituían respectivamente 46.6% y 44.6% de sus activos a fines de 1986. Si bien los depósitos de las AFP y de otros fondos siguen siendo importantes para los bancos, la evolución posterior de las inversiones de los fondos de pensiones ha favorecido más los instrumentos corporativos negociables, que constituían cerca de 40% de sus activos totales a fines de 1993 y, a partir de 1997, los títulos extranjeros. A fines de 2007, las participaciones a fondos de inversión fuera del país representaban más de la tercera parte de los activos de las AFP chilenas, seguidas por los depósitos a plazo y los instrumentos negociables del sistema financiero local (respectivamente 18 y 10%) y los instrumentos corporativos, en especial acciones —14.5%— y bonos —8%. La participación de los títulos públicos había declinado hasta constituir menos de 8% de sus activos totales (gráfico 19). Como lo veremos, las características de la demanda ejercida por los inversionistas institucionales han influido en el tipo de desarrollo experimentado por los mercados accionarios y de bonos corporativos.

El sistema bancario

Como lo muestra la evolución de los indicadores de monetización y de crédito interno entre 1960 y 2007, las reformas financieras autorizaron un proceso de profundización financiera que permitió al sistema bancario chileno ubicarse por encima del promedio mundial en cuanto a tamaño relativo, y muy por encima

53. Calculado en base a cifras de la SVS.

GRÁFICO 18. Chile: activos de fondos de pensiones y aseguradoras, 1981-2007

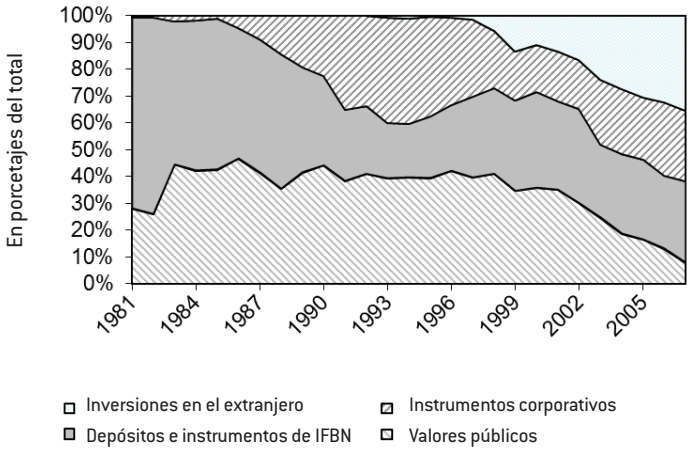


Fuentes: SAFP y SVS.

de los niveles latinoamericanos. Ahora bien, este proceso no se ha dado en forma progresiva y suave sino con altibajos, así que, a diferencia del indicador de monetización, la trayectoria del crédito interno muestra fluctuaciones muy amplias, con dos ciclos de auge y contracción que traducen respectivamente el impacto de la primera fase de liberalización y crisis —el indicador culminó en cerca de 100% del PIB en 1986 y cayó a 50% en 1993— y la posterior disminución del crédito al sector público (gráfico 20). De hecho, la enorme burbuja de los años 1980 correspondió a dos fenómenos: el arriesgado auge del crédito al sector privado durante el cual el crédito de la banca comercial al sector privado se elevó de 5% del PIB en 1975 a 60% en 1982, y el enorme costo fiscal asociado al rescate del sistema, ya abordados en la sección 2 (gráfico 21).

Posteriormente, tres fenómenos se destacan: la recuperación del crédito bancario en relación con el PIB desde 1991, con una fuerte aceleración en los últimos años, la entrada de otras instituciones financieras, que aportaban en 2006 un financiamiento equivalente a 12% del PIB o una quinta parte del crédito de la banca comercial, dirigido esencialmente hacia los hogares, y la paulatina disminución del financiamiento bancario al gobierno central, que se acelera hasta que éste desaparezca en años recientes. En suma, desde mediados de los años 1980, el nuevo marco reglamentario favoreció un crecimiento moderado del crédito bancario al sector privado a la vez que se fortalecía el carácter privado de los flujos, pues las autoridades dejaron paulatinamente de intervenir, sea

GRÁFICO 19. Chile: activos de fondos de pensiones por categoría, 1981-2007



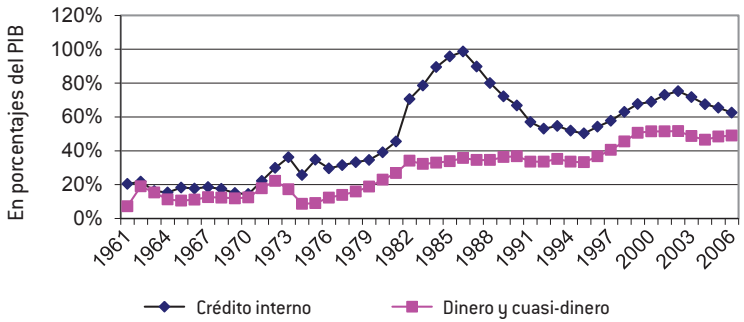
Fuente: SAFP.

como fuente de crédito vía la autoridad monetaria sea como receptor de fondos vía el gobierno central.

La estructura del sistema bancario muestra la presencia de tres tipos de bancos: los bancos de capital extranjero, los bancos privados locales y, de manera interesante, un banco público que se ha mantenido con una presencia significativa, el Banco del Estado. Entre 1990 y 2005 la mayor presencia de la banca extranjera de menudeo constituyó el cambio más sustancial en el sistema: aún cuando el número de instituciones se ha reducido de 22 a 12, la participación de los bancos extranjeros se ha elevado de 15/16% de los depósitos y préstamos totales a 39% de éstos. Esta evolución se ha hecho a costa de la participación de la banca local privada y en menor medida, del banco público (cuadro 10). El doble proceso de consolidación del sistema y de alza de la participación extranjera se ha fortalecido entre 1995 y 2000, pues la banca extranjera pasó de conceder cerca de 20% del crédito total en 1995 a 50% en 2000, para luego reducirse ligeramente (BIS, 2007: 80).

A lo largo de este período, la captación y la asignación de recursos efectuadas por los bancos que operan en Chile ha presentado rasgos específicos al país: en primer lugar la captación ha descansado de manera creciente sobre los depósitos

GRÁFICO 20. Chile: monetización y crédito interno, 1961-2007



Fuente: FMI.

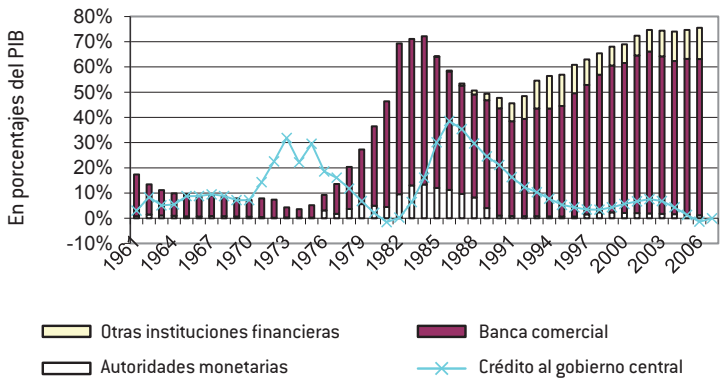
CUADRO 10. Chile: estructura del sistema bancario, 1990-2005

	Número de bancos		*% de préstamos*		*% de depósitos*	
	1990	*2005*	*1990*	*2005*	*1990*	*2005*
Bancos extranjeros	22	12	15.2	39	16.3	39.4
Bancos locales privados	17	13	66.5	47.7	64.1	44.2
Banco público	1	1	18.2	13.2	19.6	16.3

Fuente: Betancour, De Gregorio y Jara, 2006: 167.

a plazo, que superaron en 2000-2005 40% del total de los fondos colectados, los depósitos en cuenta corriente (10% en promedio para los bancos privados, 16% para el banco público) y la emisión de títulos de renta fija (15/16% y 25% respectivamente), siendo minoritarias las demás fuentes de fondos (Betancour, De Gregorio y Jara, 2006: 168). Una parte sustancial de estos fondos provenía de los inversionistas institucionales. En segundo lugar, hasta 2000 gran parte de la captación y de la asignación se ha realizado en términos indizados: desde 1982-83 hasta esta fecha, más de 60% de los depósitos y de los préstamos del sistema bancario han sido denominados en UF: es solo a partir de la nominalización de la política monetaria que esta proporción ha ido disminuyendo (Herrera y Valdés, 2004. 44-45). En tercer lugar, la asignación de recursos realizada por la banca en los últimos años (2002-2007) se ha dirigido principalmente hacia los servicios (gráfico 22), que recibían más de 48% del crédito total en 2002 y 43%

GRÁFICO 21. Chile: crédito al sector privado y al gobierno, 1961-2007

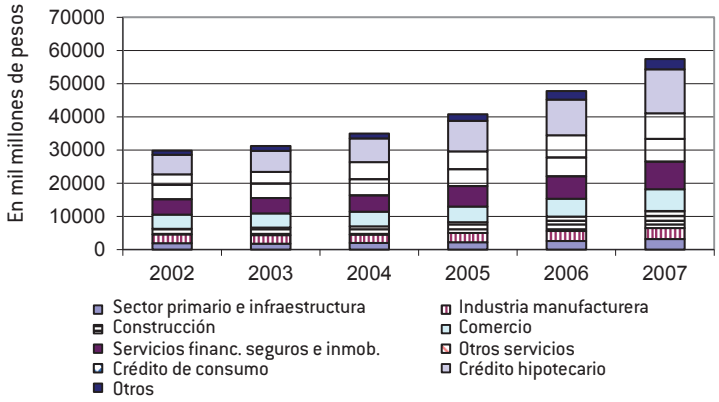


Fuente: FMI.

en 2007. El crédito a los sectores primarios y manufactureros se ha expandido en valor pero ha disminuido su participación relativa respectiva de 6.5 y 8.7% del total en 2002 a 5.5 y 5.8% en 2007. El fuerte incremento en el monto de los créditos vigentes que se puede observar entre 2002 y 2007 (de cerca de 29,800 a 57,428 mil millones de pesos) ha privilegiado los préstamos a las familias, en las modalidades de crédito al consumo y crédito hipotecario, que conjuntamente han elevado su participación de seis puntos de 30.4% a 36.5% del total, agregándose el sistema bancario del país a una tendencia internacional ya bien asentada en los países desarrollados. Esta expansión de los préstamos a las familias interviene en un contexto de mayor competencia ejercida por otras instituciones financieras en este segmento: sin embargo, aún cuando se ha elevado recientemente, la deuda de las familias chilenas es todavía bastante baja comparada con los niveles alcanzados en economías desarrolladas: entre 2000 y 2005, pasó de menos de 18% del PIB a cerca de 22%, y se componía de créditos hipotecarios a altura de cerca de 60% del total (FMI, 2007: 17).

Finalmente, cabe concluir esta breve presentación de algunos rasgos sobresalientes del sistema bancario chileno con una referencia a su desempeño financiero (cuadro 11): entre 1998 y 2004, la banca chilena ha mostrado elevados niveles de capitalización, bajos niveles de préstamos de mala calidad —menos de 2% en 2002 y de 1% en 2006 (FMI, 2007: 21)—, así como una

GRÁFICO 22. Chile: crédito bancario por actividad, 2002-2006



Fuente: SBIF.

mejoría en sus indicadores de de rentabilidad (ROAE, ROAA). La fortaleza del sistema bancario aparece reflejada en los indicadores Fitch y Moody's de solidez financiera, que lo colocan muy por delante de los sistemas bancarios de la región. Asimismo, Chile figura en el mapa de riesgo financiero elaborado por la empresa Maplecroft como el único país de la región considerado de riesgo financiero bajo.

CUADRO 11. Chile: indicadores del sistema bancario, 1998-2004

	1998	*2000*	*2002*	*2004*
Concentración del sistema/1	76.9	71.4	73.7	75.5
Coeficiente de capital total	—	13.2	16.7	12.5
Capital regulador para activos ponderados por el riesgo	12.5	13.3	14.0	13.6
Rentabilidad sobre activos medios (ROAA)	0.9	1.0	1.1	1.2
Rentabilidad sobre recursos medios propios (ROAE)	11.5	12.7	14.4	16.7
Indicador Fitch del sistema bancario (diciembre)/2	70.8	65.6	71.9	71.9
Indicador Moody's de fortaleza financiera de la banca/3	50.8	48.3	52.2	57.5

/1 Participación en el total de los cinco primeros bancos (de respectivamente 17 bancos en 1998, 19 en 2000, 21 en 2002 y 24 en 2004).

/2 Media ponderada de calificaciones de bancos individuales (3 de 1998 a 2002, 4 en 2004), min= 0, máx= 100.

/3 Incluye 10 entidades en 1998 y 2000, 8 en 2002 y 6 en 2004, min = 0, max. = 100.

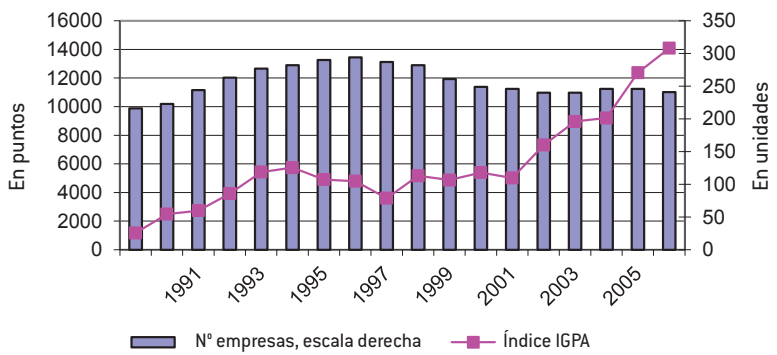
Fuente: BIS, 2007: anexo estadístico.

Los mercados de títulos negociables

Los mercados financieros chilenos presentan rasgos específicos pues aún cuando su tamaño es relativamente grande y permite hablar de mercados "desarrollados", muestran poca actividad en el mercado secundario y plazos extendidos en el caso de los títulos de renta fija, que se pueden atribuir en parte al protagonismo de los inversionistas institucionales.

A fines de 2006, el mercado accionario chileno alcanzó una capitalización equivalente a 120% del PIB, un tamaño que lo situaba muy por delante del peso relativo de estos mercados en las demás economías latinoamericanas.[54] Ahora bien, la creciente importancia que ha cobrado este mercado se debe más en los últimos años al alza de las cotizaciones, señalado por la trayectoria del principal indicador de precios del mercado, que ha vuelto a crecer sostenidamente a partir de 2001, que a una ampliación del número de empresas que cotizan: de hecho, el movimiento hacia una incorporación neta de empresas que se dio entre 1990 y 1996 —de 216 empresas a 294— se ha revertido, y el mercado accionario estaba poblado en 2007 de sólo 241 emisoras (gráfico 23). El grado de concentración del mercado es elevado, pues en 2007, una docena de emisoras (5% del total) daba cuenta de más de la mitad de la capitalización y del valor de transacciones (respectivamente 51.4% y 50.2%).

GRÁFICO 23. Chile: indicadores de la Bolsa de Santiago, 1989-2006



Fuente: WFE.

54. A fines de 2006, la capitalización de la bolsa de Sao Paulo representaba 65% del PIB brasileño, seguida del valor de los mercados mexicano y peruano, con alrededor de 40% de sus PIB respectivos, (WFE, 2008: 124).

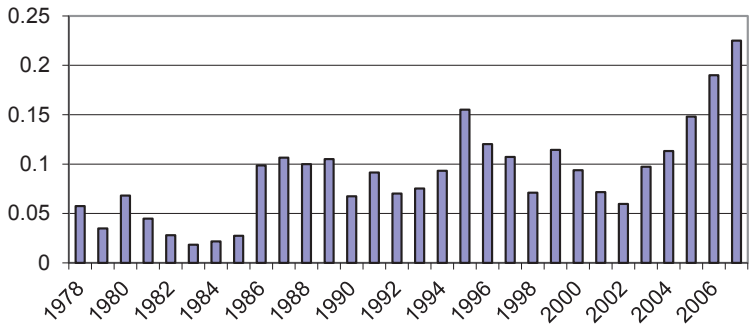
El nivel de actividad del mercado y su liquidez han seguido una trayectoria muy diferente de la capitalización, pues han permanecido de manera prolongada en bajos niveles: entre 1978 y 2004, el indicador de velocidad de rotación (valor de transacciones dividido por la capitalización de mercado) presentó ciclos sin que aparezca una clara tendencia a la alza, y solo superó 15% una vez, en 1995, hacia el final del auge que antecedió la crisis asiática. Gallego y Loayza (2000) atribuían parcialmente esta debilidad a la elevada proporción de las transacciones que tenían lugar en el extranjero a través de *American Depositary Receipts* (ADR) y estimaban que hacia fines de los años 1990, tanto el valor de transacciones como la razón valor de transacciones/capitalización se duplicaban al tomar en cuenta estas transacciones (Gallego y Loayza, 2000: 17-18).

Un patrón distinto parece emerger a partir de 2005, pues la velocidad de rotación alcanzó 22.5% en 2007, un valor sin embargo todavía inferior a los niveles que presentan las bolsas de Sao Paulo, Colombia o México, por cierto mucho menos activas que las bolsas asiáticas. Simultáneamente, el mercado de la Pequeña y Mediana Empresa, un mercado de mostrador organizado que reunía 88 empresas en 2006 y 89 en 2007 ha ido expandiéndose de cerca de 40% en valor en los últimos dos años, colocándose su capitalización en cerca de 12% de la del mercado principal. Estas tendencias podrían reflejar los efectos de las recientes reformas destinadas a dinamizar las transacciones y fomentar un mejor financiamiento de las Pymes. Ahora bien, el financiamiento fresco proporcionado por el mercado accionario es reducido pues en 2006 equivalía a solo 2% de la FBCF (WFE, 2008: 124).

Los mercados de bonos

Hasta 2000, el mercado de bonos chileno ha sido dominado, al igual que en el resto de América Latina, por el segmento de bonos públicos: éstos representaron en promedio 27.7% del PIB entre 1996 y 2000, contra 15.7% para los títulos privados en su conjunto. Es solo a partir de 2001 que las emisiones de bonos privados se elevan con claridad y a partir de 2004 que se fortalece el carácter privado de la oferta de bonos con la disminución de las emisiones de títulos públicos (véase gráfico 17, *supra*). El alza de las emisiones de bonos corporativos es un fenómeno aún más reciente: en 2002, los títulos de entidades financieras dominaban el *stock* vigente de títulos privados de renta fija con más de la mitad del total contra 37% para los bonos corporativos; en cambio en 2006 estos últimos constituían 46% de este *stock*.

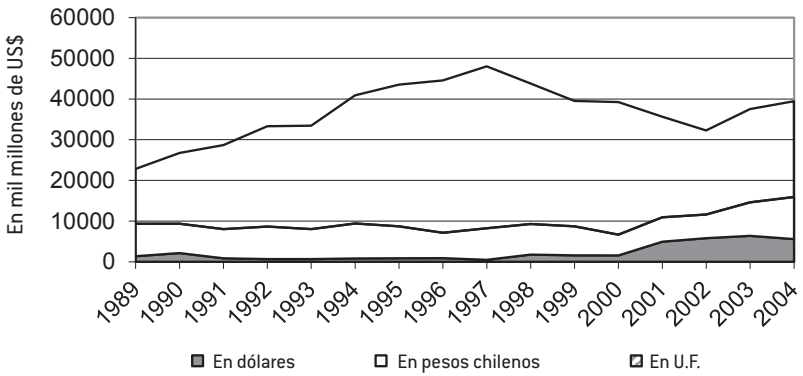
GRÁFICO 24. Chile: razón de valor de transacciones/capitalización del mercado accionario, 1978-2008



Fuentes: BM y WFE, 2008.

El elevado nivel de indización ha sido una característica central del mercado de títulos públicos: aún cuando el gobierno chileno ha emitido títulos en dólares, en especial a partir de 2001 para suavizar las fluctuaciones cambiarias, su deuda negociable ha sido preferentemente denominada en UF: esta preferencia, que, como lo hemos visto en la segunda sección, surgió a raíz del rescate bancario de 1982-83, se ha mantenido hasta inicios de 2000 y solo disminuyó cuando se decidió nominalizar la política monetaria (gráfico 25): entre 2000 y 2004, la proporción de bonos públicos emitidos en pesos aumentó de 13 a 26% del total mientras los denominados en UF bajaban su participación de 83 a 69%. El mercado de bonos corporativos que se expandió en estos mismos años suplió de alguna manera esta disminución en las emisiones de bonos públicos indizados para satisfacer la demanda específica de los inversionistas institucionales pues una altísima proporción de las emisiones está denominada en UF (más del 90%), su plazo promedio supera los 17 años —el doble del promedio de las economías desarrolladas—, con tendencia a ampliarse aún más y todas presentan calificaciones superiores a "A", y 75% superiores a "AA" (Braun y Briones, 2007). El tamaño de las emisiones, más pequeño que para las emisiones de los corporativos chilenos en los mercados internacionales sugiere también que empresas de menor tamaño han podido acceder al financiamiento vía bonos a través de este mercado.

GRÁFICO 25. Chile: deuda pública interna negociable, 1989-2004



Fuente: BID.

Se han mencionado varias explicaciones para dar cuenta de la expansión del mercado de bonos corporativos posterior a 1999. Por un lado se avanza que la depreciación del peso posterior a la crisis asiática y la modificación del régimen cambiario —la flotación del peso— han disminuido el apetito de las empresas por emisiones en el mercado internacional al poner en evidencia el riesgo cambiario (Herrera y Valdés, 2004: 32). Por otro lado el lanzamiento de proyectos de infraestructura pública concesionados a empresas privadas ha dado un primer empuje al mercado. Finalmente, la disminución de la oferta de bonos públicos, en especial en UF y la gran demanda de títulos de parte de los inversionistas institucionales han creado un espacio para emisiones privadas, en especial aquellas en UF: se estima así que alrededor de 83% del *stock* de bonos figura en el portafolio de AFP y aseguradoras (Briones y Braún, 2007). Cabe señalar que, al igual que el mercado accionario, el mercado de bonos corporativos en Chile es poco activo y por tanto poco líquido.

Varias hipótesis han sido propuestas para explicar el bajo nivel de actividad de los mercados chilenos. En primer lugar, se menciona una serie de restricciones legales e impositivas que encarecen las emisiones y las transacciones, favoreciendo la búsqueda de plazos largos en el caso de los títulos de renta fija. Las medidas recientes han procurado disminuir el peso de esos dispositivos. En segundo lugar, existen causas estructurales más difíciles de resolver y que se relacionan con el elevado grado de concentración presente tanto del lado

de la oferta de títulos como del lado de la demanda. Por un lado, la oferta de títulos está restringida por la elevada concentración del capital en un sector privado organizado en fuertes grupos económicos donde sólo una proporción limitada de las acciones se negocia libremente. Por otro lado, la demanda de títulos emana principalmente de los inversionistas institucionales, que prefieren mantenerlos por plazos largos en su portafolio, estrategias que tienden a producir bajos niveles de liquidez y disminuyen aún más el atractivo de los mercados para los inversionistas de menudeo (Eichengreen, Borenzstein y Panizza, 2006: 18). Una consecuencia adicional de un desarrollo financiero que depende significativamente de pocos inversionistas institucionales es la ausencia de capital de riesgo, que implica a su vez una insuficiencia de financiamiento a nuevas actividades y empresas innovadoras, un problema que las autoridades han procurado resolver desde hace varios años con las dos reformas al mercado de capitales, con poco éxito hasta la fecha.

La poca actividad en los mercados de títulos ha ido asociada a un crecimiento lento de los mercados de derivados financieros. Los segmentos más desarrollados tratan esencialmente con contratos adelantados de divisas peso/dólar y UF/dólar, creados respectivamente en 1992 y 1994, mientras otros instrumentos introducidos en los años 1990, como las opciones sobre acciones individuales o sobre índices accionarios o los derivados de tasas de interés han sido escasamente utilizados, en especial debido a restricciones legales que prohibían su uso a las AFP. En el mercado de *forwards* de divisas el papel de las AFP es también fundamental pues debido a sus inversiones fuera del país y a los ingresos en divisas que éstas generan, constituyen con los exportadores la contraparte de las empresas locales con pasivos externos. Ahora bien, se estima que solo una pequeña proporción de las empresas se protege del riesgo cambiario, esencialmente los grandes corporativos: en 2005, se avanza que solo 10 a 15% de los exportadores recurrían a estos instrumentos (Fernández, 2006: 64).

En suma, Chile posee hoy en día el sistema financiero más grande de América Latina en relación con el tamaño de su economía, una característica que le ha permitido salir del sub-desarrollo financiero que sigue aquejando a los demás países de la región. Después de una primera fase de profundización financiera insostenible y de la profunda crisis en que ésta desembocó, un proceso de desarrollo financiero más equilibrado ha tomado lugar. Los elementos esenciales que lo han permitido fueron en primer lugar el fortalecimiento del marco macroeconómico y de la supervisión prudencial, aunados a mecanismos como la indiza-

ción y a la presencia de controles de capitales, que han protegido, hasta fines de los años 1990, la expansión del sistema del impacto negativo de una inflación de dos dígitos persistente y de la sustitución por instrumentos internacionales. En segundo lugar, el sistema de ahorro provisional forzoso ha promovido una profundización financiera basada en los inversionistas institucionales, que ha implicado baja actividad y liquidez de los mercados y poco financiamiento para las actividades innovadoras. Si agregamos las características del crédito bancario, poco orientado hacia la manufactura y las Pymes, podemos concluir que la contribución relativa del sistema financiero chileno al crecimiento dista de ser óptima y que podría ciertamente mejorar.

Conclusión

En cerca de cuarenta años, Chile ha pasado de tener una economía y un sistema financiero cuyo desempeño eran inferiores al promedio latinoamericano a constituir un ejemplo para la región en estos dominios. Estos resultados han sido obtenidos sobre la base de un lanzamiento temprano de reformas de mercado socialmente costosas, aplicadas de manera autoritaria, y sostenidas hasta la actualidad con reorientaciones significativas que implicaron un fortalecimiento del papel regulador y orientador del Estado, sin llegar al rol más intervencionista que éste desempeña en Asia del Este.

A nivel institucional y en materia de resultados macroeconómicos Chile sobresale indudablemente en el contexto latinoamericano, si bien sigue presentando muchos de los problemas que aquejan a la región, como la enorme desigualdad social, la pobreza de parte de su población, y los limitados logros a nivel educativo y en materia de innovación. Sin embargo, su desempeño macroeconómico es menos brillante si se le ubica en un marco comparativo más amplio que incluye otras economías de la cuenca del Pacífico ricas en recursos naturales, pues el crecimiento alcanzado es menor, así como lo es la diversificación de las exportaciones. Las exportaciones chilenas siguen centradas en bienes primarios de bajo valor agregado, y hay indicios que apuntan hacia un empobrecimiento de los eslabonamientos productivos del país y una brecha entre un sector modernizado y competitivo internacionalmente y un sector de Pymes y empresas informales empobrecidas que proporciona su empleo a una mayoría de la población.

Las reformas al sistema financiero han sido un elemento central de la estrategia seguida por Chile. Si exceptuamos el primer intento de liberalización parcial de 1958-1962, el sistema había sido altamente reglamentado hasta 1973 y era reducido en tamaño. La severa crisis en que desembocó la liberalización financiera fallida de los años 1970 constituyó un parteaguas en materia de políticas financieras, pues posteriormente se reforzaron los aspectos regulatorios y de supervisión del sistema, y se retomó un proceso de desreglamentación mucho más pragmático y paulatino, acompañado de esfuerzos de desarrollo institucional. El mecanismo de indización, que permitió que el sistema se expandiera aún con una inflación de dos dígitos, y los controles de capitales, que lo abrigaron de la competencia internacional en materia de servicios financieros durante más de una década, constituyeron elementos favorables al desarrollo financiero interno. El crecimiento insostenible de la década de 1970 cedió lugar a una expansión más medida y sobre todo más estable del sistema bancario y una progresión más vigorosa de los mercados y de los inversionistas institucionales. Tanto este proceso virtuoso como los años dorados de la economía de Chile se produjeron cuando las reformas estaban ya muy avanzadas y cuando el regreso a la democracia permitió una mayor certidumbre acerca de la permanencia del modelo económico y el inicio de una redistribución de ingresos.

Ahora bien, el hecho de que la profundización financiera haya sido liderada por las AFP ha tenido un impacto fuerte sobre el tipo de financiamiento que recibe la economía chilena y sobre la posición de inversión internacional del país. Así, en 2007, mientras la IED financiaba una fracción sustancial de la FBCF, tanto las AFP como el gobierno chileno en el marco de su política de superávit estructural realizaban inversiones de portafolio masivas en los mercados internacionales. La tasa de ahorro del país resulta sustancialmente más elevada que su tasa de inversión y el financiamiento disponible se orienta hacia las empresas "AAA". Las acciones se encuentran sobrevaluadas pero el número de empresas que cotizan en la Bolsa de Santiago disminuye y las emisiones nuevas son escasas. Las Pymes y los proyectos innovadores encuentran dificultades para financiarse. Estos contrastes parecen sugerir que la configuración institucional del sistema financiero chileno le dificulta dinamizar la inversión y orientarla hacia usos más productivos. Esto constituye un freno al desarrollo económico que se viene a agregar a las deficiencias mencionadas más arriba y que conjuntamente ponen en riesgo la sustentabilidad del crecimiento.

4 Economía y financiamiento del crecimiento en Perú: ¿hacia una menor vulnerabilidad externa?

Incorporado por primera vez en la economía-mundo eurocéntrica del siglo XVI en tanto territorio colonial, Perú ha mantenido desde estos inicios forzados y hasta la actualidad su condición de exportador de materias primas o de procesados intensivos en recursos naturales. Desde su independencia hasta después de la guerra de Corea, aplicó con pocas interrupciones una política de economía abierta, distinguiéndose tres grandes ciclos exportadores caracterizados por un patrón de auge y debacle macroeconómica (Thorp y Bertram, 1985). A pesar de los vaivenes brutales ocasionados por las oscilaciones de los sectores primario exportadores, es sólo a partir de 1956 que Perú buscó promover activamente una diversificación productiva basada en la industrialización sustitutiva de importaciones (ISI). Desde 1976, el país entró en una prolongada crisis durante la cual experimentó a lo largo de sucesivos gobiernos con una amplia gama de programas de estabilización fallidos, sin alcanzar a reformular un esquema de desarrollo que resulte viable. Las consecuencias más notorias de estos fracasos fueron, en el plano económico, el largo estancamiento asociado a un progresivo descontrol del proceso inflacionario, que culminó en 1988-1989 en hiperinflación, y, en el plano político, la pérdida de poder del Estado y la extensión a gran parte del territorio nacional de la violencia armada.

Finalmente, una nueva etapa de la vida del país se abrió en 1990 cuando se abandonó la ISI, se abrió la economía a los flujos comerciales y financieros y se regresó a un modelo basado en la explotación de las ventajas comparativas del Perú —minerales, agrícolas—. En el marco de un gobierno semi-autoritario, se

consiguió la estabilización económica del país, el Estado recobró el control del territorio y desde 2001 Perú ha conocido una larga etapa de expansión económica que algunos observadores califican de "milagro" mientras otros no la consideran sostenible, debido a su dependencia del contexto internacional de altos precios de los minerales. En suma, dotado de abundantes y variadas riquezas naturales, y de pésimas instituciones iniciales, Perú ilustra los obstáculos que enfrentaron y siguen enfrentando las economías primario exportadoras periféricas para alcanzar a desarrollarse.

El tema del financiamiento del crecimiento económico, en especial el externo al país, constituye uno de los aspectos destacados de esta problemática, que atrajo mucho la atención de los críticos del modelo primario exportador a partir de los años 1950. En efecto, a lo largo de toda su vida independiente, Perú ha recurrido intensamente a diferentes formas de financiamiento externo por periodos de duración variable. Hasta fines de la década de 1920, el gobierno y las empresas privadas accedieron en forma intermitente a los mercados de bonos londinenses que llegaron a financiar directamente ciertas inversiones —principalmente infraestructura y desarrollo urbano—, y, al final de cada auge exportador, un creciente desequilibrio de la cuenta corriente. A partir de los años 1920 el ciclo económico dio asimismo lugar a fuertes entradas de inversiones extranjeras directas y a un fortalecimiento de su papel en el sector externo y, desde la década de 1960, en el sector manufacturero interno (Thorp y Bertram, 1985: 7-8). Desde 1968, la deuda pública con la banca internacional reemplazó la IED, expulsada por nacionalizaciones, en el financiamiento de grandes proyectos extractivos e industriales. El balance de largo plazo de la participación de Perú en los mercados financieros internacionales ha sido poco favorable: sin excepción, ninguno de sus ciclos de endeudamiento público externo resultó sostenible y en tres oportunidades el país vivió crisis de deuda externa, cesando sus pagos en las décadas de 1880, 1930 y 1980 y dejando de ser sujeto de crédito internacional por largos periodos.[1] A la vez, muchos estudiosos peruanos y extranjeros han concluido que en Perú la IED —temprana y estrechamente asociada con una oligarquía doméstica subordinada— desplazó los capitales locales de los sectores económicos más rentables y contribuyó a frenar la constitución de un empresariado local más dinámico.

1. En 1826, el país ya había cesado sus pagos sobre deudas contraídas en el momento de su independencia.

La configuración del sistema financiero doméstico ha respondido a los desarrollos en la esfera financiera internacional: a inicios del siglo XX Perú contaba con un sistema financiero liberal relativamente diversificado para una economía tan atrasada, dominado por un sistema bancario con crecientes intereses extranjeros y una bolsa de valores que canalizaban los fondos internacionales hacia el país. La década de 1930 marcó el inicio de una etapa de creciente regulación del sistema, de cese de las entradas de inversiones de portafolio externas y de declive de los mercados financieros locales que culminó en la década de 1970, cuando el Estado llegó a dominar ampliamente el sistema bancario, la asignación de recursos doméstica y los flujos de deuda hacia el país. Finalmente, después del derrumbe del sistema financiero formal durante la hiperinflación, la nueva fase de amplia apertura financiera ha fomentado la reconstrucción de un sistema financiero diversificado, donde los mercados financieros están recobrando un papel más significativo.

Toda esta experiencia histórica viene a cuenta hoy cuando el país ha regresado al modelo muy liberal que ha caracterizado la mayoría de su vida independiente y que no ha logrado desarrollarlo. ¿Por qué debería ser diferente esta vez? ¿Bastan la apertura y la buena gestión macroeconómica para garantizar el desarrollo de una economía como la peruana? Las políticas aplicadas desde la década de 1990 han producido resultados positivos innegables, gracias en particular a la notable mejoría de la gestión macroeconómica: desempeño exportador más dinámico, estabilidad y crecimiento, profundización financiera interna. Pero en otros aspectos, los resultados de las nuevas políticas asemejan una vuelta al pasado: reprimarización productiva, insuficiente estímulo al empleo y al mercado interno, minimalismo estatal, permanencia de la pobreza y ampliación de las brechas sociales. Asimismo, la dominación ejercida por la IED en muchos sectores económicos, entre éstos los más rentables como la minería, las telecomunicaciones y el sistema bancario, pone de nuevo en el centro del debate la "desnacionalización" del país. Simultáneamente, Perú volvió a ser un destino atractivo para flujos de capitales bancarios y de portafolio especulativos potencialmente desestabilizantes, y la dolarización heredada de la hiperinflación constituye una vulnerabilidad financiera adicional. En suma, el caso peruano plantea con claridad la cuestión de cómo alcanzar y hacer sostenible en el largo plazo un genuino proceso de desarrollo autónomo basado en la riqueza natural del país. En particular, cabe preguntarse si las políticas aplicadas por Perú desde los años 1990 permitirán al país sostener el crecimiento económico dinámico, esta-

ble, equitativo y ambientalmente sostenible que requiere para elevar el bienestar de su población, o si estas políticas deben ser modificadas o complementadas con otras medidas que mejoren los resultados. En este contexto, nos preguntaremos asimismo cuál ha sido la aportación del sistema financiero interno al crecimiento económico, cuáles han sido sus limitaciones y qué propuestas pueden hacerse para mejorar su desempeño.

Con la finalidad de responder a lo anterior, este capítulo presenta en una primera sección una visión de largo plazo de la experiencia primario exportadora de Perú y de sus intentos de diversificación productiva, que desembocaron en la larga crisis de los años 1976-1990, que abordaremos en una segunda sección. La tercera sección del capítulo analiza las reformas de la década de 1990 y sus resultados macroeconómicos mientras la última muestra los resultados alcanzados en términos de profundización y diversificación del sistema y aborda los aspectos centrales de la problemática actual del sistema financiero peruano.

Auges primario exportadores, crisis e industrialización sustitutiva tardía: la economía peruana hasta 1989

En ausencia de una demanda interna suficiente para proporcionar fuentes de crecimiento alternativas que contrarrestaran las fluctuaciones cíclicas inducidas por la economía internacional, la economía peruana ha sufrido desde su incorporación a la primera mundialización comercial y financiera una pronunciada inestabilidad inducida por el impacto de los ciclos exportadores. Perú heredó de la colonia española una organización social de castas muy jerarquizada, agravada por una muy desigual distribución de la riqueza y del ingreso que no fueron alteradas por ningún "choque fundacional" en el momento de la independencia (Figueroa, 2003); una proporción importante de la población vivía por lo tanto de una economía de subsistencia, sin constituir una demanda de bienes. Posteriormente, la distribución muy desigual de la riqueza y del ingreso se fue acentuando conforme ganaba peso una minería de exportación concentrada y muy poco redistributiva. En buena parte del periodo, las políticas públicas de *laissez-faire* no proporcionaron incentivos al desarrollo vigoroso de una industria manufacturera local ya que los intereses de las clases sociales dominantes, oligarquía agraria, empresarios y financistas locales, rara vez se apartaron de una economía comercial y financieramente abierta. A la vez, el país ha sufrido de una inestabilidad política endémica, alternándose caudillos y gobiernos de facto en

el poder con gobiernos civiles elitistas, lo que resultó a menudo en pésimas políticas públicas y en una difícil y lenta construcción de instituciones más sólidas. Hasta la década de 1960, ningún modelo económico alternativo logró consolidarse en forma duradera.

Liberalismo, ciclos exportadores y débiles impulsos a la industria local

La actual inserción comercial de Perú se ha ido construyendo a lo largo de casi ciento cincuenta años y tres grandes ciclos primario exportadores, conformándose paulatinamente un perfil exportador diversificado en el cual predominan los minerales y sus procesados.

El primer auge exportador de la vida republicana del país se basó en el guano, utilizado como fertilizante en la agricultura occidental, y duró aproximadamente cuarenta años, iniciándose en 1842 y terminando de manera catastrófica para el país, con la guerra del Pacífico (1879-1881) que opuso Bolivia y Perú a Chile, guerra en la cual venció este último y que marcó la peor crisis de la historia del Perú independiente. A diferencia de la historia posterior de Perú, este primer ciclo descansó esencialmente en un solo producto, característica que elevó la vulnerabilidad externa del país. Este recurso, de propiedad pública, cuya comercialización quedaba en manos de consignatarios privados —a menudo casas comerciales extranjeras—, presentó una alta tasa de retorno para el Estado peruano, del orden de 65% a 70% del valor exportado. Sin embargo, en un contexto de improvisación de las políticas públicas, el manejo de este auge preparó el colapso posterior, pues "el guano operó siempre, dada igualmente la penuria fiscal y el desorden administrativo, como fuente anticipada de renta a través de numerosos empréstitos que el Estado peruano fue contrayendo desde 1849 hasta 1872" (Bonilla, 1986: 167). Perú, que ya había cesado por primera vez los pagos sobre su deuda pública externa en 1826,[2] sólo había resuelto este problema en la década de 1840, cuando el auge de la exportación guanera lo volvió de nuevo sujeto de crédito internacional. La nueva deuda se utilizó para realizar inversiones en infraestructuras tales como ferrocarriles y proyectos de irrigación así como para refinanciar deudas anteriores y fue contraída a través

2. Entre 1822 y 1825, Perú, al igual que otras repúblicas nuevas de América Latina, se había endeudado para financiar su guerra de independencia (Ugarteche, 1986).

de emisiones de bonos soberanos colocados mayormente entre tenedores ingleses, en condiciones con frecuencia leoninas.[3]

Acabado el auge del guano por el agotamiento del recurso y la competencia de otros fertilizantes, Perú se halló de nuevo en grandes dificultades para servir su deuda, y enfrentaba la amenaza de intervención armada de sus acreedores ingleses.[4] Estas circunstancias llevaron el gobierno peruano a realizar —inútilmente— un pago parcial de cerca de 11% de la deuda a la vez que intentaba reemplazar el guano por otro fertilizante de creciente demanda internacional, el salitre. Los conflictos alrededor de la explotación de este nitrato, que era de propiedad privada y fue nacionalizado en 1875, aunados a la moratoria sobre la deuda externa de 1876, constituyeron el trasfondo de la guerra del Pacífico, en la cual Chile recibió el apoyo de Gran Bretaña. La guerra produjo una catástrofe de muy largo alcance histórico para el país: en lo económico provocó la destrucción de la infraestructura y de la economía de exportación así como la pérdida de los yacimientos de salitre del desierto de Atacama, mientras en lo político y social, demostró en forma traumática la inconsistencia de una sociedad de castas dividida entre una mayoría indígena y grupos mestizos sometidos y pequeños estratos criollos dominantes que acaparaban tierras y riquezas. Llevó a la ocupación militar del país por el ejército chileno y al pago de fuertes cuotas monetarias a modo de reparación.

Un nuevo ciclo exportador se inició en la década de 1890 a 1900: este segundo periodo de elevado crecimiento económico basado en las exportaciones se fundamentó sobre una canasta más amplia y variada de productos, en la cual predominaban inicialmente los bienes de origen agrícola, producidos en diversas zonas del país. Destacaban en particular el algodón y el azúcar provenientes de la costa, a los cuales se agregaban las lanas (de oveja, alpaca y vicuña) de la sierra sur y el caucho de la selva amazónica, productos que constituían en su conjunto 65% del valor exportado en 1890 (véase cuadro 1). Las exportaciones de carácter extractivo, centradas en 1890 en la plata provenientes de las minas de la región serrana (33% del valor exportado) fueron adquiriendo mayor importancia desde la década de 1920, con el petróleo de la costa norte y el cobre de la sierra (respectivamente 30% y 10% del valor exportado en 1930), mientras

3. Véase Bonilla (1986) acerca del carácter excesivamente oneroso de este modo de financiamiento y de la posición de debilidad de las naciones en desarrollo que acudían a los mercados internacionales de la época.
4. Otras naciones en desarrollo entraron en moratoria en este ciclo de endeudamiento externo, entre las cuales figuran países centroamericanos como Honduras, Costa Rica o República Dominicana, al igual que España, Turquía y Egipto (Ugarteche, 1986).

las exportaciones agrícolas perdían terreno.[5] Este primer auge de las exportaciones mineras, que representaban más de la mitad del valor exportado en 1930, se asoció a fuertes entradas de inversión extranjera que llevaron a un elevado grado de control del sector de parte de empresas estadounidenses. Este hecho consolidó el tránsito de Perú desde la esfera económica británica hacia la estadounidense iniciado en los años 1910 y 1920, cuando se produjo el cambio de orientación de su comercio exterior y de sus fuentes de financiamiento externo.

El inicio del nuevo ciclo coincidió con la resolución en 1890 de la cuestión pendiente de la deuda externa: a través del llamado "Contrato Grace", Perú cedió el monopolio de la explotación de los ferrocarriles y del guano por un periodo de 66 años a una empresa, la Peruvian Corporation, constituida por los tenedores de bonos británicos. La década de 1890 a 1900 constituyó también un momento propicio para las actividades productivas orientadas hacia el mercado interno, dándose una diversificación de la estructura productiva en tres ámbitos: industria manufacturera, servicios públicos y sistema financiero. Ahora bien, estos desarrollos no fueron el producto de una estrategia deliberada de sustituir importaciones sino de circunstancias muy peculiares que modificaron los precios relativos entre la economía internacional y el país.

En efecto, el colapso del patrón plata llevó a una fuerte depreciación de la libra peruana que elevó los ingresos de los exportadores en moneda local. La depreciación aunada a la elevación de los aranceles de importación —un recurso adoptado por el Estado peruano debido a su incapacidad de hacerse de ingresos por otros medios— fortaleció la protección efectiva de la industria manufacturera, que atrajo cuantiosas inversiones de parte de la élite local, es decir los propios exportadores que diversificaban así sus proyectos productivos. La industria textil y el vestido, las industrias de alimentos y bebidas, las fundidoras, a veces iniciadas en la posguerra del Pacífico por inmigrantes italianos o alemanes o por inversión británica, se expandieron y la urbanización impulsó el desarrollo de las compañías de tranvía, agua y luz eléctrica privadas. El avance de la actividad manufacturera doméstica está reflejado en la disminución de la proporción de bienes de consumo manufacturados en las importaciones de 58% del total en 1891-92 a 39% en 1907 (Thorp y Bertram, 1985: 45). El sistema bancario, las aseguradoras y la bolsa de valores expandieron sus actividades, que

5. El final de la I Guerra Mundial implicó una fuerte caída del índice de valor de las exportaciones, caída que fue más aguda para productos como el azúcar y el algodón.

abordaremos más adelante. En suma, este primer momento de expansión de una incipiente industria orientada al mercado interno mostró que "con un conjunto apropiado de medidas el Perú podía crear empresarios capacitados, movilizar recursos para la inversión y hacer posible un proceso de crecimiento en el que los beneficios derivados de los sectores de exportación se canalizaran hacia otras áreas de la economía" (Thorp y Bertram, 1985: 32).

Sin embargo, a pesar de la expansión de la demanda interna de las dos primeras décadas del siglo XX, el impulso al desarrollo manufacturero se debilitó a partir de 1907, año de crisis financiera, debido a un nuevo cambio de precios relativos. La adopción formal del patrón oro en 1901 fijó el valor nominal de la moneda peruana frente a la libra esterlina, valor sostenido por el auge exportador y renovadas entradas de capitales extranjeros mientras el dinamismo de la demanda interna elevaba el ritmo de inflación, creando una fuerte apreciación del tipo de cambio real. Aunada a la disminución relativa de los aranceles a la importación,[6] la apreciación del tipo de cambio real alteró los precios relativos en forma desfavorable a la rentabilidad de las actividades dirigidas al mercado interno y favoreció las importaciones, abaratadas por la caída de los precios del transporte marítimo y por el avance tecnológico en los países industrializados (Thorp y Bertram, 1985). Así, a diferencia de otros países de la región, la I Guerra Mundial dio un empuje limitado a la industria manufacturera doméstica: se expandieron las actividades que ya existían pero no se desarrollaron nuevos sectores.[7] Resulta también significativo que los proyectos ya no fueran emprendidos por la élite local, cuyos intereses primordiales se centraban de nuevo en actividades exportadoras y en más recientes inversiones inmobiliarias vinculadas al crecimiento urbano de la capital, sino por inmigrantes o por inversión directa extranjera, como en el caso de los textiles cuya producción acabó dominada en 80% por inversionistas estadounidenses que ocupaban también un lugar prominente en la exportación de algodón crudo y en las importaciones de vestido. En suma, "ante las opciones abiertas por el sistema internacional, sólo circunstancias especiales hubieran podido conservar la vitalidad del esfuerzo de

6. Esta disminución no se debió a una decisión de las autoridades sino al hecho de que los aranceles consistían en una cantidad fija aplicada a cada unidad importada, que disminuía por tanto proporcionalmente conforme se elevaban los precios internacionales; a la vez, la creación de un aparato recaudador más eficiente permitió aplicar impuestos a las exportaciones y dispensó el gobierno de elevar las tarifas a la importación.
7. Cabe agregar que la escasez de bienes importados no fue tan aguda en el país debido a que Perú dependía más de proveedores estadounidenses que británicos, y a que Japón aprovechó la oportunidad para penetrar el mercado (Thorp y Bertram, 1985: 188).

desarrollo autónomo del Perú. Su mantenimiento hubiera requerido una política activamente intervencionista y proteccionista…", la cual no se dio pues "no hubo una conciencia política para adoptar medidas proindustriales, ya que los industriales dudaban de las ventajas del proteccionismo (pues, además tenían intereses en el comercio y la exportación) o no formaban parte del gobierno". (Thorp y Bertram, 1985: 209). Quiroz (1989) relativiza el estancamiento manufacturero al señalar el papel desempeñado por las nuevas empresas industriales en coinversión con capitales extranjeros, más capitalizadas y eficientes, orientadas hacia la construcción (cementera), o al consumo (refrigeración) y favorecidas por el programa de grandes obras de infraestructura públicas (ferrocarriles, caminos, redes de agua potable y alcantarillado) y de fortalecimiento del aparato estatal, que dinamizaron el mercado interno y la economía urbana (Quiroz, 1989: 190-191).

Ahora bien, el cambio que se produjo a partir de 1920 en la composición del valor exportado impactó sobre el desempeño económico del país. Debido a la caída de sus precios internacionales, las exportaciones agrícolas, controladas mayormente por la élite local, que provenían de diversas regiones del país y se hallaban más interconectadas con la economía doméstica, perdieron importancia relativa frente al petróleo, al cobre y a la plata, que pasaron bajo control extranjero en la década de 1920 y se encontraban muy concentrados geográficamente. Este cambio conllevó una disminución de los efectos de "arrastre" de las exportaciones sobre la dinámica económica interna, debida a los menores ingresos de exportación que se quedaban en el país,[8] a la mayor concentración geográfica de las actividades productivas y al menor efecto ingreso debido al carácter más intensivo en capital de las enclaves extractivas (Thorp y Bertram, 1985; Cheesman, 1986).

La disminución de la demanda interna que este cambio produjo fue compensada parcialmente por la monetización de importantes entradas de fondos, producto de un nuevo ciclo de intenso endeudamiento externo emprendido por el gobierno autoritario de Augusto B. Leguía.[9] La década de 1920 fue un periodo especialmente inestable debido al colapso de los precios de exportación en

8. Se produjo una caída de la tasa de retorno promedio de las exportaciones al salir una mayor proporción de las ganancias.
9. Mientras el gobierno de Augusto B. Leguía favorecía los grandes inversionistas extranjeros en la minería y la extracción petrolera con el fin de lograr su apoyo para préstamos externos, los elevados impuestos que recaían sobre los exportadores locales de productos agrícolas, la pequeña minería nacional y el consumo de los sectores populares iban asfixiando a estos sectores (Cheesman, 1986).

1920-1921 y luego en 1925-1926 y a salidas de capitales locales y extranjeros asociadas al deterioro de las expectativas de crecimiento exportador, agudizadas por los esfuerzos de regulación financiera de parte de las autoridades. En 1929, la Gran Depresión provocó una caída adicional de los precios de exportación, que propició un desplome del valor exportado estimado en 71%,[10] y el cese de los desembolsos de créditos externos, desencadenando una crisis económica y política en el país que se manifestó en el derrocamiento del gobierno autoritario y llevó Perú a declarar la moratoria sobre su deuda externa en 1931.

CUADRO 1. Perú: principales exportaciones, 1878-1930 (en porcentajes del valor total)

	Azúcar	*Algodón*	*Lanas**	*Plata+*	*Cobre*	*Caucho*	*Petróleo*
1878	47	4	21	21	nd	nd	nd
1890	28	9	15	33	1	13	0
1930	11	18	3	4	10	0	30

* Incluye lanas de camélidos.
+ En 1878, corresponde a minerales en general
Fuentes: Bonilla (1986: 175) para 1978. Thorp y Bertram (1985: 54) para 1890 y 1930.

La crisis y el periodo de guerra y posguerra, si bien dieron lugar a cambios de gobierno que reflejaban el nuevo protagonismo de las clases medias, y a políticas económicas innovadoras que incluyeron una mayor intervención pública reguladora de la actividad económica privada, no significaron la constitución de una política coherente destinada a cambiar el rumbo de la estrategia de desarrollo. Las primeras medidas tomadas para enfrentar la crisis procuraron inicialmente mantener el nivel de gasto público existente, en particular a través de la deuda interna, pero rápidamente se buscó establecer una mayor disciplina fiscal, incluso mediante el regreso del país al patrón oro, que éste había abandonado en los hechos desde la I Guerra Mundial en provecho de un tipo de cambio flotante. En 1931, las autoridades peruanas "invitaron" a la llamada "misión Kemmerer" a proponer medidas que permitieran poner orden en la administración financiera del país (Cheesman, 1986). Las medidas ortodoxas recomendadas por la misión tuvieron que levantarse rápidamente debido a que agudizaron la crisis —en 1932 Perú abandonó así el patrón oro—, pero los cambios institu-

10. Las exportaciones se contrajeron de 134 millones de dólares en 1929 a 39 millones de 1930 (Ugarteche, 1985: 190).

cionales que se introdujeron en el ámbito financiero fueron perdurables pues organizaron por largo tiempo el sistema bancario. Por otro lado, la resolución del problema de la deuda externa fue bastante tardía, pues es sólo en 1947 que Perú reconoció y consolidó su deuda.[11]

Ahora bien, a pesar de alzas en los aranceles,[12] de una Ley de Promoción Industrial (1940), de la creación de bancos públicos de desarrollo y de una política pública de estimulación de la demanda interna, financiada a través de nuevos gravámenes a los sectores de exportación,[13] la estructura económica se alteró relativamente poco. En efecto, la industria manufacturera destinada al mercado interno no se expandió con gran dinamismo, por una combinación de distintos factores: además de las carencias de bienes de capital del periodo de guerra, que no fueron combatidas con medidas específicas por el gobierno, éstos incluyeron la fuerte apreciación de la moneda peruana, que estimuló las importaciones —incluyendo las de países vecinos—, la propia debilidad del sector industrial a inicios de la crisis y el hecho de que la oligarquía local orientó sus fondos hacia inversiones competidoras como la construcción residencial y el desarrollo de la producción minera de plomo y zinc, productos en los cuales la IED tenía poca presencia y poca capacidad de invertir en las décadas de 1930 y 1940.

A fines de los años 1940, las nuevas políticas económicas fracasaron en medio de una elevada inflación y de un riesgo de crisis de balanza de pagos y el experimento se truncó cuando la élite económica local, cuyas relaciones estrechas con inversionistas extranjeros se habían mantenido intactas, impuso el regreso al liberalismo económico a través de un golpe militar de corte conservador. "Perú era un caso único en Latinoamérica debido al entusiasmo con que el crecimiento generado por las exportaciones, el liberalismo económico, la inversión extranjera y la reintegración general del Perú a la economía de Estados Unidos, seguían siendo bienvenidos y estimulados por medidas de política" (Thorp y Bertram, 1985: 216).

No es casual que el reconocimiento de la deuda externa anterior y el regreso a políticas económicas pretéritas hayan ocurrido a finales de la década de 1940, pues coincidieron con el tercer gran ciclo exportador peruano, iniciado al final

11. En América Latina, sólo Bolivia tardó más en restaurar su crédito externo (Ugarteche, 1985).
12. El país mantuvo la política de aplicar cuotas nominales fijas a las importaciones, que en un periodo marcado por alzas de precios internacionales perdieron rápidamente relevancia.
13. La carga impositiva de estos sectores se elevó de 4% de los ingresos totales en 1939 a 14% en 1945 (Thorp y Bertram, 1985: 280).

de la Gran Depresión, y con el fuerte interés de empresas mineras extranjeras por invertir en el Perú. Hasta fines de los años 1940, el ciclo exportador se fundamentó en los productos agrícolas y en otros metales además del cobre o la plata —como el oro, el plomo y el zinc—, características que fortalecieron la participación de los empresarios locales en la producción y en el valor exportado.[14] El auge del ciclo se dio en la primera mitad de la década de 1950, alrededor de la guerra de Corea, y se acompañó de una nueva modificación de la composición de las exportaciones, que se alteró decididamente a favor de los minerales —cobre, plata, hierro, zinc y plomo— y luego de los productos pesqueros como la harina de pescado (cuadro 2), decayendo las exportaciones agrícolas y petroleras conforme iba subiendo la demanda interna y agotándose los recursos en el segundo caso. En 1970, los productos agrícolas sólo representaban cerca de 16% del valor exportado, contra 46% para la minería y 32% para los productos pesqueros. La fase de decaimiento del ciclo se inició en los años 1960, dándose a mediados de la década de 1970 el desplome de las cotizaciones de los productos de exportación del país.

En su etapa de mayor dinamismo, este nuevo auge exportador implicó de nueva cuenta una elevación del papel de la IED en la economía peruana y en sus exportaciones pues la expansión de la minería se benefició de las leyes favorables a la IED[15] y de los incentivos tributarios concedidos por el régimen dictatorial de Manuel Odría (1948-1955).[16] Los inversionistas fueron predominantemente estadounidenses y a mediados de los años 1960, el sector minero peruano se hallaba dominado por tres grandes empresas con capitales originarios de este país, a la vez que otra empresa estadounidense controlaba el declinante sector petrolero.[17] El sector pesquero, cuyo crecimiento se inició debido a inversionis-

14. A diferencia de lo ocurrido en la I Guerra Mundial, Perú no se benefició de precios altos para sus productos mineros durante la II Guerra Mundial, en particular debido al control de precios impuesto por Estados Unidos, por lo que sus precios internacionales sólo se recuperaron al final del conflicto y en años posteriores. Esto afectó especialmente al cobre, en cuya extracción predominaban las empresas estadounidenses. La fuerte influencia estadounidense en el país y la aceptación de parte de Perú del control de precios que este país buscaba fomentar implicaron menores ingresos por exportación para la nación andina, que se tradujeron en una acumulación de reservas internacionales sensiblemente inferior a la de los demás países latinoamericanos: entre 1940 y 1945, éstas crecieron 55% en Perú contra 156% en Argentina, 653% en Brasil, 540% en Colombia, 480% en México y 214% en Chile (Thorp y Bertram, 1985: 284).
15. Entre estas facilidades destacan la ley de promoción de la minería y el petróleo, la libertad de entrada y de repatriación de ganancias y diversas exenciones tributarias (González de Olarte, 1997).
16. González de Olarte (1997) estima que el peso de la IED en la inversión interna se elevó por encima de su nivel histórico hasta representar 13% de ésta entre 1950 y 1960 (González de Olarte, 1997: 187).
17. Se trataba respectivamente de Cerro de Pasco Corporation, Marcona Mining y Southern Perú Copper Corporation y de la International Petroleum Company (IPC).

CUADRO 2. Perú: principales exportaciones, 1930-1970 (en porcentajes del valor total)

	Azúcar y algodón	*Lana y café*	*Productos pesqueros*	*Cobre y plata*	*Plomo y zinc*	*Petróleo*	*Hierro*
1930	29.0	3	0	20.0	7.0	29.7	0
1940	28.2	5.2	0	22.3	3.1	24.8	0
1950	50.5	4.6	2.9	9.4	11.7	13.1	0
1960	27.8	5.9	11.5	27.5	8.9	4.1	7.6
1970	11.2	4.6	32.2	31.5	7.8	0.7	6.3

Fuente: Thorp y Bertram (1985: 224 y 402)

tas locales, se fue concentrando en cada crisis de sobreinversión y/o de sobreexplotación del recurso, hasta tener una tercera parte del sector con participación de la IED (González de Olarte, 1997: 206). El financiamiento exterior del país se complementó con nuevas contrataciones de préstamos de parte del gobierno peruano, pero al provenir esencialmente de fuentes oficiales, sus términos fueron favorables con plazos superiores a 15 años, tasas de interés fijas y menores a las de mercado.

La fase de crisis del ciclo se inició en los años 1960, cuando la tasa de crecimiento de las exportaciones disminuyó, debido al agotamiento de las inversiones mineras de la década anterior, a la disminución de los precios internacionales y a la menor disponibilidad de productos agrícolas para la exportación. La permanencia de un fuerte crecimiento de las importaciones creó un déficit en la balanza comercial a la vez que el descontento social con la distribución de la riqueza y del ingreso asociados con el modelo primario exportador se fortalecía: en 1961, el decil de ingresos más altos recibía cerca de 50% del ingreso total mientras los dos deciles más pobres sólo recibían 2.5%; el coeficiente de Gini con un valor de 0.572, resumía el altísimo nivel de desigualdad que caracterizaba al país (González de Olarte, 1997. 210). La concentración de la propiedad de la tierra era extrema, pues 1.2% de las unidades agrícolas, los latifundios, poseían 52.3% de las tierras cultivables. Por ello, si la tardía adopción de un modelo de crecimiento por sustitución de importaciones se propuso como objetivo fomentar actividades manufactureras internas que permitieran ahorrar divisas, rápidamente este propósito fue complementado con reformas destinadas a mejorar la distribución del ingreso.

La sustitución de importaciones en el Perú

Los esfuerzos de reforma que buscaron estimular el sector industrial interno se dieron a lo largo de tres gobiernos sucesivos, los gobiernos civiles de Manuel Prado (1956-1962) y Fernando Belaúnde (1963-1968), en los cuales la inversión privada nacional y la IED condujeron la expansión del sector industrial, y el régimen militar de Juan Velasco (1968-1975), bajo cuya conducción el Estado empezó a desempeñar el papel de liderazgo en la inversión productiva (FitzGerald, 1981: 384-385).

Los primeros pasos para el fomento de la ISI se dieron con la Ley de Promoción Industrial de 1959, una ley liberal que buscaba incentivar la inversión industrial en general (tanto aquella orientada a la satisfacción del mercado interno como la destinada al procesamiento para la exportación) a través de exenciones a las importaciones de maquinaria e insumos y favorecía alianzas entre inversionistas nacionales y extranjeros (Jiménez, Aguilar y Kapsoli, 1999: 25). El gobierno empezó también a crear empresas públicas en sectores de bienes intermedios como la electricidad, el acero o los fertilizantes. Durante el gobierno de Fernando Belaúnde (1963-1968) se fortalecieron los incentivos a la ISI, pues se reformó el sistema arancelario, elevándose la protección efectiva a las industrias que producían para el mercado interno, en particular las de bienes de consumo. El desarrollo industrial fue apoyado simultáneamente por un mayor gasto público y por una expansión rápida de un sistema bancario caracterizado por un grado elevado de control extranjero.[18] Ahora bien, el propósito declarado de este gobernante de realizar una reforma agraria no se cumplió y el conflicto que mantuvo alrededor de la empresa petrolera estadounidense IPC, propiedad de la Standard Oil of New Jersey, cerró la posibilidad de financiamiento internacional concesional tanto de parte de las agencias estadounidenses como de las instituciones financieras multilaterales. Por ello, el financiamiento externo que recibió el gobierno peruano entre 1963 y 1968 fue concertado con la banca internacional a la altura de 60% y con condiciones más duras —plazos más breves, tasas flotantes— características que contribuyeron a que se produjera en 1966 una primera crisis de balanza de pagos y la aplicación de un programa de ajuste supervisado por el FMI (Ugarteche, 1986).

18. Este tema se aborda con mayor detalle en la sección siguiente.

Esta etapa de la ISI se caracterizó por el papel creciente de la IED en la economía peruana y su liderazgo en el proceso de industrialización sustitutiva. Numerosas firmas extranjeras entraron al país en estos años, en general a través de la creación de empresas:[19] se estima que de un total de 242 empresas manufactureras foráneas que operaban en el país a mediados de los años 1970, 75 habían ingresado entre 1960 y 1964 y 89 en el quinquenio siguiente. Como resultado de ello, gran parte de la industria era entonces propiedad de inversionistas extranjeros o de coinversiones con empresarios nacionales: se estima que en 1968, estas empresas producían 33.5% de los bienes de consumo, 57% de los bienes intermedios y 44% de la producción de la industria metalmecánica (Thorp y Bertram, 1985: 411). En el conjunto de la economía la IED dominaba los sectores más dinámicos: la industria manufacturera moderna, la minería y la banca.

Finalmente, el modelo de sustitución de importaciones peruano se radicalizó a partir de 1968 con el gobierno militar de Juan Velasco, que derrocó a su predecesor civil a través de un golpe de estado. Ahora bien, de 1968 a 1975, el régimen adoptó un carácter reformista, realizó la reforma agraria que el gobierno anterior no había introducido, y acabó con la gran propiedad rural, reemplazándola por cooperativas de trabajadores, escasamente dotadas de capital financiero y humano. Elevó aún más la protección efectiva de las industrias produciendo para el mercado interno, y creó un amplio sector de empresas públicas. La construcción del sector público productivo se hizo en parte sobre la base de la nacionalización de los intereses extranjeros, particularmente en las actividades extractivas y en la banca. Así, además de una temprana nacionalización de la petrolera IPC, el gobierno militar estatizó las actividades pesqueras orientadas a la elaboración de harina de pescado, en medio de una severa crisis de este sector (1973) y dos de las grandes empresas mineras estadounidenses (1973 y 1975).[20] En 1974, 174 empresas públicas daban cuenta de 21% de la producción y de cerca de una tercera parte del comercio exterior. La estructura del capital empresarial se alteró profundamente, pues a la vez que se elevaba la participación del Estado y de las cooperativas en el PIB (respectivamente de 11% a 21% y de cero a 8% entre 1968 y 1975), se contraía la contribución de las empresas

19. De un total de 242 empresas, solo 23, es decir cerca de 10%, entraron por medio de la adquisición de una empresa existente.
20. La empresa Cerro de Pasco Corporation devino en Centromin y la Marcona Mining Company en HierroPerú. La IPC conformó el núcleo de PetroPerú.

extranjeras, de 22% a 11% y la de las empresas privadas nacionales de 34% a 27% (FitzGerald, 1979, en González de Olarte, 1997: 207).

Para financiar su mayor intervención en la esfera económica, y frente a la insuficiencia de los ingresos por exportación, el gobierno militar, que ya se hallaba en conflicto con la élite local, prefirió evitar las tensiones sociales adicionales que hubiera significado elevar la baja presión fiscal imperante en el país y, en el contexto internacional de abundancia de crédito "barato", recurrió como su predecesor al endeudamiento externo para financiar sus grandes proyectos extractivos y productivos. En razón de su orientación ideológica, el gobierno militar tampoco tuvo acceso al financiamiento "blando" de las agencias bilaterales estadounidenses o de los organismos multilaterales y debió recurrir, para financiar proyectos productivos de larga maduración u otras inversiones solo indirectamente productivas, al financiamiento de corto plazo y a tasa variable de la banca internacional.[21] En el contexto de precios de exportación poco favorables para el país, el estallido de una crisis de deuda externa en 1976 marcó el final de las políticas heterodoxas, con el derrocamiento del gobierno reformista por militares conservadores y la adopción de un programa de estabilización ortodoxo supervisado y financiado por el Fondo Monetario Internacional. En 1976 la economía peruana entró en un largo estancamiento —cortado por breves periodos de crecimiento— que iba a durar hacia inicios de los años 1990.

En la sección siguiente abordaremos al análisis del sistema financiero peruano. ¿Qué tipo de sistema financiero se constituyó en un contexto de apertura plena de una economía muy frágil y expuesta a severos vaivenes de la economía internacional? ¿Qué funciones ha desempeñado y que relaciones ha desarrollado con el capital extranjero que tuvo tanta relevancia en el crecimiento del país?

El sistema financiero peruano, del crecimiento orientado hacia la exportación a la sustitución de importaciones

Las características de la trayectoria económica de Perú se han traducido a nivel del sistema financiero por periodos de auge y retroceso cíclicos relacionados con el desempeño exportador y con las intermitencias de la inversión extranjera y, a partir de las décadas de 1920 y 1930, por una incipiente regulación pública transformada bajo la ISI en una intervención estatal omnipresente que buscó

21. Como resultado de ello, el financiamiento a plazos superiores a 15 años sólo constituía menos de 5% de la deuda externa total de Perú en 1975, contra 32% en 1970 (Iguiñiz, 1986: 325).

impulsar el crecimiento a través del abaratamiento del financiamiento y del crédito dirigido.

Tres grandes etapas se distinguen en la evolución del sistema financiero entre 1880 y 1990: la primera cubre la reconstrucción y expansión del sistema en un marco de *laissez-faire* y es dominada por el encumbramiento de la banca comercial, recordado hasta la actualidad por los orgullosos edificios que permanecen en el centro de la capital. La segunda que se inicia con la I Guerra Mundial y las dos décadas siguientes, corresponde a la introducción de los primeros elementos de una regulación pública, que matiza el poderío de las instituciones bancarias y termina en 1968, cuando la etapa más radical de la ISI nacionaliza los intereses extranjeros y eleva la contribución de la banca de desarrollo y del crédito dirigido.

El sistema financiero peruano en la primera mundialización

La guerra del Pacífico provocó el colapso de la mayoría de bancos y la salida de gran parte de las casas comerciales establecidas en el país, reduciendo los activos del sistema en 1894 a 21% de su valor veinte años antes (Quiroz, 1989: 31). Un nuevo sistema financiero se fue reconstituyendo en el transcurso de las dos décadas y media de reconstrucción y crecimiento del mercado interno que va de 1880 a 1907: comprendía casas comerciales extranjeras, bancos comerciales, aseguradoras, un mercado de valores y un par de instituciones semi-públicas, la Caja de Depósitos y Consignaciones y la Compañía Recaudadora de Impuestos, cuya gestión fue cedida a intereses privados. Así se establecieron en este periodo varios bancos que tuvieron una larga trayectoria en el país, formados sea a iniciativa de inversionistas extranjeros, como el Banco Italiano que ingresó al mercado en la década de 1880,[22] sea como producto de la fusión de un banco local sobreviviente y de un banco inglés, como el Banco del Perú y Londres (1897)[23] o bien como producto de inversiones locales —Banco Internacional (1897) y Banco Popular (1899)—. Asimismo, se revitalizó el mercado de valores y se estableció en 1896 la Bolsa Comercial de Lima, en la cual se intercambiaban tres grandes tipos de instrumentos: acciones, bonos privados, en especial bonos

22. En los años 1940 el banco cambió de nombre para llamarse Banco de Crédito, que sigue operando en la actualidad.
23. Este banco se formó a través de la fusión del Banco del Callao, el banco local más grande entre los sobrevivientes en la posguerra, y del London Bank of Mexico and South America.

hipotecarios, y títulos de deuda pública. Las empresas emisoras llegaron a ser relativamente diversificadas a nivel sectorial pues incluían a bancos y aseguradoras, empresas de servicios públicos, haciendas agrícolas y ganaderas, urbanizadoras, y en menor medida empresas mineras e industriales (Quiroz, 1989: 95-97). Finalmente, nuevas aseguradoras domésticas reemplazaron a las instituciones extranjeras que operaban en el país y se retiraron en respuesta a una nueva legislación más exigente en cuanto a inversiones locales.[24] Como balance del periodo que antecedió a la depresión de los años 1930, citaremos una estimación del peso relativo del sistema: entre 1906 y 1926 los activos bancarios se elevaron de 22% a 40% del Producto Nacional Bruto estimado (Quiroz, 1989: 30). Estas cifras aproximadas sugieren en primer lugar que, aun en un contexto de recurrentes choques comerciales y financieros externos, estos años fueron marcados por un fenómeno de profundización financiera interna y en segundo lugar, que el sistema financiero peruano era relativamente desarrollado en relación con la economía del país: cabe recordar que en la década de 1960, los activos del sistema bancario no pasaban de 25% del PIB.

Dada la estrechez del mercado, los bancos comerciales constituían la institución más importante del sistema y seguían un modelo que incorporaba hasta 1914 elementos británicos y franceses —y que agregó luego influencias estadounidenses—, que los llevaron a emprender una multitud de actividades propias de un banco universal actual. Así, en 1917, un observador remarcaba "debido a las limitadas condiciones ofrecidas por el medio local… los bancos nacionales son de naturaleza mixta: hipotecarios, de descuento, emisores, agrícolas, etcétera" (citado en Quiroz, 1989: 55). De hecho, a sus funciones iniciales de facilitadores del comercio exterior y local, a través de créditos de corto plazo y descuentos, y de conductos para la entrada de inversiones del exterior —actividades en las cuales competían con las casas comerciales extranjeras— y, en ausencia de un banco central, a su papel en la emisión de billetes y en la gestión de la tasa de descuento, del tipo de cambio y de las reservas de oro, los bancos agregaron a fines de la década de 1890 las actividades de crédito hipotecario, dirigidas esencialmente a la urbanización de la capital, que autorizaba elevadas ganancias especulativas en cortos periodos de auge y un rendimiento bueno y

24. Siete compañías de seguros fueron creadas por capitales nacionales entre 1895 y 1904 (Thorp y Bertram, 1986: 49-50).

relativamente seguro en el largo plazo.[25] Sin embargo, a diferencia de los bancos universales alemanes o japoneses, los bancos peruanos no tomaban participaciones de largo plazo en empresas productivas, y su contribución al desarrollo manufacturero y minero fue poco relevante pues no pasaba de una limitada oferta de crédito de corto plazo.

Los bancos dedicaron también proporciones variables de sus activos a las inversiones en títulos y a la especulación con valores líquidos, fondeada a través de emisiones internacionales de bonos. En razón de la influencia decisiva de los bancos sobre los inversionistas y a las manipulaciones que aquéllos propiciaban:

> [...] la Bolsa no era de ninguna manera un mercado abierto de capitales que funcionara como una fuerte alternativa de finanzas para proyectos viables o competitivos. Por el contrario, su característica de ser "controlada desde arriba" estaba diseñada para beneficiar sólo a un grupo de inversionistas de élite… y fue responsable de decisivos errores de asignación de capitales debidos a las equivocadas políticas de algunos banqueros (Quiroz, 1989: 94).

Asimismo, las aseguradoras, cuyo crecimiento estuvo estrechamente vinculado a las actividades inmobiliarias y a la urbanización, mostraban todas vínculos privilegiados con algún banco. Finalmente, los bancos participaban, como las casas comerciales extranjeras, en el financiamiento del déficit público: en su caso, este financiamiento se otorgaba a cambio de una ausencia de regulaciones bancarias que les favoreció hasta la I Guerra Mundial. ¿Qué importancia relativa adquiría cada una de estas actividades en los activos bancarios? Algunos indicadores parciales permiten formarnos una idea. Así, entre 1889 y 1906, el primer banco local, el Banco del Perú y Londres, asignó 29% de sus préstamos al comercio, 20% al crédito hipotecario urbano, 13.5% al gobierno y finalmente 11% a la industria y 8% a la agricultura de exportación (Quiroz, 1989: 128). A nivel del sistema en general, los préstamos hipotecarios y las inversiones de portafolio fueron ganando importancia en relación con los demás préstamos y descuentos en dos grandes ciclos, entre 1905-1910 (menos de 25%) y 1915 (60%) y 1920-25 (33%) y 1930 (60%).[26]

Desde la reconstrucción del sistema, la participación extranjera fue significativa (cuadro 3): los bancos locales controlados por la élite peruana, como el Banco de Perú y Londres (BPL) hasta inicios de la década de 1920, o los

25. La población total del país pasó de 2.7 millones de habitantes en 1876 a seis millones en 1927. A la vez, la población de Lima se expandió a tasas de dos dígitos, creciendo 173% entre 1876 y 1931 (Quiroz, 1989: 20).
26. Calculado con base en Quiroz (1989: 78, cuadro 5).

bancos Popular e Internacional —a menudo con participaciones extranjeras en su capital— competían con bancos de capital extranjero incorporados en Perú, como el Banco Italiano y con sucursales de instituciones extranjeras al servicio de intereses comerciales y productivos foráneos. La participación de los bancos locales, máxima en 1900 después de la constitución del BPL fue disminuyendo posteriormente en provecho del Banco Italiano, que concentraba 36% de los activos del sistema en 1930 y de las sucursales extranjeras (32%), y se desplomó en 1930-1931, con la quiebra del BPL a la sazón el primer banco del país y el único en disponer de una red de sucursales en ciudades de provincia (mayormente en la costa, exportadora de azúcar y algodón).[27]

CUADRO 3. Perú: distribución del mercado bancario comercial por origen del capital, 1885-1930 (libras peruanas nominales y porcentajes)

Año	*Nativos*			*Residentes/extranjeros*			*Extranjeros*		
	Número de instituciones	*Activos bancarios totales*	*Participación porcentual*	*Número de instituciones*	*Activos bancarios totales*	*Participación porcentual*	*Número de instituciones*	*Activos bancarios totales*	*Participación porcentual*
1885	1	$144.0	n.d.	0	n.d.	n.a	1	n.d.	n.d.
1890	1	$457.0	n.d.	1	$114.0	n.a	1	n.d.	n.d.
1895	1	$707.0	50	1	$342.0	24	1	$357.0	26
1900	3	$1,823.0	82	1	$413.0	18	0	n.d.	n.d.
1905	3	$2,958.0	65	1	$1,074.0	24	1	$484.0	11
1910	3	$5,487.0	55	1	$1,799.0	18	1	$2,686.0	27
1915	3	$9,717.0	58	1	$2,844.0	17	1	$4,097.0	25
1920	3	$16,044.0	39	1	$11,664.0	28	4	$13,518.0	33
1925	4	$18,992.0	38	1	$16,107.0	32	5	$15,404.0	30
1930	4	$16,649.0	32	1	$18,597.0	36	5	$16,447.0	32

n.d. Información no disponible.
Fuentes: Quiroz (1989).

27. Quiroz (1989) explica el mejor desempeño del Banco Italiano en términos de la diversificación de sus operaciones y de su orientación hacia el mercado urbano, mientras el BPL, donde los intereses agroexportadores predominaban desde la salida de los inversionistas británicos en 1920, así como otros bancos locales y sucursales extranjeras, estaban sobreexpuestos en determinadas actividades, como el sector agrícola de exportación.

En suma, la trayectoria del sistema financiero peruano bajo políticas liberales mostró los puntos siguientes: después de la década de 1880 marcada por una serie de "corridas" bancarias por empobrecidos y asustados depositantes, incluyendo la de 1890, que se generó a raíz de la crisis financiera internacional originada en el banco londinense Barings (Quiroz, 1989: 37), el sistema financiero creció de manera muy dinámica entre 1897 y 1906, como lo muestra la elevación del capital pagado y de los depósitos de los bancos que se triplicaron en este lapso y el rápido aumento de las empresas registradas en la bolsa de valores (Thorp y Bertram, 1986: 48-50). En un contexto inicial de acceso restringido a los mercados financieros internacionales, tanto la banca como el mercado financiero local lograron captar los capitales nacionales, y movilizaron recursos que financiaron tanto inversiones privadas en el sector manufacturero como préstamos al gobierno.

El auge exportador y la adopción formal del patrón oro tuvieron rápidamente varias consecuencias para el sistema financiero doméstico. En primer lugar, se acentuó el regreso de capitales extranjeros a ciertas áreas del sistema, como los seguros y la banca, con la instalación, por ejemplo, del Banco Alemán Transatlántico antes de la I Guerra Mundial, o del estadounidense Citibank en 1921 (Ugarteche, 1985: 197; Quiroz, 1989), probablemente siguiendo a sus clientes, las empresas mineras. En segundo lugar, al facilitarse de nueva cuenta el acceso al financiamiento internacional de las empresas y del gobierno de Perú, la banca canalizó importantes flujos de capitales externos hacia la especulación con valores, que inflaron los precios de una serie de acciones seleccionadas. A la vez, la competencia se fortalecía en el mercado hipotecario urbano. Todo ello acabó en 1907 cuando las exportaciones se desplomaron y el crédito externo se contrajo en respuesta a la crisis internacional originada el mismo año en los mercados financieros estadounidenses: la crisis financiera causó quiebras y contracción del crédito hipotecario y del crédito bancario en general por varios años.

Introducción y fortalecimiento de una regulación bancaria

La I Guerra Mundial y la crisis del patrón oro causaron problemas financieros aún más graves, como el desplome del mercado de valores y la escasez de oro,[28]

28. El nivel de actividad en el sistema financiero local disminuyó y la bolsa de valores se encogió hasta quedar con solo 42 empresas enlistadas en 1915 (Thorp y Bertram, 1986: 194).

que suscitaron un primer fortalecimiento de la intervención pública en el sistema financiero, cuando el gobierno abandonó el patrón oro y un organismo público, la "Junta de Vigilancia" empezó a asumir la emisión de billetes y la gestión de las reservas metálicas. Las regulaciones públicas se fortalecieron durante la difícil década de 1920, en contra de la opinión del universo de inversionistas y financistas privados. Así, el gobierno impuso una nueva política cambiaria, que buscó evitar la sobrevaluación, y que contrastaba con la gestión del tipo de cambio que había realizado la banca privada en años anteriores, orientada a mantener el valor en divisas de sus inversiones de portafolio conjuntas con inversionistas extranjeros. Asimismo en 1921 se introdujeron reservas legales, tasas máximas de interés y medidas para contrarrestar la fuga de capitales. En 1922 se trató de imponer requisitos mínimos de capital y de inversión doméstica —estas últimas medidas no llegaron a aplicarse (Quiroz, 1989: 58)—. Las principales novedades institucionales respondieron, sin embargo, a la presión externa que enfrentaba un gobierno necesitado de financiamiento: así la creación del Banco de Reserva en 1922 constituyó una exigencia de potenciales acreedores estadounidenses[29] y contribuyó a transformar la estructura financiera, al adquirir el control de las tasas de interés y del tipo de cambio y al otorgar liquidez al sistema. Asimismo, la creación en 1927 y 1929, respectivamente, de un Banco Hipotecario y Agrícola y de un Banco de Ahorros públicos, obedeció al doble objetivo de "ampliar garantías para los acreedores estatales extranjeros y [...] apaciguar intereses locales al mismo tiempo (Quiroz, 1989: 61). Excluyendo el Banco de Reserva, estas intervenciones fracasaron debido a la desconfianza que suscitaron entre los agentes privados, que buscaron protegerse recurriendo, entre otras medidas, al ahorro en moneda extranjera.

Una segunda etapa de desarrollo institucional del sistema financiero peruano empezó con la crisis de la década de 1930. La introducción de las recomendaciones de la "misión Kemmerer" en el ámbito bancario llevó a la creación en 1931 de un nuevo Banco Central de Reserva del Perú, que sustituyó al anterior Banco de Reserva, cuyo capital privado causaba que estuviera "dominado en exceso por un solo grupo de intereses económicos" (Quiroz, 1989: 60) y a una Superintendencia de Banca encargada de la supervisión del sistema, que se encargó en lo inmediato de la liquidación de tres instituciones en problemas,

29. El primer gobernador fue, de hecho, un ciudadano estadounidense que había ocupado previamente el puesto de Supervisor de Aduanas, un cargo también destinado a garantizar el acceso de los acreedores a información relativamente confiable sobre la marcha económica y financiera del país.

incluyendo al BPL.[30] Por otro lado, el nuevo BCRP tenía como objetivo único mantener el valor de la moneda, por lo cual estaba dotado de plena autonomía y no estaba autorizado a hacer préstamos al gobierno. La ley de bancos, promulgada en mayo del mismo año, estuvo vigente hasta la década de 1990 e introdujo un sistema bancario especializado inspirado en aquel que se estableció en Estados Unidos después de la Gran Depresión, en el cual los bancos comerciales no estaban facultados para prestar a plazos superiores a un año, salvo contra garantías hipotecarias ("garantía de primera hipoteca"). Estableció requisitos mínimos de capital así como un encaje legal de 20% sobre los depósitos a la vista y de 8% sobre los depósitos a plazo (Cheesman, 1986). La ley estableció un trato parejo para instituciones privadas nacionales y extranjeras, permitió establecer bancos especializados en un sector determinado y dejo abierta la posibilidad para el Estado de participar en la intermediación bancaria.

De hecho, como lo hemos visto, el Estado ya participaba en actividades de banca de fomento. Adicionalmente, se creó en 1931 el Banco Agrícola del Perú[31] y en enero de 1933, el Banco Industrial del Perú, cuyo objetivo era "proveer a la industria los recursos necesarios para competir con las importaciones" (Cheesman, 1986: 294). El Banco Minero (1942) completó este grupo de bancos de fomento estatales orientados a sectores económicos específicos, que tuvieron un papel no desdeñable en la oferta de crédito. Los bancos comerciales no estaban sujetos a requisitos de crédito dirigido, con lo cual es sólo a través de la banca de fomento pública que el Estado empezó a orientar fondos hacia sectores seleccionados.

Hasta 1962, las tasas de interés pasivas nominales no estuvieron fijadas por las autoridades, como en el típico régimen de represión financiera, sino que eran propuestas por los responsables de los bancos bajo la supervisión de la Superintendencia. Las tasas activas eran decididas por los bancos, sujetándose a los topes que establecía la ley —respectivamente 14% y 18%, para operaciones superiores e inferiores a 500 soles oro (Vilcapoma, 1998).

Los años 1950 y su IED minera atrajeron nuevos bancos extranjeros al país, a menudo relacionadas con estas inversiones: el Banco de Lima se creó con capitales franceses (1952), el Banco Continental recibió capital del banco estadounidense Chase Manhattan (1953); el Royal Bank of Canada se estable-

30. Estos fueron, además del Banco del Perú y Londres, el Banco de Tacna y una caja de ahorros.
31. Esta institución se creó para reemplazar el Crédito Agrícola que había sido suprimido en la nueva ley del BCRP.

ció en la misma década y Bank of Tokyo y Bank of America en los años 1960 (Ugarteche, 1986: 197). El régimen de cambios de 1948-1949 aseguraba a estas instituciones la libre repatriación de sus ganancias. Más generalmente, fue un periodo de crecimiento para el sistema con la incorporación de nuevas aseguradoras y mutuales de vivienda. Entre 1950 y 1968, la banca devino en el centro neurálgico de los grupos empresariales locales, estrechamente vinculados con la IED y con intereses en sectores diversificados que iban desde la minería y la agricultura de exportación hasta la industria liviana orientada al mercado interno, pasando por la construcción, la especulación inmobiliaria y las actividades financieras (FitzGerald, 1981).[32] La expansión bancaria fue liderada por la inversión extranjera, que controlaba efectivamente alrededor de 62% del capital del sistema de banca comercial en 1968 (Thorp y Bertram, 1986: 409).

El marco regulatorio que regía el sistema bancario empezó a modificarse en los años 1960, con la finalidad de apoyar más decididamente el proceso de desarrollo a través de la banca. Así, se creó un nuevo marco legal que permitía la creación de bancos de fomento privados, orientados a sectores específicos, como la agricultura, la construcción o la actividad pesquera. Estos bancos podían prestar a plazos más amplios que la banca comercial, recibir líneas de crédito con condiciones preferenciales del BCRP y ofrecer tasas de interés más altas sobre los depósitos que les permitieran competir para atraer fondos del público. Sin embargo, el cambio de mayor relevancia en el funcionamiento del sistema consistió en el traslado de la responsabilidad de fijar las tasas de interés máximas y los montos máximos de las comisiones y demás cobros a los usuarios del sistema, de la banca comercial al BCRP, efectuado en la nueva Ley Orgánica de esta institución en 1962.

El sistema bajo el liderazgo público

A partir de 1968, el gobierno llegó a controlar gran parte de la asignación de recursos. El sistema bancario experimentó dos cambios importantes que incidieron en la propiedad del capital del sistema: por un lado, una reforma legal restringió la participación extranjera al capital de los bancos a un tercio y luego a un cuarto del valor de las acciones a la vez que se limitaba la entrada de nuevas entidades así como la creación de nuevas sucursales por los bancos ya instalados en

32. Véase los estudios de caso de grupos específicos en FitzGerald (1981: 161-164).

el país. Por otro lado, la participación del Estado en el capital del sistema se fortaleció pues, a través de la nacionalización, éste entró como accionista mayoritario en varios bancos comerciales que conformaron la llamada "banca asociada".[33] Este cambio en la propiedad de parte del sistema se acompañó de otras medidas que elevaron el grado de injerencia pública en la asignación de recursos. Así, el estatal Banco de la Nación empezó a realizar operaciones con el público y se sujetó a los bancos privados a obligaciones de canalización de créditos: a partir de 1969, 60% de los créditos nuevos colocados por los bancos debían ir hacia sectores predeterminados. Adicionalmente los bancos con oficinas centrales fuera de la capital fueron organizados en "banca regional" y obligados a prestar sólo en su región de origen. Finalmente, el banco central perdió su autonomía y el sistema financiero quedó bajo la tutela del Ministerio de Economía y Finanzas y de diversas entidades públicas nuevas.[34] Las tasas de encaje y las tasas de interés se diversificaron en función del tipo de banca, de la región y del grado de prioridad del proyecto.

La prolongada crisis de la industrialización sustitutiva y el fracaso de las políticas económicas, 1976-1989

El periodo que se abre en 1976 y se cierra en 1990 corresponde a la larga crisis de la industrialización sustitutiva. Los tres gobiernos que se sucedieron en el poder, el régimen militar de Francisco Morales (1976-1980) y los dos gobiernos civiles posteriores, encabezados respectivamente por Fernando Belaúnde (1980-1985) y Alan García (1985-1990) aplicaron diferentes modalidades de estabilización de la economía, ortodoxas para los dos primeros, heterodoxa para el ultimo, pero no modificaron fundamentalmente la estructura de la economía peruana y no lograron restablecer una mínima viabilidad económica, en un contexto internacional por lo general muy negativo para las exportaciones del país.

Entre 1976 y 1985, las autoridades peruanas aplicaron los característicos programas de estabilización promovidos por el FMI que priorizaban el equilibrio de las cuentas externas y el control de la inflación sobre la base de una reduc-

33. En 1970, el Banco de la Nación adquirió participaciones mayoritarias en tres bancos, el Banco Continental, el Banco Internacional y el Banco Popular (Vilcapoma, 1998).
34. El Consejo Superior de la Banca Estatal, el Comité Sectorial de Asuntos Bancarios y Seguros y la Junta de Política Crediticia y Estatal (Vilcapoma, 1998).

ción de la demanda interna, considerada excesiva para los ingresos del país. Para alcanzar estos resultados, se preconizaba disminuir el déficit fiscal, a través del recorte de los gastos públicos y del alza de los ingresos —en particular mediante el ajuste de las tarifas de los bienes producidos por el Estado o las empresas públicas—, recortar el poder de compra de los asalariados y devaluar el tipo de cambio. A estas políticas excesivamente recesivas para el país sucedieron efímeros intentos de reactivación económica encabezados por el gasto público que generaban inmediatamente un déficit comercial insostenible. El bajo nivel y la volatilidad del crecimiento económico se asociaron a una inflación cada vez más alta, que constituyó una característica saliente de la crisis de la ISI en el Perú.

Las medidas tomadas por estos dos gobiernos no profundizaron ni desmantelaron totalmente el modelo de industrialización sustitutiva y tampoco hicieron viable el crecimiento económico. Entre 1977 y 1983, si bien no se tomaron políticas liberalizadoras de gran alcance, se introdujeron medidas que buscaron mejorar la inserción comercial de la economía peruana: así, se fomentó mediante subsidios públicos la expansión de las exportaciones "no tradicionales" (productos manufactureros y procesados no-primarios), logrando cierto éxito en diversificar las exportaciones. Ahora bien, un evento externo —el alza de los precios internacionales de las materias primas de fines de los años 1970— permitió que Perú cumpliera las metas macroeconómicas acordadas con el FMI y equilibrara sus cuentas externas, dándole la posibilidad de financiar temporalmente su crecimiento. En este contexto, el gobierno civil que se inició en 1980 lanzó un proceso de liberalización incluyendo una apertura comercial inicial así como medidas parciales de liberalización en la esfera financiera interna. Si bien el elevado grado de participación del Estado en el capital de la banca se mantuvo, así como el crédito dirigido, se redujeron los requisitos de encaje legal (de 76% a 15%), se procuró establecer tasas de interés reales positivas en moneda nacional y se autorizo la creación de certificados bancarios denominados en dólares estadounidenses, legalizándose el ahorro en divisas.[35] En un contexto de elevada inflación, devaluaciones abruptas y rendimientos reales negativos de los depósitos en moneda nacional, estos instrumentos se transformaron en vehículos privilegiados para la conservación del poder adquisitivo. Este primer intento de liberalización se interrumpió pronto cuando se produjeron la caída de los precios internacionales de las materias primas y el cese de desembolsos de la

35. Estas medidas se abordan en mayor detalle en la sección siguiente.

banca internacional (1982-1983), acontecimientos cuyos efectos negativos se combinaron en Perú con el impacto catastrófico de las inundaciones y sequías localizadas producidas por el fenómeno natural del Niño (Dancourt, 1999).

En el siguiente quinquenio (1985-90), marcado por un cambio radical de estrategia estabilizadora, el nuevo gobierno decidió combatir el cuadro de inflación alta y recesión que padecía el país aplicando, al igual que Brasil y Argentina, políticas "heterodoxas" que buscaban estabilizar y reactivar simultáneamente la economía. La política macroeconómica partía de un diagnóstico que planteaba que la inflación no reflejaba un exceso de demanda sino que se originaba en las alzas de costos —en especial del tipo de cambio y de los combustibles— fomentadas por las propias políticas ortodoxas de estabilización. La política de precios e ingresos, central en este esquema, consistió en un reajuste inicial que elevó los ingresos salariales con el objetivo de combatir la recesión, estableció una nueva estructura de precios, y, en el sector externo, fijó tipos de cambios múltiples; todos los precios quedaron congelados, y las futuras modificaciones fueron sujetas a autorización gubernamental. Para simplificar las transacciones y a la vez crear expectativas positivas, se decidió la creación de una nueva moneda, el *inti*, equivalente a mil antiguos soles. En el plano del comercio internacional, el país se cerró en un grado extremo; las importaciones quedaron sujetas a sobretasas y controles cuantitativos y el sistema arancelario se complejizó al punto que a finales del periodo (1990) existían 56 tasas arancelarias y catorce sobretasas diferentes (Jiménez, Aguilar y Kapsoli, 1999: 30). Asimismo, se decidió limitar el pago de intereses sobre la deuda externa a una fracción del valor exportado; esta iniciativa, que sólo se cumplió muy parcialmente, implicó para el país una prolongada exclusión de los mercados financieros internacionales. En materia financiera, el nuevo gobierno inauguró un renovado periodo de represión financiera aguda para el sistema bancario. Decretó en particular la conversión en moneda local de los depósitos denominados en moneda extranjera, que produjo la desdolarización forzosa del sistema bancario, y el congelamiento de parte de estos depósitos.

Si bien tuvo inicialmente resultados favorables, expresados en una disminución de la inflación y en crecimiento, este programa no logró crear un crecimiento duradero y sustentable y en un segundo momento, la ampliación del déficit fiscal, asociado a una nueva aceleración inflacionaria que derivó en hiperinflación, la profundización del déficit comercial y un contexto internacional caracterizado por la ausencia total de préstamos voluntarios hacia el país pronto desencadenaron una crisis que amenazó seriamente su estabilidad política y social. El fra-

caso del programa se acompañó de un agudo deterioro de las relaciones con el sector privado y financiero en particular, que culminó en 1987-1988, cuando el gobierno declaró su intención de nacionalizar la banca comercial privada, una medida que no prosperó debido a la oposición que suscitó pero que dio lugar a la creación de un sistema financiero paralelo. La inflación alta que devino en 1988-89 en hiperinflación contribuyó también a reducir a niveles mínimos la intermediación bancaria formal. La desconfianza del público aunada a la ausencia de instrumentos indizados que permitieran proteger el poder adquisitivo, llevó a la dolarización extra-bancaria del ahorro financiero de los hogares y al auge del mercado cambiario informal que invadió calles y plazas. Como lo veremos, la hiperinflación de fines de los años 1980 es la que más estragos causó en el sistema bancario, en especial debido a la ausencia de mecanismos de indización.

Logros e insuficiencias de la industrialización sustitutiva

El periodo relativamente breve que se inició en la década de 1950 y terminó en 1975, constituyó la "edad de oro" de la industrialización sustitutiva en el Perú (Jiménez, Aguilar y Kapsoli, 1999: 24). Entre 1950 y 1975, el PIB real creció a una tasa promedio anual de 5.4% mientras la industria manufacturera, excluyendo las ramas procesadoras de recursos primarios, lo hizo a un ritmo promedio de 8.5% anual. Durante este periodo, la economía se modernizó y la industria manufacturera encabezó el proceso de crecimiento elevándose su participación en la generación del PIB de 13.2% en 1950 a cerca de 18% en 1975 con 16% para las actividades no-procesadoras de recursos primarios, un logro modesto que señala los límites de la diversificación de la economía peruana (cuadro 4). El salario real manufacturero y el empleo en este sector fueron creciendo hasta culminar en 1976. A partir de este año, sin embargo, la crisis del modelo se tradujo en tasas de crecimiento económico extremadamente volátiles que configuraron en promedio un largo estancamiento: Perú no ha pasado por una década perdida como las demás economías de la región sino por más de quince años perdidos, durante los cuales parte de lo logrado en materia de industrialización se esfumó. En 1990, aun antes del abandono formal de la ISI, la participación de la manufactura ya había retrocedido a 15.6% del PIB.[36]

36. La apertura parcial de inicios de los años 1980 redujo, por ejemplo, la producción local de las ensambladoras de autos, las que, debido a la pequeñez del mercado, nunca lograron una escala de producción eficiente. Posteriormente, la caída del poder adquisitivo de la población redujo significativamente la demanda.

La industrialización peruana estuvo liderada por un sector de bienes de consumo duradero controlado por la IED, muy dependiente de tecnología e insumos importados, exclusivamente dirigido al mercado interno y poco o nada competitivo internacionalmente, que se expandió al abrigo de elevadas barreras proteccionistas, escalonadas en función del tipo de bien.[37] En 1972, el sector de bienes duraderos importaba cerca de 60% de sus insumos, contra 40% y 31%, respectivamente, para las actividades productoras de bienes intermedios y de consumo (Thorp y Bertram, 1985: 415). Por ello, la composición de las importaciones se alteró hacia una mayor proporción de insumos para la industria (33% del valor importado entre 1960 y 1969 y 37% en 1980-89)[38] mientras las exportaciones seguían originándose en los tradicionales sectores primario exportadores, que aportaron 90% del valor exportado de 1950 a 1977. La inserción del país en la economía internacional se mantuvo intacta.

CUADRO 4. Perú: PIB por sectores productivos, 1950-2007 (composición porcentual)

	1950	*1960*	*1970*	*1975*	*1980*	*1990*	*2000*	*2007*
Agropecuario [2/]	14.22	10.73	8.45	6.70	6.08	7.82	8.86	7.87
- Agrícola	n.d.	n.d.	4.65	4.10	3.99	4.74	5.79	4.81
- Pecuario	n.d.	n.d.	3.70	2.45	1.90	2.82	2.55	2.40
Pesca	0.14	0.59	1.10	0.28	0.31	0.71	0.58	0.50
Minería	2.60	3.72	3.11	2.40	4.50	4.38	5.46	5.85
- Minería metálica y no metálica	n.d.	n.d.	2.35	1.82	2.61	3.33	4.57	4.90
- Hidrocarburos	n.d.	n.d.	0.77	0.58	1.89	1.05	0.50	0.49
Manufactura	13.23	17.24	17.17	17.72	17.66	15.62	14.87	15.64
- Procesadora de recursos primarios	0.50	2.04	3.82	1.89	3.20	3.46	3.44	2.97
- Manufactura no primaria	12.73	15.19	13.36	15.83	14.45	12.17	11.43	12.61
Electricidad y agua	0.43	0.61	0.76	0.93	1.41	1.80	2.09	2.06
Construcción	3.58	3.47	3.19	3.97	3.55	4.09	5.04	5.59
Comercio	14.76	15.35	15.08	17.14	15.84	14.39	14.28	14.62
Otros servicios	39.89	36.95	39.73	39.01	39.20	42.06	39.17	38.35
Impuestos a los productos y derechos de importación	11.13	11.34	11.39	11.85	11.45	9.14	9.65	9.52
P.I.B.	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

n.d.: Información no disponible.
Fuentes: INEI y BCR.

37. En 1975, el arancel promedio en las industrias productoras de bienes de capital, de bienes intermedios y de bienes de consumo era respectivamente de 55, 69 y 107% (Jiménez, Aguilar y Kapsoli, 1999: 28).
38. Calculado con base en cifras de BCRP, datos en línea.

En el transcurso de este periodo, la minería se constituyó en la primera fuente de divisas, al representar desde 1970 de 45% a 50% del valor exportado, mientras las contribuciones de la agricultura y luego de la pesca retrocedían. Ahora bien, el declive de la ISI coincidió con el rápido crecimiento de las exportaciones "no tradicionales", de mayor valor agregado, que incluyeron manufacturas como los textiles o procesados de recursos naturales; éstas ya representaban más de 20% del valor exportado total en 1980 y 30% en 1990 y constituyeron una diversificación en un rango de productos en los cuales Perú tenía ventajas comparativas (cuadro 5).

CUADRO 5. Perú: exportaciones por grupos de productos, 1950-2007
(valores FOB en millones de US$)

	1950	*1960*	*1970*	*1980*	*1990*	*2000*	*2007*
Total exportaciones	198	444	1 034	3 951	3 280	6 955	27 956
Estructura porcentual (%)							
Tradicionales	89.9	90.7	94.2	77.2	68.8	69.1	76.8
Pesqueros	2.9	9.5	33.0	4.9	10.5	13.7	5.2
Agrícolas	53.7	34.4	15.5	5.8	5.3	3.6	1.6
Mineros	20.6	42.8	45.0	46.9	45.1	46.3	62.0
Petróleo y derivados	12.7	4.0	0.7	19.6	7.9	5.5	8.0
No tradicionales	10.1	9.3	5.8	21.4	30.1	29.4	22.5
Agropecuarios	n.d.	n.d.	0.8%	1.8%	3.6%	5.7%	5.4%
Textiles	n.d.	n.d.	0.1%	5.7%	11.1%	10.1%	6.2%
Químicos	n.d.	n.d.	0.6%	2.3%	2.7%	3.1%	2.9%
Sidero-metalúrgicos y joyería	n.d.	n.d.	0.3%	2.1%	6.7%	3.8%	3.2%
Otros	n.d.	n.d.	4.1%	9.5%	6.0%	6.8%	4.8%
Otros	0.0	0.0	0.0	1.4	1.1	1.5	0.7
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

n.d. Información no disponible.
Fuente: BCRP.

El proceso de ahorro-inversión ha estado caracterizado en todo el periodo por un recurso continuo al ahorro externo (gráfico 1): con pocas excepciones, debidas a auges exportadores inesperados (1979) o a caídas excepcionales de la FBCF (1968-1972), la inversión siempre ha superado el ahorro interno. Las tasas de inversión más altas, cercanas o superiores a 30%, de la segunda mitad de

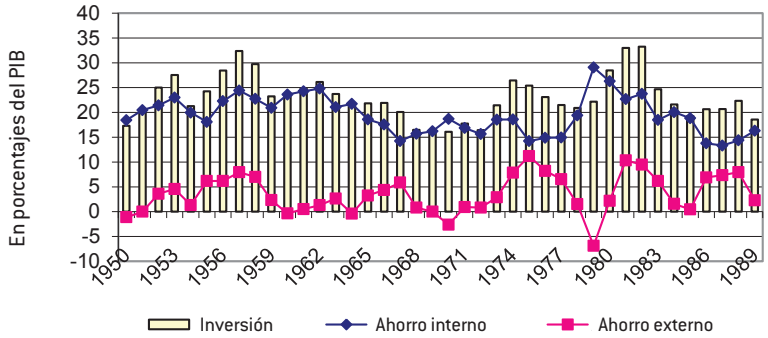
los años 1950 y de 1981-82,[39] fueron permitidas por entradas de capital externo de 7% y 10% del PIB, respectivamente; incluso en años con menores tasas de inversión, la contribución del ahorro externo fue relevante, contraparte de un persistente déficit en cuenta corriente (véase gráfico 3). Por ende la adopción de un nuevo modelo de desarrollo en la década de 1960 no implicó un crecimiento más sustentado en el financiamiento interno, solo significó un cambio en la naturaleza de los flujos externos, de la IED a la deuda pública.

Por lo general, las tasas de inversión agregada que corresponden a los "años dorados" de la ISI fueron relativamente modestas; es más, el periodo que va de 1962 a 1972 muestra un declive de la tasa de inversión de 24% a 15.6% del PIB, con un breve regreso a tasas superiores a 20% entre 1973 y 1976. Esta trayectoria se debió a la prolongada caída de la inversión privada de 28% del PIB en 1957 a 12% entre 1969 y 1972, y al hecho de que su restablecimiento posterior nunca implicó un gran dinamismo.[40] La inversión pública nunca compensó el declive de la inversión privada, pues en gran parte del periodo mostró un crecimiento muy moderado, con un nivel promedio de 5% del PIB y sólo en dos breves momentos se estableció en niveles superiores: los años de mayor esfuerzo de inversión del gobierno militar, 1974-1976, y la primera mitad de la década de 1980.[41] Desde mediados de los años 1970, la economía perdió eficiencia: el crecimiento de la productividad total de los factores se estancó en 1970-1980 y se volvió profundamente negativo en la década siguiente —un decrecimiento de 3.5% anual en promedio en 1980-1990 (Polastri, 2006: 95).

En materia de distribución del ingreso, las reformas estructurales que se iniciaron a fines de los años 1960 y la propia expansión de las actividades manufactureras aunada al mayor gasto social del Estado mitigaron en alguna medida la muy desigual distribución del ingreso del país: así, entre 1961 y 1990 la fracción del ingreso recibida por 60% de la población más pobre se elevó de 18.2% a cerca de 30% (cuadro 6), a la vez que el 20% más rico reducía su participación de 64.4% a 50% del ingreso, disminuyendo el índice de Gini de 0.572 a 0.438. En suma, el reformismo industrializador peruano solo alteró modestamente la

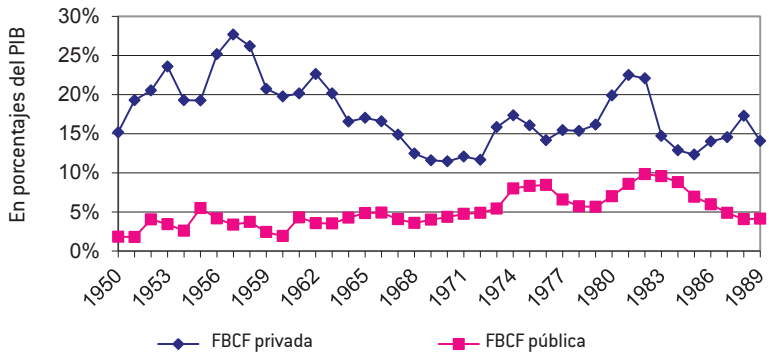
39. Estos dos periodos algo excepcionales corresponden, respectivamente, a las fuertes inversiones mineras de los años 1950 y a una breve euforia provocada por el regreso a un gobierno civil con planes para liberalizar la economía.
40. Si exceptuamos los años 1980-1982, con tasas superiores a 20% del PIB, la razón promedio de inversión privada/PIB es más bien cercana a 15%-16%.
41. A partir de 1983, el nivel relativamente alto de la razón reflejó más bien una caída en el valor del denominador, el PIB, que se contrajo en 9.3%.

GRÁFICO 1. Perú: ahorro e inversión, 1950-1989



Fuente: BCRP.

GRÁFICO 2. Perú: inversión pública y privada, 1950-1989



Fuente: BCRP.

desigual distribución del ingreso, que siguió constituyendo un freno severo a la expansión del mercado interno.

Ahora bien, a partir de 1976, la crisis del modelo de desarrollo se tradujo en la persistencia y en la profundización de los desequilibrios macroeconómicos y en un empobrecimiento agudo de la población peruana. El déficit en cuenta corriente se agudizó claramente a partir de estas fechas, al llegar a niveles más hondos (10% del PIB en 1975 y en 1981-1982) y se hizo permanente incluso en años de crecimiento bajo o de recesión (gráfico 3). Es innegable que estos desarrollos reflejaron por lo menos parcialmente el pronunciado y prolongado

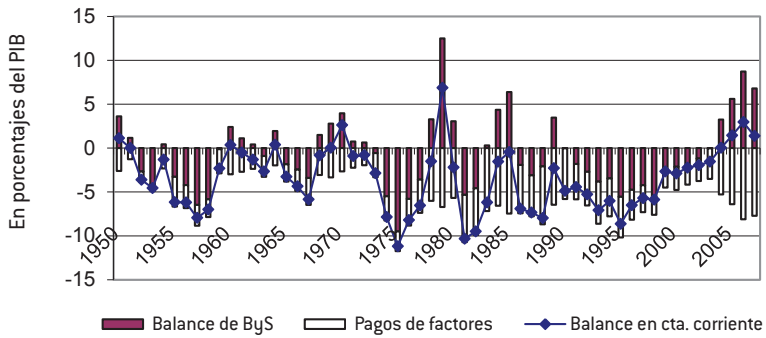
CUADRO 6. Perú: distribución del ingreso, 1961-2003

	1961	*1971*	*1986*	*1990*	*1994*	*1996*	*2000*	*2002*	*2003*
Decil más pobre	n.d.	n.d.	1.84	2.17	1.91	1.52	0.69	1.08	1.35
Quintil más pobre	2.5	1.8	4.84	5.63	4.88	4.38	3	3.13	3.73
Segundo quintil	5.5	5.5	9.07	9.78	9.2	9.03	8.3	7.01	7.67
Tercer quintil	10.2	10.6	13.89	14.08	14.12	14.07	13.76	11.84	12.18
Cuarto quintil	17.4	19.5	21.07	20.47	21.42	21.42	21.62	19.5	19.71
Quintil más rico	64.4	62.6	51.13	50.04	50.38	51.1	53.32	58.52	56.71
Decil más rico	49.2	45.1	35.53	35.19	34.29	35.26	37.05	43.01	40.91
Índice de Gini	57.2		45.72	43.87	44.87	46.24	49.82	54.65	52.02

n.d. Información no disponible
Fuentes: González de Olarte (1997: 210) para los años 1961 y 1971. BM para los demás.

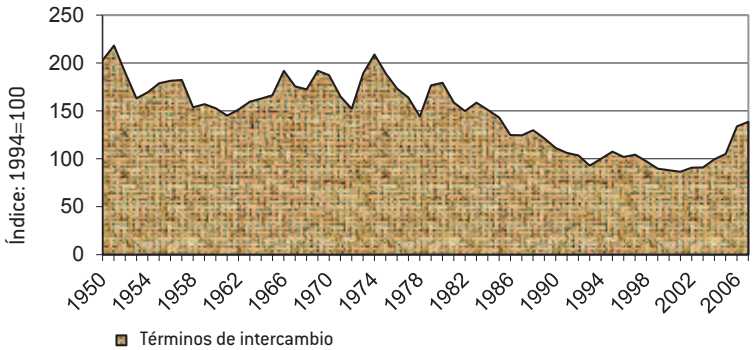
deterioro de los términos de intercambio del país, que se inició después de un fugaz repunte en 1975, y se aceleró en los años 1980, revirtiéndose sólo recientemente (gráfico 4).

GRÁFICO 3. Perú: descomposición de la balanza en cuenta corriente, 1950-2007



Fuente: BCRP.

GRÁFICO 4. Perú: términos de intercambio, 1950-2007



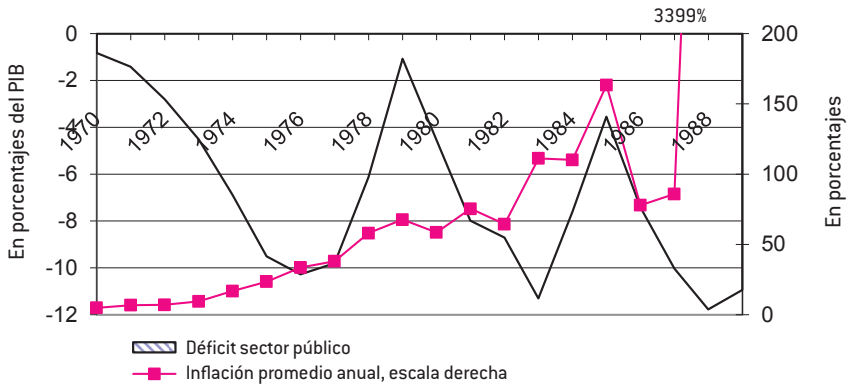
Fuente: BCRP.

Sin embargo, a partir de 1976, el déficit de la cuenta corriente cesó de originarse en la balanza comercial para provenir de la subcuenta de pagos de factores y principalmente del servicio de la deuda pública. Como se mencionó, el creciente papel del Estado en la economía peruana fue financiado en gran parte mediante la contratación de deuda con la banca internacional: a partir de la década de 1970 el endeudamiento público superó ampliamente la anterior deuda privada, y en un contexto de lenta expansión de las exportaciones, el servicio de esta deuda se volvió rápidamente agobiante: 31% del valor exportado en 1976-1977, más de 45% en 1980. Luego de la artificial disminución de los años 1980, el servicio de la deuda todavía se establecía en 38% de las exportaciones en 1991. En consecuencia, la expansión de las actividades económicas internas se encontró crecientemente constreñida por la escasez de divisas.

En materia fiscal, la primera mitad de los años 1970 correspondió a una profundización del déficit del sector público, de 0.8% del PIB en 1970 a 9.5% en 1975 causada por un incremento de los gastos reales tanto de capital como corrientes (no-financieros). En contraste, a partir de 1978, el servicio de la deuda empezó a representar de 20% a 35% de los gastos corrientes y a explicar más de la mitad de los requerimientos financieros del sector público. Este cuadro macroeconómico se completó con un proceso inflacionario que se fue acelerando por etapas, con cada crisis seguida de ajuste recesivo (gráfico 5), superando el ritmo de 50% anuales en 1978, los 100% en 1983, y después de un breve respiro, los 600% en 1988 para culminar en 3389% en 1989. La ISI en el Perú terminó en caos económico y en debacle política, con una mayoría de la

población sumida en una pobreza profunda producto de la hiperinflación y del estancamiento.

GRÁFICO 5. Perú: inflación y déficit público, 1970-1989



Fuente: BCRP.

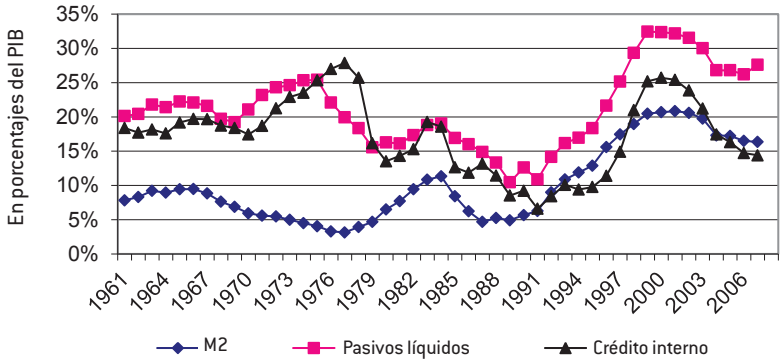
Trayectoria y papel del sistema bancario, 1960-1989

En concordancia con la evolución general de la economía, dos periodos se diferencian netamente en la trayectoria del sistema bancario bajo la ISI (1960-1990). Los diversos indicadores del sistema financiero peruano muestran una primera etapa "virtuosa" a lo largo de la cual un sistema pequeño y superficial experimentó un proceso de profundización financiera relativamente sostenido hasta 1975-1977, seguida de un encogimiento que toma tintes dramáticos en la segunda mitad de la década de 1980 y que refleja el estancamiento económico y más aún, el impacto destructor de la aceleración inflacionaria y de la hiperinflación sobre los activos financieros, en un contexto donde, a diferencia por ejemplo de Brasil, el sistema nunca creó instrumentos indizados. Así, el crédito interno se elevó de 18% del PIB en 1960 a 28% en 1977, desplomándose en 1979 de más de diez puntos en un solo año para terminar en 9% del PIB en 1989 (gráfico 6). A la vez, los activos del sistema se expandieron de 22% del PIB en 1961 a más de 35% en 1975, hasta caer a menos de 10% en 1989.

Tres tipos de instituciones han sido importantes a lo largo del periodo, si bien la participación de la banca comercial fue mayoritaria en los activos totales

del sistema, representando siempre de 50% a 70% del total (gráfico 7). La fase de expansión del sistema vio la banca comercial elevar sus activos de 13% del PIB en 1961 a 25% en 1977, la banca de fomento ("otras instituciones financieras"), pública pero también privada, duplicar su importancia relativa de 5% a 10% del PIB mientras el Banco Central disminuía paulatinamente su papel, con excepción de años de crisis como 1983. Las severas contracciones posteriores —1979-1982 y 1985-1989— parecen haber afectado por igual a todas las instituciones.

GRÁFICO 6. Perú: indicadores de profundización financiera, 1961-2007

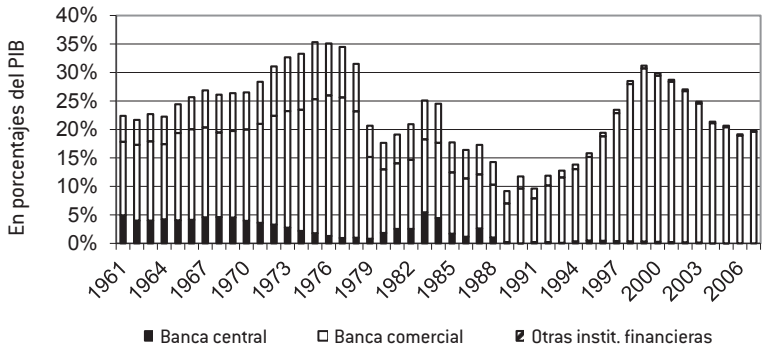


Fuente: FMI.

Ahora bien, el patrón de asignación de los recursos se modificó sustancialmente, produciéndose dos cambios fundamentales en la primera etapa de la ISI, que reflejaron a partir de 1968 la preferencia del gobierno militar reformista por las grandes empresas públicas del sector industrial: en primer lugar, el crédito orientado hacia el sector público cuadruplicó su importancia relativa[42] entre 1963 y 1977 mientras el crédito al sector privado sólo se expandía moderadamente y se desplomaba luego. En segundo lugar, la proporción del crédito total asignada a la industria se elevó, desde los años 1960 para la banca de fomento y a partir de 1970 para la banca comercial, como resultado de la instauración de mecanismos de crédito dirigido, reduciéndose proporcionalmente el financia-

42. Se expandió en más de 15 puntos, de 5% a más de 20% del PIB.

GRÁFICO 7. Perú: activos del sistema financiero, 1961-2007



Fuente: FMI.

miento orientado hacia la agricultura (banca de fomento) y al comercio (banca comercial) (cuadro 7).[43]

Finalmente, la composición por monedas de la liquidez del sector privado muestra que si bien existió un nivel de dolarización entre 1950 y 1970, éste rara vez sobrepasó la cuarta parte del cuasi-dinero (gráfico 8). El proceso de dolarización que se inició entre 1976 y 1977 y llevó rápidamente al dólar estadounidense a constituir más de la mitad del cuasi-dinero total (55% en 1980, 77% en 1985) es por lo tanto cualitativamente diferente y respondió a la ausencia de mecanismos de indización en un contexto de devaluaciones masivas y de inflación creciente.

En 1984, el sistema financiero peruano era claramente del tipo "basado en la banca" y se constituía principalmente de bancos comerciales nacionales y extranjeros que captaban respectivamente 54.8% y sólo 3.6% de los pasivos del sistema, seguidos de bancos de fomento públicos y privados (11.7% y 4.4%), del estatal Banco de la Nación (15%) y de compañías financieras que eran con frecuencia brazos de la banca comercial (5.2%). Mutuales, cooperativas de ahorro y crédito y cajas municipales captaban conjuntamente cerca de 5% del total de pasivos (Rosales, 1985: 46-49). Los inversionistas institucionales y la bolsa de valores o bien brillaban por su ausencia o bien eran muy poco activos. Los

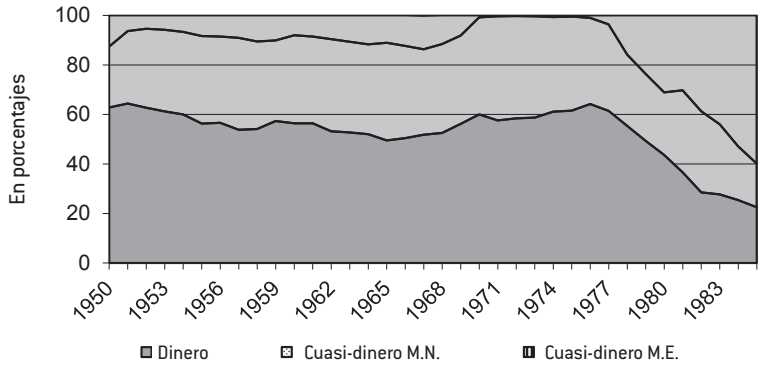
43. El alza de los créditos a la construcción reflejó el creciente interés de los grupos locales por la urbanización de tierras de cultivo cercanas a la capital frente al aumento de la población de clase media.

CUADRO 7. Perú: distribución sectorial del crédito, 1955-1975 (en porcentajes)

	1955	*1960*	*1965*	*1970*	*1975*
Bancos comerciales					
Agricultura	17	15	11	6	3
Industria	26	26	26	35	38
Comercio	43	41	39	28	25
Construcción	5	4	4	10	13
Otros	9	14	20	21	21
Bancos de fomento					
Agricultura	80	70	66	60	45
Industria	10	22	24	31	47
Minería	10	8	10	9	8

Fuente: FitzGerald (1981: 216).

GRÁFICO 8. Perú: dolarización, 1950-1985 (en porcentajes de la liquidez privada)



Fuente: Alarco (1985: 13).

tres primeros bancos concentraban 58% de la cartera de créditos, porcentaje que subía a 71% para las cinco primeras instituciones. Ahora bien, la salud financiera del sistema estaba ya considerablemente deteriorada en 1984 antes de la última aceleración inflacionaria, pues el segundo y el tercer banco, ambos con participación accionaria del Estado, ya estaban técnicamente quebrados, con una cartera vencida que equivalía respectivamente a 574% y 127% de su capital (cuadro 8) y seis otros bancos privados de alcance nacional, regional o de fomento, se hallaban en una situación similar sobre un total de 17 instituciones con capitales locales.

CUADRO 8. Cartera de crédito y cartera atrasada por institución y tipo de banco, noviembre de 1984 (millones de soles)

	Cartera total	*Cartera atrasada*	*Capital*
Bancos comerciales nacionales	5039498	844648	687802
Crédito	1487366	73048	271037
Interbanc	478311	32462	58135
Popular	1167466	440070	76591
Wiese	328757	55909	72086
Continental	987366	158090	123761
Lima	202889	14787	31476
Extebandes	287706	39268	15913
Mercantil	16971	475	19002
Banpeco	82770	30539	19801
Bancos privados de fomento	210852	54641	21255
Bandesco	108847	49323	9747
Latino	102005	5318	11508
Bancos extranjeros	249415	8286	87874
Citibanc	68117	130	15106
Londres	43044	1766	14219
Tokyo	95995	2817	16902
America	20005	2333	16321
Central de Madrid	15217	1240	12600
Chase Manhattan	7037	0	12726
Bancos regionales	724698	208496	103069
Del Norte	79553	12274	16855
Nor-Perú	100660	9790	8738
Surmeban	231871	99219	26259
Los Andes	59415	10268	15029
amazónico	109511	68954	13708
Sur del Perú	143688	8991	22480
Total	6224463	1116071	900000

Fuente: Alarco (1985: 52).

En suma, desde los inicios de su vida republicana hasta los años 1950, Perú aplicó esencialmente un modelo de economía abierta orientado a la exportación primario exportadora y apoyado ampliamente en capitales extranjeros. Si bien el país poseía la ventaja de unas exportaciones diversificadas, la finalización de cada uno de los auges exportadores implicó cada vez una grave crisis económica iniciada por problemas de balanza de pagos y de deuda externa y seguida de res-

tricción del gasto interno, inestabilidad política y cambios brutales de gobierno. Aun cuando los periodos de crisis impulsaron cambios en el rumbo de la política económica y llegaron a desarrollarse fuentes domésticas de crecimiento, las innovaciones en las políticas económicas no fueron consistentes ni sostenidas.

En el largo plazo, el modelo de desarrollo peruano basado en las exportaciones primarias sólo sustentó una tasa promedio de crecimiento real baja, estimada en alrededor de 1% anual per cápita (Thorp y Bertram, 1985: 487) y contribuyó a empeorar la desigual distribución inicial del ingreso. Durante las fases de auge, el éxito y la rentabilidad comparativamente más alta del sector exportador así como la amplia disponibilidad de divisas provocaban un fenómeno de "enfermedad holandesa"[44] y desincentivaban la inversión en otros sectores productivos, tales como la industria orientada al mercado interno. En consecuencia, la economía no desarrolló otros polos de crecimiento suficientemente robustos como para compensar la debilidad de los sectores exportadores en momentos de baja demanda externa.

Es a partir de mediados de los años 1950 que se dio un cuestionamiento más sólido del modelo primario exportador que llevó Perú a adoptar un modelo de desarrollo por ISI bastante más tardío que muchas economías de América Latina. Este cambio de política económica, si bien fue más duradero y consistente, no logró resolver los problemas estructurales de la economía: dependencia del ciclo primario exportador y del ahorro externo —agravados por términos de intercambio poco favorables en buena parte del periodo—, bajo grado de integración de la estructura productiva, concentración del ingreso y gran pobreza de las mayorías que frenaron en forma considerable la constitución de un mercado interno. En efecto, la ISI no cambió la inserción internacional de la economía peruana; las actividades primario exportadoras, y cada vez más la minería de exportación, siguieron siendo el eje fundamental de la economía, mientras se creaba un eje industrial secundario orientado al mercado local, desvinculado del primero y muy exigente en divisas. En consecuencia, el impacto de los ciclos exportadores se fortaleció a través de sus repercusiones sobre el nivel de actividad interna vía la mayor o menor disponibilidad de divisas.

---

44. Recodamos que este término se refiere al efecto que produjo en la estructura económica de los Países Bajos y en particular en la competitividad externa de los demás sectores productivos, la explotación de importantes yacimientos de gas natural descubiertos en la segunda mitad del siglo XX y las exportaciones de este producto primario. Véase glosario.

El periodo de ISI en Perú logró diversificar y expandir el sector manufacturero, pero esencialmente en los rubros de bienes de consumo livianos y duraderos, bajo la protección de altas barreras arancelarias. Huelga decir que no fue selectivo, y que el tamaño del mercado interno no justificaba la presencia de todas las producciones de sectores industriales muy demandantes de divisas —como el automotriz—, incapacitados para alcanzar costos competitivos en el plano internacional. Su incapacidad para generar divisas volvió al sector muy dependiente del desempeño de la tradicional especialización primario exportadora del Perú. El descenso prolongado de las cotizaciones internacionales de las materias primas firmó la sentencia de muerte de la industrialización sustitutiva. En este sentido, la crisis de deuda externa y el estancamiento de los años 1976-1991 se asemejan a los anteriores finales de ciclo exportador de la economía peruana.

La peculiar y tardía industrialización sustitutiva marcó sin embargo un parteaguas en la modernización del país, con la desaparición de los restos del antiguo régimen oligárquico estrechamente asociado a la IED, a través de la reforma agraria y de las nacionalizaciones emblemáticas en la minería, el petróleo, la banca, y con el surgimiento de nuevos actores sociales, de nuevas formas de propiedad y de financiamiento. Por lo menos hasta 1970, impulsó un crecimiento basado por partes iguales en la incorporación de mano de obra, en la acumulación de capital y en el alza de la productividad total de los factores (Banco Mundial, 2006: 95). Sin embargo, la experimentación con un nuevo tipo de financiamiento internacional, la deuda bancaria, después de las emisiones de bonos de la primera mundialización y la detestada IED de las décadas 1920-1950 solo dio al país la ilusión efímera de una mayor autonomía.

En el ámbito financiero interno, Perú tuvo en los inicios del siglo XX un sistema financiero formalmente diversificado, que incluía bancos, bolsa de valores aseguradoras y casas comerciales extranjeras y un rango de instrumentos mucho más variado que en las postrimerías de la II guerra mundial. Desde los primeros intentos de regulación de los años 1920 y la crisis de 1930, la organización del sistema se modificó y se centró alrededor de una banca especializada dominada por capitales extranjeros. A partir de 1968, la radicalización de la ISI se tradujo en el ámbito financiero por un papel protagónico del Estado peruano en la asignación de fondos y una creciente proporción del crédito bancario se dirigió hacia las grandes empresas del sector público. Si en la década de 1960, el crecimiento de la inversión pública pareció buscar compensar el declive previo de la inversión privada, a partir de mediados de los años 1970, la magnitud de

los requerimientos de financiamiento del Estado aunada al desplome del crédito al sector privado parece sugerir que la inversión privada ha sido expulsada del mercado crediticio. Finalmente, desde finales de los años 1970, la caída de todas las variables financieras y la dolarización acompañaron la interrupción del crecimiento económico del país y en 1989, antes del cambio de gobierno, tanto la liquidez del sistema como el crédito interno habían caído a niveles dramáticamente bajos. Frente a este debilitamiento extremo de la economía y del sistema financiero formal, las nuevas autoridades que llegaron al poder en 1990 escogieron aplicar medidas drásticas.

Estabilización y crecimiento en el marco del regreso al liberalismo, 1990-2007

La etapa que se inicia en 1990 con el primer gobierno de Alberto Fujimori, corresponde al abandono de la ISI y a la adopción de un nuevo modelo económico caracterizado por una amplia apertura comercial y financiera del país. En el contexto de una pérdida generalizada de control sobre las variables económicas e inclusive sobre una porción de su territorio de parte del Estado, se lanzó un programa de estabilización combinado desde sus inicios con reformas estructurales introducidas bajo forma de "terapia de choque". Por ello, la liberalización en los diversos ámbitos económicos —interno, comercio exterior, sistema financiero doméstico, cuenta de capitales— ocurrió en forma simultánea y en el contexto de agudos desequilibrios económicos, y Perú, que se encontraba francamente rezagado en relación con el promedio regional de avances en las reformas estructurales liberalizadoras se colocó desde 1993 en el grupo de países donde éstas se encontraban más avanzadas (Lora, 2001). En los párrafos siguientes, se sintetizan las medidas de estabilización y las reformas.

Las primeras medidas aplicadas en agosto de 1990 liberalizaron todos los precios y establecieron un régimen de cambio flotante administrado. La oferta de dinero se utilizó como "ancla" nominal para estabilizar los precios y se efectuó un nuevo cambio de unidad monetaria, con la creación del *nuevo sol*, que equivalía a un millón de *intis*, dando cuenta de la dramática pérdida de valor de esta moneda en el transcurso de la hiperinflación. En el ámbito fiscal, se estableció un "comité de caja" encargado de ajustar los gastos del Estado a sus ingresos. El gobierno fomentó el retiro voluntario de servidores públicos, elevó ciertos impuestos (combustibles, impuestos temporales al patrimonio) y en 1996 logró

resolver el déficit público a través de una contracción del gasto y una elevación de la recaudación, obtenida gracias a un notable fortalecimiento de la administración fiscal. Se emprendió un amplio programa de privatizaciones que retrocedió al sector privado las empresas constituidas en la etapa de ISI, realizándose alrededor de doscientas ventas de empresas públicas entre 1990 y 1999, que incluyeron, entre otros, bancos comerciales, empresas petroleras, mineras y siderúrgicas así como la aerolínea nacional. Perú reestableció relaciones con el FMI y, a partir de 1993, recibió el apoyo de este organismo a su programa económico; en 1996-1997, el país reestructuró su deuda con sus acreedores externos, comerciales, gobiernos miembros del club de Paris, Federación Rusa y otros (FMI, 1998: 6). La autonomía del banco central y la adopción de la Ley de Transparencia y Responsabilidad Fiscal de fines de los años 1990 constituyen "candados" que han atado de manos los gobiernos sucesivos y han fomentado el mantenimiento de políticas macroeconómicas prudentes y el desendeudamiento público.

En el ámbito financiero, las autoridades monetarias emprendieron la remonetización de la economía a través de la compra de las divisas —esencialmente dólares estadounidenses— que circulaban ampliamente en el país. Lanzaron inmediatamente la liberalización del sistema financiero interno (1990-1991) y una rápida apertura de la cuenta de capitales. En el contexto de una pérdida de confianza generalizada del público hacia la moneda nacional, se autorizó asimismo la creación de depósitos y créditos bancarios en dólares para facilitar la recuperación de la intermediación formal (1991).

Las medidas relativas al sistema bancario comprendieron tres reformas de la ley de bancos. La primera significó la abolición de la antigua ley bancaria, introduciéndose la figura legal de la banca múltiple. Una reforma adicional en 1993 amplió las facultades de los bancos, confirmó el retiro del Estado de las actividades bancarias, prohibiéndole la fijación de las tasas de interés, el establecimiento de directivas de crédito y la participación de largo plazo en el capital de entidades financieras, a la vez que precisaba la regulación del sistema. Los seis bancos estatales de desarrollo se fusionaron en una sola entidad, la Corporación Financiera de Fomento (Cofide) que concentró sus actividades en funciones de banca de segundo piso, otorgando líneas de crédito a otras entidades del sistema financiero**.** El sistema bancario comercial fue objeto de una reestructuración en 1991 y 1992, cuando se liquidaron tres bancos con participación pública y se fusionaron otras siete instituciones para conformar entidades de mayor tamaño.

En una segunda etapa que va de 1994 a 1996, las privatizaciones en el sector permitieron la entrada del capital extranjero en el sistema, con participaciones de capitales españoles (los bancos Santander y Bilbao Vizcaya), chilenos e italianos (Ledesma, 2001). Simultáneamente, entraban nuevos competidores al sistema, con capital local y extranjero (chileno y estadounidense). En 1996 se fortaleció de nueva cuenta la regulación y la supervisión del sistema, introduciéndose los criterios prudenciales de Basilea 1 y una nueva ronda de regulación se dio después de las crisis financieras internacionales —crisis asiática de 1997-1998 y las crisis posteriores (Rusia, Brasil y Argentina)—, que, como lo veremos, tuvieron un fuerte impacto negativo sobre el sistema bancario peruano y justificaron una nueva serie de reestructuraciones bancarias y la introducción de programas públicos de apoyo destinados a evitar una crisis bancaria de alcance sistémico.

Las reformas incluyeron además una serie de políticas institucionales de gran importancia que buscaron profundizar el sistema financiero y diversificar el rango de instituciones financieras no bancarias. En particular sobresale la creación en 1993 de un nuevo sistema de pensiones por capitalización individual, donde la gestión de los fondos de los ahorristas se halla a cargo de Administradoras de Fondos de Pensiones privadas (AFP). Al igual que en los demás países que introdujeron este sistema, veremos que este ahorro forzoso ha estimulado la demanda de títulos en el mercado de capitales local, el que por su parte fue objeto de dos reformas. La primera introdujo una nueva ley del mercado, que procuró modernizar su funcionamiento y autorizar nuevos instrumentos. Esta ley fue a su vez reformada en 1996 con el objetivo de ampliar las actividades creándose instrumentos adicionales. Finalmente, cabe destacar igualmente la introducción de una serie de instituciones microfinancieras, cuya importancia radica en la incorporación de nuevos segmentos de la población al ahorro y al financiamiento formal. Las cajas municipales (CM), las cajas rurales de ahorro y crédito (CRAC) y las entidades de desarrollo a la pequeña y mediana empresa (Edpyme) surgieron a finales de la década de 1990.

La política comercial de Perú se reorientó, buscando "liberalizar el régimen comercial con el fin de crear incentivos que no distorsionen, permitan una asignación de recursos eficiente y fomenten el desarrollo de las actividades económicas de acuerdo a las señales de mercado" (OMC, 2000). La reforma comercial figuró entre las primeras medidas de liberalización introducidas y simplificó rápidamente el sistema arancelario, reduciendo tanto los niveles tarifarios como su dispersión. Como resultado de ello, los aranceles promedio alcanzaban en 1993 niveles de 15%, 11% y 12%, respectivamente, para los bienes de consumo,

los bienes intermedios y los bienes de capital, en contraste con los niveles de 73%, 71% y 68% que presentaban en 1985 (Jiménez, Aguilar y Kapsoli, 1999: 28). Con algunos cambios en su estructura tarifaria, el país ha ido bajando continuamente su arancel efectivo de 13.1% en 1994 a 10% en 2001 y 3.2% en 2007, lo cual hace de Perú una economía muy abierta (Carranza, 2008).[45]

Una segunda prioridad de la política comercial consistió en reincorporar al país a la dinámica comercial multilateral. En 1990, Perú sólo participaba de dos mecanismos de alcance regional: era miembro fundador del Pacto Andino (1969) y a la vez pertenecía a la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI), manteniendo en este marco algunos tratados bilaterales con países de la región. Desde las reformas liberalizadoras, Perú ha procurado desarrollar su pertenencia a mecanismos multilaterales de alcance tanto regional como global a la vez que ha establecido acuerdos bilaterales. En el plano multilateral, el país se incorporó a la OMC (1994) y al Mecanismo de Cooperación del Asia-Pacífico (APEC) en 1998 y en América Latina, participó al esfuerzo de integración económica de los años 1990, como miembro de la zona de libre comercio establecida sobre la base de la decisión 414 de 1997 de la Comunidad Andina de Naciones (CAN).[46,47] Desde inicios de los años 1990, el país se beneficia, al igual que sus socios andinos, de sistemas de preferencias establecidos por Estados Unidos (EU), la Unión Europea (UE) y Japón, entre los cuales destaca la Ley de Preferencias Arancelarias Andinas (APTA, Andean Trade Promotion Act), concedida unilateralmente por EU en diciembre de 1991 en el marco de la lucha anti-drogas, y renovada en 2002 bajo un apelativo más explícito (ATP-DEA, Andean Trade Promotion and Drug Eradication Act) incluyendo nuevos productos dentro de los cuales se destacan los textiles, que han desempeñado un papel notable en la diversificación de las exportaciones peruanas hacia este país.

45. Perú no mantiene cuotas cuantitativas de importación ni aranceles ni cuotas de exportación, pero sí maneja un sistema de bandas de precios para determinados bienes agrícolas, que establece precios internos mínimos (y desde 2004 máximos) destinados a proteger la producción local de las fluctuaciones de los precios internacionales

46. El Pacto Andino se transformó en 1996 en la Comunidad Andina de Naciones (CAN). Cabe señalar que las relaciones del Perú con sus socios andinos han sido difíciles en los inicios del nuevo modelo económico peruano pues el país se retiró parcialmente de este mecanismo en la primera mitad de los años 1990 debido a desacuerdos sobre el ritmo de disminución de los aranceles externos, pero se reintegró luego.

47. En el marco de ALADI, Perú mantiene actualmente siete acuerdos bilaterales con países latinoamericanos —Argentina, Brasil, Chile, Cuba, México, Paraguay y Uruguay— entre los cuales destacan el Acuerdo de complementación Económica (ACE) firmado con Chile en 1998 y el ACE suscrito con Cuba en 2000-2001 (Mincetur, 2005).

En materia de IED, Perú ha regresado a su patrón histórico de amplia apertura a la inversión extranjera, al adoptar un régimen liberal garantizado por la Ley de Promoción de la Inversión Extranjera de 1991 e incluso por la nueva constitución de 1993, que contiene artículos que amparan explícitamente la libertad de empresa y la propiedad privada[48] y la protección de la IED está reforzada por la posibilidad de suscribir Acuerdos de Estabilidad Legal con el gobierno, muy controvertidos pues garantizan al inversionista o a la empresa la permanencia de determinados criterios de trato, aun cuando las leyes y reglamentos se vean modificados —discriminando de hecho al inversionista nacional.[49]

Desde 2000, se puede percibir una reorientación de las políticas muy liberales que caracterizaron los inicios del nuevo modelo, cuestionado por el cese brusco de capitales que Perú enfrentó a partir de 1998, la recesión y los problemas bancarios posteriores que pusieron en evidencia la vulnerabilidad externa que éste entrañaba. Los cambios se pueden observar en un mayor esfuerzo por crear fuentes internas de demanda, en particular en el área inmobiliaria, marcada por un gran déficit de viviendas, a través de una nueva institución pública, el Fondo MiVivienda y mediante la oferta de crédito al consumo y de parte del estatal Banco de la Nación. Tanto estas intervenciones como la creación de un banco agropecuario (Agrobanco) que ofrece créditos directos y de segundo piso constituyeron intentos de responder a una clásica "falla" de mercado percibida en el insuficiente financiamiento concedido por la banca comercial. Finalmente, Perú ha introducido cierto pragmatismo en materia de apertura y de desarrollo financiero: se buscó proteger el sistema financiero a través de controles de capitales selectivos —requisitos de encaje legal— que buscan frenar la contratación de crédito internacional por los bancos que operan en el país, y de la acumulación

48. Ningún sector está específicamente cerrado a la inversión extranjera y el país concede trato nacional, incluyendo el acceso de los inversionistas extranjeros a los mecanismos de promoción de la inversión abiertos a los nacionales. La ley de inversión extranjera brinda garantías específicas relativas a la convertibilidad de la moneda y a la libertad de repatriar inversiones, ganancias y regalías y no contempla criterios de desempeño.

49. Estos acuerdos, que tienen una duración de diez años, brindan al inversionista calificado estabilidad contractual en materia de reglamentación sectorial, de trato nacional, de repatriación de ganancias y de acceso al tipo de cambio más favorable, y de trato impositivo de las ganancias (UNCTAD, 2000: 21). Estos acuerdos no dan, sin embargo, acceso a futuros cambios legales que le sean más favorables al inversionista, si bien éste puede solicitar regresar de una vez por todas al régimen general. Han propiciado una diferenciación creciente en el trato recibido por las empresas extranjeras y beneficios que han sido considerados exagerados. Para firmar de un acuerdo de estabilidad, el inversionista debe invertir un monto determinado o crear cierto número mínimo de empleos (véase UNCTAD, 2000, para mayor detalle). Adicionalmente, Perú ha firmado tratados bilaterales de inversión con 25 países, es miembro de la Agencia Multilateral de Garantía de la Inversión (MIGA, por sus siglas en inglés) y accedió en 1993 a la Convención Internacional sobre Resolución de Disputas de Inversión entre Estados y Nacionales de Otros Estados (ICSID, por sus siglas en inglés) (UNCTAD, 2000: 21).

de reservas internacionales, mientras se daban medidas para desarrollar los mercados de capitales locales en moneda nacional y estimular la desdolarización de la economía, en particular a través de la creación de una curva de rendimiento de referencia con emisiones de títulos públicos en soles —las primeras se lanzaron para fondear la reestructuración bancaria.

En materia comercial, se regresó a una política arancelaria más selectiva que descartó el anterior arancel casi plano[50] y se puso un nuevo énfasis en las negociaciones de acuerdos comerciales preferenciales con los principales socios del país, los que buscan mejorar el acceso de las exportaciones peruanas a sus mercados: entre éstos destacan la participación del país a las negociaciones comerciales CAN-Mercosur, que le llevó a asociarse a este mecanismo en 2004, la firma en 2007 de un TLC con Estados Unidos, y el establecimiento de acuerdos comerciales transpacíficos, con la firma en 2005 del acuerdo marco para un TLC con Tailandia, donde Perú expresó por primera vez el objetivo de aprovechar su posición geográfica para transformarse en "el Hub del Este asiático y América del Sur" (Mincetur, 2009), las negociaciones concluidas de TLC con China, Singapur y Japón y las que Perú ha lanzado con Corea del Sur (2008) y con los socios del TPSEPA (Transpacific Strategic Economic Partnership), integrado por Nueva Zelanda, Brunei, Chile y Singapur (Mincetur, 2009). Finalmente, en materia de política monetaria, el país abandonó su monetarismo inicial y adoptó un esquema de metas explícitas de inflación que instrumentaliza la tasa de interés de corto plazo, combinado con una política cambiaria activa que administra el tipo de cambio flexible para evitar fluctuaciones excesivas para un sistema financiero dolarizado.

Estabilización y mejor calidad de la gestión macroeconómica: 1990-2007

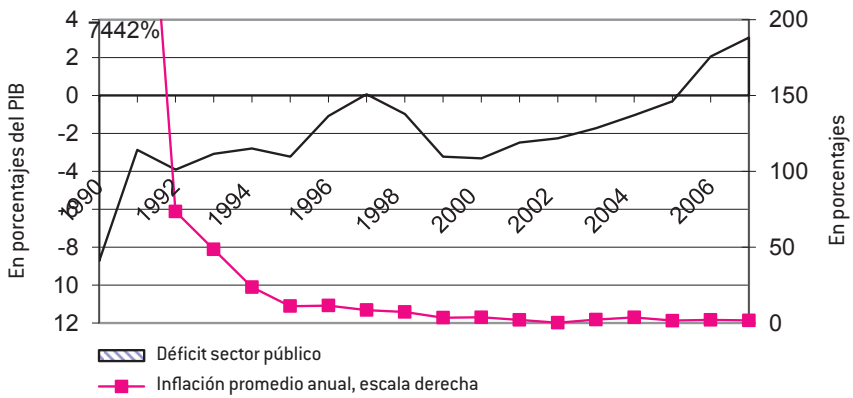
Elevada inflación, crónicos déficit fiscales y comerciales, sobreendeudamiento externo, crecimiento económico escaso y volátil y empobrecimiento de la pobla-

50. En 1998, Perú había simplificado su estructura arancelaria pues solo mantenía dos niveles tarifarios: 20% para un conjunto de bienes como los textiles, los artículos de cuero, los alimentos procesados y algunos aparatos eléctricos, que constituían 15% de las líneas arancelarias, y 12% para el resto de bienes, es decir 85% de las partidas (APEC, 2004). Sin embargo a partir de 2000, se modificó parcialmente la política arancelaria, y en 2005, el país abandonó este arancel prácticamente plano y mantenía cinco niveles tarifarios principales de 0, 4, 7, 12 y 20%, los que se combinaban con sobretasas temporales de 5% a ciertos productos agrícolas e industriales para dar una estructura en ocho niveles (APEC, 2005).

ción constituían el legado de los últimos quince años. ¿Cómo y en qué medida las reformas de los años 1990 permitieron modificar este cuadro? Es innegable que las políticas macroeconómicas han mejorado sensiblemente su calidad y su sofisticación, lo que constituye una clara aportación de la nueva gestión del país. A su vez, permitieron que Perú lograra una mayor estabilidad macroeconómica, ilustrada en primer lugar por el comportamiento de la inflación, del balance fiscal y del saldo de la cuenta corriente.

Estos logros no han sido inmediatos: en contraste con otras experiencias hiperinflacionarias, la salida de la alta inflación[51] no fue rápida sino que tomó cerca de cinco años bajar de un ritmo anualizado de 7,442% en 1990 a 11%. Ahora bien, en años posteriores, Perú consolidó estos logros, con un alza de precios promedio de cerca de 2% anual a partir de 2000 (gráfico 9). El balance fiscal muestra una trayectoria similar de recuperación paulatina pues el déficit, de 8.7% del PIB en 1990, se estableció en cerca de 3% en 1991-1995 hasta alcanzar equilibrar las cuentas en 1997. Después de la crisis asiática, un moderado déficit, más favorable al crecimiento económico, volvió a aparecer y se resorbió de manera progresiva; en 2006 y 2007, el gobierno peruano ha presentado un balance superavitario de 2 y 3% del PIB, respectivamente.

GRÁFICO 9. Perú: inflación y déficit público, 1990-2007



Fuente: BCRP.

51. El proceso hiperinflacionario culminó en un ritmo anualizado de 12,377% en el mes de agosto de 1990, cuando el nuevo gobierno liberó los precios.

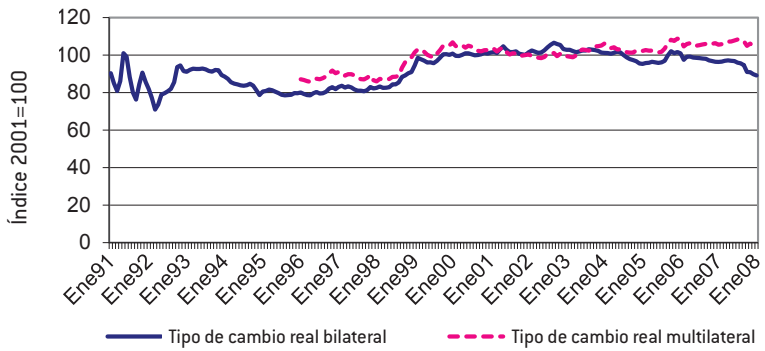
Este resultado ha respondido a dos causas principales: por un lado el gobierno ha logrado elevar sus ingresos corrientes de los niveles mínimos de 10% del PIB en 1989 a más de 20% en 2007 y por otro, la carga del servicio de la deuda ha disminuido de su insostenible 30% de los ingresos corrientes en 1990 a 12% en promedio entre 1997 y 2004 y 8.5% en 2007, como resultado de políticas económicas, como la renegociación de la deuda pública externa y una posterior amortización anticipada de créditos internacionales, pero también de la coyuntura de bajas tasas de interés internacionales vigente desde 2000-2001. La mayor proporción de emisiones a tasas fijas en el mercado doméstico y la contratación de créditos internacionales de largo plazo han bajado considerablemente el riesgo de la deuda pública.

Por su parte, el comportamiento de la cuenta corriente (véase *supra* gráfico 3) señala una notable característica de la estabilización de los años 1990, que lo diferencia de anteriores intentos fallidos: se realizó en el contexto de una masiva afluencia de capitales externos —préstamos bancarios e inversión extranjera directa (IED)— asociados al proceso de reformas estructurales y en particular a las privatizaciones, que autorizaron un marcado déficit en cuenta corriente superior a 6% del PIB en promedio entre 1991 y 1998 y un déficit comercial de cerca de 4% del PIB en el mismo periodo. Es sólo después de esta fecha que el déficit en cuenta corriente se contrajo a 2.2% anual en 1999-2003, transformándose desde 2004 en un superávit sostenido, un fenómeno excepcional en la historia económica de Perú.

Finalmente, la hiperinflación y la estabilización posterior han ido asociadas a cambios fundamentales en dos precios relativos claves para la economía, con fuertes implicancias para su trayectoria de crecimiento por su impacto sobre el comercio exterior y la demanda interna: el tipo de cambio real y el salario real. El primero ha experimentado una fuerte apreciación que lo ubicó muy por encima de sus niveles históricos frente al dólar estadounidense. En 1995 sólo equivalía a 49.8% de su valor de 1975 (Jiménez, Aguilar y Kapsoli, 1999: 31) y aun cuando la depreciación de 1998-2002 revirtió parcialmente esta tendencia, posteriormente el nuevo sol peruano ha vuelto a apreciarse sensiblemente frente al dólar estadounidense (gráfico 10). Veremos que esta trayectoria del tipo de cambio, si bien tuvo beneficios de corto plazo al apoyar la estabilización del nivel de precios, ha sido desfavorable en el mediano y largo plazo al crecimiento y a la diversificación de las exportaciones más allá de los bienes primarios y del sector minero. En cuanto al salario real, no se recuperó de la contracción experimen-

tada en la década anterior y la pérdida de poder adquisitivo de los salarios constituye un aspecto del perdurable empobrecimiento de la población peruana: a mediados de 2007, el índice de sueldo real del sector privado equivalía a 50% del nivel de 1980 (gráfico 11) mientras el índice de remuneraciones reales del gobierno central se establecía en 22% de su nivel de fines de 1981, ya considerablemente inferior a su nivel máximo de 1976.[52] Evidentemente, cambios de tal magnitud han impactado sobre la competitividad externa y sobre la demanda interna del país tanto más que han sido acompañados de elevadas tasas de desempleo y subempleo.

GRÁFICO 10. Perú: tipo de cambio real, 1991-2008

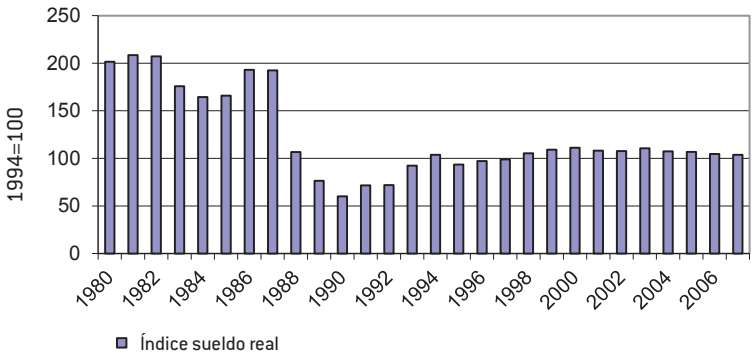


Fuente: BCRP

La trayectoria de crecimiento económico de Perú muestra que las reformas de los años 1990 permitieron reanudar con un ritmo de crecimiento positivo y menos volátil, después de década y media de estancamiento (gráfico 12). A partir de 1993, el país ha crecido a un ritmo sostenido de 7% anual en promedio hasta 1997 y luego de una recesión duradera de cuatro años, ha reanudo con una expansión económica rápida desde 2002, acelerada con el auge de las exportaciones mineras: el crecimiento se ha fortalecido hasta un ritmo de 8.9% anual en 2007 y fue de 6.2% en 2002-2007. Ahora bien, la crisis de 1998-2001

52. Calculado con datos en línea de INEI (2008).

GRÁFICO 11. Perú: índice sueldo real privado (Lima), 1980-2007



Fuente: INEI.

marca la transición entre dos variantes del mismo modelo, que difieren tanto en los sectores líderes como en el tipo de financiamiento externo de la economía. El primer periodo ha sido liderado por los sectores primarios —la producción agropecuaria y sobre todo minera—, y por la construcción, que crecieron a tasas muy superiores al resto de sectores económicos, mientras el conjunto de actividades industriales quedaban rezagadas (cuadro 9).

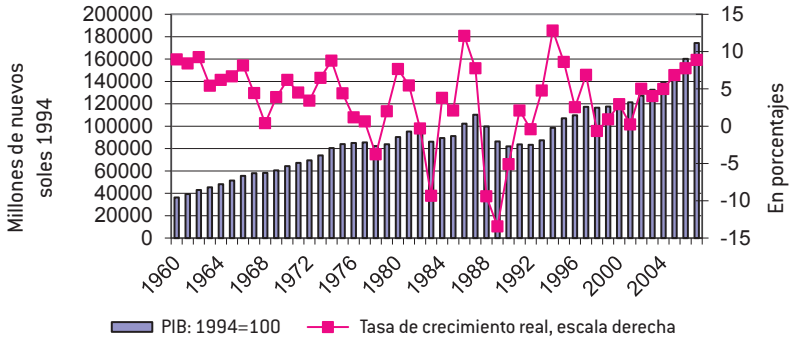
El rasgo más distintivo de esta etapa lo constituye el intensivo recurso al capital externo, que ha financiado el crecimiento de la FBCF desde sus bajos niveles de 1990-1992 —16% del PIB— hasta 23% en promedio entre 1993 y 1998. En efecto, el ahorro interno no se ha elevado en la misma proporción que la inversión, y es la inversión extranjera directa (IED) combinada con préstamos bancarios internacionales que han financiado una fracción importante del esfuerzo de inversión. La IED repuntó a partir de la liberalización e incluso antes de que Perú hubiera renegociado su deuda externa y culminó en 1994 y 1996, con flujos netos superiores a 3,000 millones de dólares, a altura respectivamente de 6.9% y 5.8% del PIB. En determinados años (1994, 1995 y 1997), estos flujos tuvieron un importante componente de adquisiciones de empresas públicas, que predominó sobre la inversión en proyectos nuevos (*greenfield investment*). Considerada en conjunto, la IED constituyó pues una fracción significativa de la FBCF desde 1992 (15% en promedio para el periodo 1992-2003), aun cuando en términos acumulados su papel es todavía relativamente menor que para el conjunto de América Latina y el Caribe (cuadro 10). La segunda fuente de fon-

CUADRO 9. Perú: evolución del PIB por sectores, 1992-2007 (índice 1994 = 100)

Año	*Agropecuario*	*Minería metálica y no metálica*	*Hidrocarburos*	*Industria*		*Electricidad y agua*	*Construcción*	*Comercio*	*Otros servicios*	*PIB*
				procesadora de rec.primarios	*no primaria*					
1992	81	78	93	80	83	78	62	83	90	84
1993	88	86	100	86	85	90	73	86	93	88
1994	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1995	109	107	90	96	108	100	117	111	107	108
1996	115	114	86	100	109	106	114	112	112	111
1997	121	126	85	101	115	119	131	120	118	118
1998	122	122	84	91	113	126	132	117	118	118
1999	134	141	79	106	108	130	118	115	120	119
2000	143	146	73	116	113	134	110	120	122	122
2001	144	162	72	114	115	137	103	121	121	123
2002	152	183	72	119	122	144	111	125	126	129
2003	157	194	69	123	126	149	116	128	132	134
2004	155	204	74	133	135	156	122	136	138	141
2005	163	219	92	138	147	165	132	144	147	150
2006	177	222	97	144	159	176	151	161	157	162
2007	183	225	103	144	180	191	177	177	172	176
1993-1997	8	10	-1	5	6	8	16	7	5	7
1998-2002	4	9	-2	3	1	3	-3	0	1	1
2003-2007	3	4	7	3	8	5	9	7	6	6

Fuente: BCRP.

GRÁFICO 12. Perú: PIB y crecimiento real, 1960-2007



Fuente: BCRP.

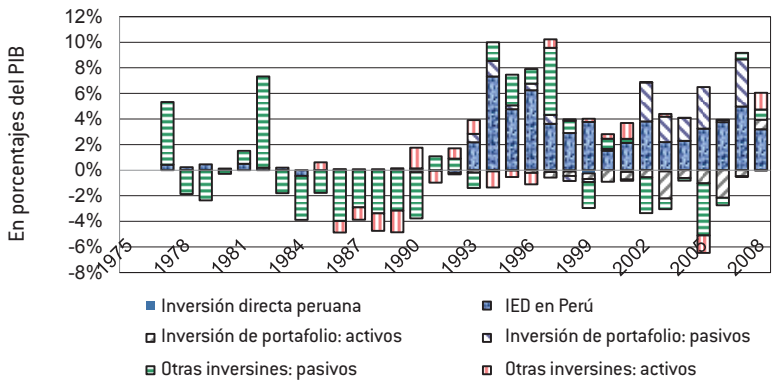
CUADRO 10. Perú: flujos y *stocks* de IED, 1990-2006

	Flujos de IED en % de la Formación Bruta de Capital Fijo, 1990-2006						
	1990-2000 (promedio)	*2001*	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*
IED (% de la FBCF)	13.2	11.5	21.6	13.5	12.8	17.5	18.9
Hacia fuera (% de la FBCF)	-	0.7	0.6	1.3	0.5	1.2	2.3
Referencia América Latina y Caribe							
IED (% de la FBCF)	13.2	19.8	14.9	11.2	24.1	16.1	15
Hacia fuera (% de la FBCF)	3.8	1.8	2.3	2.3	7.2	7.7	8.9
	Stocks de IED en % del PIB, 1980-2003						
	1980	*1985*	*1990*	*2000*	*2002*	*2003*	*2005*
IED acumulada (millones de US$)	890	1152	1330	11062	12460	12745	15889
IED acumulada (% del PIB)	4.3	6.1	4.5	20.7	22.1	21	20
Inv. dir. peruana acum. (millones de US$)	3	38	112	505	666	814	1047
Inv. dir. peruana acum. (% del PIB)	-	0.2	0.4	0.9	1.2	1.3	1.3
Referencia América Latina y Caribe							
IED acumulada (% del PIB)	6.5	11	9.3	23.9	34.4	36.8	32.7
Inv. dir. afuera acum (% del PIB)	6.5	7.7	5.6	10.4	10.5	10.7	14.6

Fuente: UNCTAD (2004, anexo estadístico). UNCTAD (2007)

dos externos, los préstamos internacionales fueron por su parte especialmente relevantes entre 1994 y 1997.

GRÁFICO 13. Perú: componentes de la cuenta financiera, 1975-2008



Fuente: FMI.

En suma, el crecimiento más dinámico de mediados de la década de 1990, en parte constituido por la recuperación de recesiones previas, se ha fundamentado en entradas récord de capitales provenientes del exterior, que muestran el carácter excepcional del periodo (Iguiñiz, 2003), con flujos brutos que en ocasiones se elevaron a 10% del PIB (gráfico 13). Ahora bien, a partir de 1998, las entradas de capitales disminuyeron y, en contraste con la IED que ha seguido entrando en el país a razón de 2% a 5% del PIB anuales, los préstamos bancarios no han constituido más una fuente importante de financiamiento externo. La recesión que vivió el país entre 1998 y 2001 tuvo un fuerte componente financiero: como lo veremos, estos préstamos se habían canalizado hacia la oferta crediticia interna en divisas cuya calidad fue afectada negativamente por la depreciación cambiaria, suscitándose un posterior proceso de reestructuración del sistema bancario apoyado con fondos públicos así como un fortalecimiento de la reglamentación sobre contratación de créditos internacionales. Así, durante la crisis, la minería y la agricultura de exportación fueron las principales fuentes de crecimiento, seguidas de la industria procesadora de recursos naturales mientras la actividad en el sector de la construcción y en los sectores orientados al mercado interno se contraía drásticamente debido a la escasez de financiamiento.

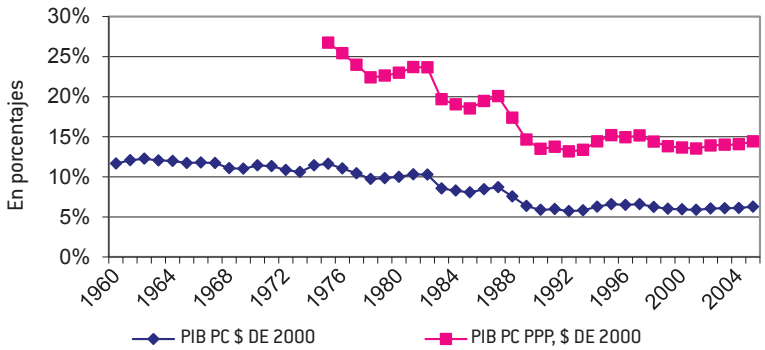
A partir de 2002, Perú ha crecido con un nivel de entradas brutas de capitales menor al del periodo 1992-1998, pero muy superior a las cifras anteriores a 1990, que incluyó a partir de 2002 un nuevo componente, flujos de portafolio vinculados al *carry-trade*, que reflejan la modificación de la percepción del país de parte de los inversionistas internacionales. Si en 2001 el primer impulso hacia la recuperación del crecimiento económico fue dado por factores de orden financiero —en una economía semi-dolarizada, la disminución de las tasas de interés estadounidenses permitió la baja de las tasas internas y la reactivación de la demanda urbana—, la reactivación se sustentó posteriormente en medidas (en particular crédito concesional público) que alentaron el sector de la construcción residencial, así como en las mayores exportaciones de bienes manufacturados (textiles principalmente) hacia los Estados Unidos (Dancourt, 2003). Por estas razones, la expansión ha sido encabezada por los sectores de la industria manufacturera y de la construcción y ha sido más equilibrada que en los años 1990, pues también la producción de los sectores exportadores ha crecido, si bien con tasas más moderadas (cuadro 9, *supra*). Finalmente, el cuadro macroeconómico mejoró decisivamente desde 2003, cuando Perú entró, al igual que las demás economías exportadoras de recursos naturales, en un nuevo auge primario exportador generado por la fuerte demanda asiática de productos primarios, que ha fortalecido el valor exportado, y ha mejorado la balanza comercial así como los indicadores internacionales del país. Esta mejoría permitió que entre 2007 y 2009, la deuda pública peruana recibiera el grado de inversión de parte de varias agencias calificadoras internacionales. Ahora bien, ¿este buen desempeño macroeconómico de los últimos años significa que Perú se halla ahora en una senda de crecimiento sostenible que permitirá mejorar el bienestar de su población? En los párrafos que siguen mostraremos que tanto los efectos perdurables del estancamiento económico anterior como los rasgos del nuevo modelo implican que se requiere reformar sustancialmente las políticas vigentes para que Perú logre un crecimiento duradero, incluyente y ambientalmente sostenible.

Cambio estructural e inserción internacional

Ubicar en el plano internacional el desempeño del país lleva a relativizar la magnitud de su "resurrección" económica: al respecto, la comparación con las economías desarrolladas representadas por Estados Unidos subraya que el empobrecimiento de Perú ha sido profundo y perdurable. De hecho, entre 1962

y 1992, el ingreso per cápita peruano medido en US$ de 2000 ha ido "divergiendo" continuamente frente al nivel marcado por las economías centrales, pasando de 12.2% del ingreso de EU en 1960 a 10.2% en 1982 y 5.7% en 1992 (13% tratándose de US$ internacionales). La recuperación posterior era todavía muy modesta en 2005, pues la relación se elevaba a 6.3% (gráfico 14).

GRÁFICO 14. Perú: PIB per cápita en relación con Estados Unidos (1960-2005)



Fuente: BM.

Simultáneamente, el cambio registrado en la composición del valor agregado confirma el renovado ascenso de las actividades primarias, cuya participación conjunta ganó 3.4% de PIB entre 1980 y 2007, mientras la industria manufacturera no-primaria retrocedía a niveles de inicios de los años 1950 (12.6% del PIB, véase cuadro 4, *supra*). Esta contracción afectó más a las actividades productoras de bienes de consumo duradero y de maquinaria, de mayor valor agregado, cuya participación se desplomó en los primeros años de aplicación del nuevo modelo económico, elevándose en contraste la participación de las industrias productoras de bienes intermedios, que aprovechan la disponibilidad de procesados primarios, de origen minero en particular (Jiménez, Aguilar y Kapsoli, 1999: 35). Se puede entonces hablar de un retroceso en la diversificación de la estructura productiva. El sector de servicios es ahora el principal contribuyente al PIB y al empleo, pero este sector está constituido en buena parte por actividades de servicios de muy bajo valor agregado, que permiten a la población sobrevivir a través de un subempleo autogenerado y así compensar en parte los efectos de la insuficiencia de

oferta de trabajo: el desempleo urbano, punta del iceberg del subempleo, afectaba a 8.2% de la población activa en 1995 y 8.4% en 2005-2007 (CEPAL, 2004: 166; CEPAL, 2008: 100). Aun cuando la economía ha creado empleos en el sector de la pequeña, mediana y gran empresa, éste solo aglutina a 17% de la población económicamente activa y la mayoría de la población trabaja por tanto en microempresas de hasta diez trabajadores, informales en 70% (García, 2007).

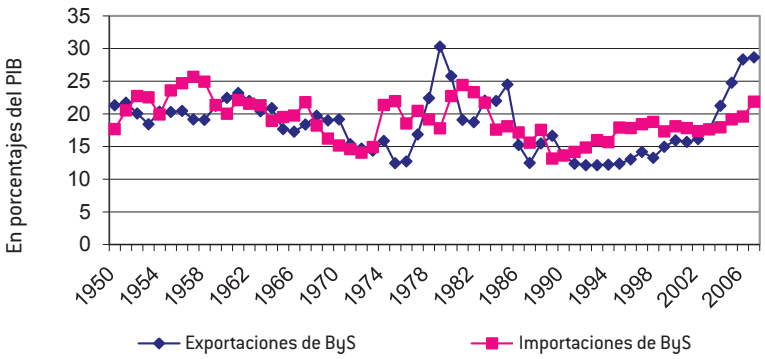
La inserción comercial desde las reformas

Una primera paradoja del regreso de Perú a un modelo de crecimiento exportador más acorde con la dotación de recursos del país es que solo permitió muy recientemente "abrir" la economía a través de un alza sensible de las exportaciones en proporción del PIB: a pesar de su diversificación hacia nuevos productos, como las frutas y los vegetales de la "nueva agricultura" costeña, hasta 2002 el crecimiento en valor de las exportaciones ha sido desigual y volátil, muy sensible a la coyuntura internacional y la economía peruana mantenía el carácter "cerrado" que había adquirido desde mediados de los años 1970: el país era una de las pocas economías latinoamericanas que no habían elevado su grado de apertura económica, medido por el coeficiente exportaciones + importaciones/PIB. Con 17% del PIB en 2003, la razón exportaciones/PIB sólo había "ganado" 4 puntos desde 1991 y seguía siendo inferior a sus niveles promedio del periodo 1950-1970. Este rasgo que refleja las dificultades macroeconómicas y estructurales para transformar el sector exportador en un poderoso motor de crecimiento, sólo se ha modificado a partir de 2003, cuando una combinación de mayores cantidades exportadas y de precios a la alza ha elevado la razón de exportaciones a 29% del PIB en 2007, cerca del récord del año 1979 (gráfico 15).

Este desempeño exportador menos dinámico que lo esperado —por lo menos en los años anteriores al auge minero— en una economía dotada de muchos recursos y de un costo del trabajo severamente recortado por la crisis, llama la atención hacia el alto nivel del tipo de cambio del sol peruano posterior a la estabilización —en parte requerido para asegurar la estabilidad de un sistema financiero todavía altamente dolarizado,[53] asociada también a cuantiosas

53. Varios factores confluyen para explicar el nivel del tipo de cambio: en primer lugar, al igual que otros países de la región, Perú parece preferir esta solución que frena el alza de los precios de los bienes comerciables y sustenta una mayor capacidad de compra de la población y contrasta con las preferencias de los exportadores asiáticos de bienes manufactureros. A la vez, la estabilidad cambiaria sigue siendo clave para la salud del sistema financiero, todavía altamente dolarizado y con desajustes cambiarios entre activos y pasivos de los deudores. En

GRÁFICO 15. Perú: comercio de bienes y servicios, 1950-2007



Fuente: BCRP.

entradas de fondos externos—, la concentración de las exportaciones en pocas firmas y los obstáculos de todo tipo que dificultan el acceso de nuevos productores y sobre todo de Pymes a los mercados externos, así como la insuficiencia de mecanismos de promoción y apoyo que pudieran compensar estas dificultades. Conjuntamente, estos factores han dificultado la diversificación de las exportaciones al quitar competitividad externa a productos más novedosos para el país, provenientes de la "nueva agricultura" o del sector industrial —textiles, procesados basados en recursos naturales.

El proceso de diversificación exportadora ha tenido lugar en un espectro de productos determinado por los recursos naturales del país: en primer lugar dentro del rango de minerales y procesados que constituyen su primera riqueza (62% del valor exportado en 2007), notablemente con exportaciones de oro, que constituyen actualmente el segundo producto exportado (15% del total) detrás del cobre (26%). En segundo lugar, se hallan las mencionadas exportaciones textiles y agropecuarias, seguidas de químicos y productos metalmecánicos, que predominan en las exportaciones "no tradicionales" (22% del valor exportado). Sin embargo el grado tecnológico de estos productos sigue siendo bajo, pues los bienes de baja, mediana y alta tecnología sólo constituían, respec-

segundo lugar, el tipo de cambio ha sido sostenido por permanentes entradas de capitales, registradas y también ilegales (contraparte de exportaciones no registradas de derivados de coca): la IED en primer término, y luego los préstamos bancarios de los años 1990 y los flujos de portafolio de la década de 2000.

tivamente 8%, 1.6% y 0.2% de las exportaciones peruanas, un proporción que ha caído mecánicamente desde 2004, porque el auge de los precios de los minerales ha "dopado" el valor de las exportaciones mineras (CEPAL, 2005 y 2007).

CUADRO 11. Perú: principales productos exportados, enero-diciembre de 2007

Productos	*Millones de US$*	*Participación porcentual*	*Tasa de crecimiento 2/*
Mineros	17031.2	61.73	15.8
- cobre	7241.1	26.25	20.8
- oro	4112.6	14.91	2.7
- zinc	2535.1	9.19	27.3
- otros 1/	3142.3	11.39	-
Hidrocarburos	2348.1	8.51	23.7
Pesqueros	1456.5	5.28	9.1
Agrícolas	460.4	1.67	-19.7
Total 1	21296.2	77.19	15
Textiles	1729.8	6.27	17.5
Agropecuario	1503.4	5.45	23.2
Químicos	798.1	2.89	33.4
Sidero-metal.	802.7	2.91	11.9
Pesqueros	502.2	1.82	14.1
Madera y papel	359.3	1.30	8.1
Metal-mecan.	215.1	0.78	31.1
Otros	382.2	1.39	—
Total 2	6292.8	22.81	19.1
total 1+2	27589	100.00	15.9

1/ incluye hierro, plata, plomo, estaño y otros.
2/ con respecto al año anterior
Fuente: Mincetur (2007)

En el contexto de un comercio exterior diversificado geográficamente, la intensificación de los intercambios que se inicia en los años 1990 ha implicado reacomodos en las posiciones relativas de los socios comerciales del país: las economías asiáticas han pasado a representar una cuarta parte del comercio exterior peruano, con un alza sensible de las exportaciones y aún más de las importaciones con esta región, en especial hacia y desde China. Sin embargo, el alto crecimiento de las exportaciones hacia China y Asia Pacífico es relativamente menos favorable para Perú pues ha concernido casi exclusivamente a los productos pri-

marios (97.3% del valor exportado hacia China en 2007) y ha contribuido a la reprimarización de las exportaciones del país.

A la vez Estados Unidos, el primer socio comercial del país en 2007 —19% de sus exportaciones— ha ido perdiendo importancia relativa al igual que la Unión Europea mientras la integración de Perú en América Latina se profundizaba, pues en 2007 la región recibía 21% de sus exportaciones a la vez que surtía 38% de sus importaciones (cuadro 12).[54] Ahora bien, la exportación hacia América Latina y en menor medida hacia Estados Unidos es potencialmente más beneficiosa para el país pues se trata de mercados hacia los cuales Perú envía bienes relativamente más elaborados[55] mientras en contraste la creciente orientación del comercio exterior hacia el Pacífico reproduce y profundiza su condición primario exportadora.

La inserción financiera internacional

Después de la etapa de endeudamiento con la banca internacional privada de las décadas de 1960-1970 y la exclusión financiera del país de los años 1980, Perú inició en 1992 una nueva fase de su internacionalización financiera que ha permitido fortalecer su posición de inversión internacional, con una disminución de sus pasivos netos de 48% del PIB en 1986 —una cifra que colocaba al país entre las economías altamente endeudadas— a un nivel mucho más manejable de 20% en 2008. Las políticas públicas son responsables de buena parte de esta mejoría pues han contribuido a reducir la vulnerabilidad financiera del país. En primer lugar, el manejo de los pasivos ha incluido la disminución de la deuda bancaria pública[56] —vía amortizaciones anticipadas, ampliación de plazos y preferencia por las emisiones en los mercados locales de capitales— y, después de la crisis asiática, también una gestión de la deuda privada, mediante la introducción de requisitos de reserva legal al fondeo externo de la banca. En segundo lugar, el alza de los activos internacionales obedeció primordialmente a la constitución de un nivel de reservas cambiarias relativamente elevado —68% de los activos

54. Cabe sin embargo registrar que esta cifra constituye un retroceso frente al año 2004, cuando un elevado 44% de sus importaciones provenían del subcontinente; esta disminución coincide con la elevación de las importaciones procedentes de China y puede señalar una nueva tendencia.
55. En 2007, los bienes que incorporaban tecnología de nivel bajo constituían respectivamente 16.8% y 22.5% de las exportaciones hacia estas zonas, mientras que las exportaciones hacia América Latina comprendían también bienes de tecnología de nivel medio a altura de 12.5% (CEPAL, 2009).
56. La deuda pública constituía cerca de 80% de los pasivos y 50% del PIB en 1986, y su peso bajó en 2008 a menos de 15% de los pasivos y de 10% del PIB (calculado con base en FMI, 2010a).

CUADRO 12. Perú: exportaciones e importaciones por zona geográfica, 1990 y 2007 (millones de dólares US y porcentajes de las exportaciones o importaciones totales)

	América Latina[/1]		*Estados Unidos*		*Unión Europea*[/2]		*Asia Pacífico*[/3]		*China*		*Japón*		*Otros*		*Total*
Exportaciones															
1990	492 461	14.9%	764 102	23.1%	1 118 058	33.8%	176 593	5.3%	55 459	1.7%	420 070	12.7%	286 004	8.6%	3 312 748
2007	5 724 883	20.6%	5 383 429	19.4%	4 998 150	18.0%	1 802 735	6.5%	3 034 660	10.9%	2 181 603	7.8%	4 674 620	16.8%	27 800 079
Importaciones															
1990	955 380	36.3%	743 558	28.2%	530 413	20.1%	140 394	5.3%	19 058	0.7%	90 524	3.4%	154 641	5.9%	2 633 966
2007	7 900 408	38.6%	3 626 756	17.7%	2 368 424	11.6%	1 564 679	7.6%	2 476 036	12.1%	792 784	3.9%	1 764 702	8.6%	20 493 789

/1 Comercio con 33 naciones de América Latina

/2 Comercio con las 27 naciones integrantes de la Unión Europea.

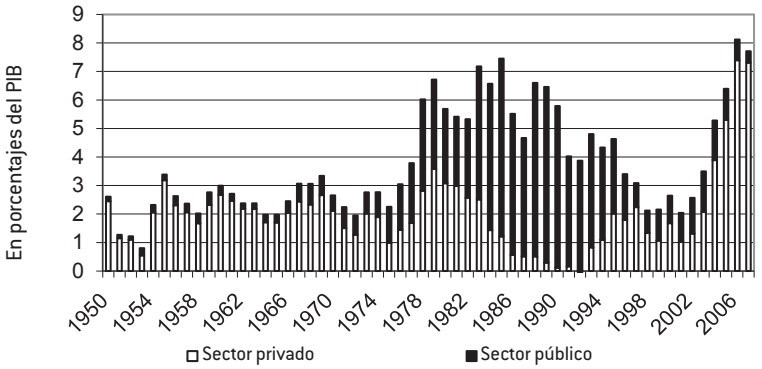
/3 Australia, Brunei Darussalam, Camboya, Filipinas, RAE Hong Kong, India, Indonesia, República Democrática Popular Lao, Malasia, Myanmar, Nueva Zelanda, República de Corea, Singapur, Tailandia, Viet Nam y otros países de Asia no especificados.

Fuente: CEPAL (2009, anexo estadístico, cuadro II, 31 B).

en 2008— destinado a proteger un sistema financiero parcialmente dolarizado, y de inversiones de portafolio provenientes del sistema de fondos de pensiones: entre 1986 y 2008, los activos externos del país se han multiplicado diez veces. A la vez, los nuevos pasivos internacionales, más diversificados, son de carácter privado y se reflejan en el alza del *stock* de IED, hoy en día la primera fuente de pasivos del país, delante de la deuda bancaria y de las inversiones de portafolio en acciones (9% del PIB en 2008) y títulos de deuda (cuadro 13).

Por otro lado, cabe enfatizar el costo del nuevo patrón de financiamiento externo, reflejado en la subcuenta de ingresos de factores del país: los pagos, realizados sobre todo por el sector privado, se componen en buena parte de las ganancias repatriadas de la IED: así las salidas han crecido con fuerza con el auge minero-exportador y se establecen ahora en un nivel récord de 8% del PIB, muy superior al promedio de la primera mitad de la década de 1980, cuando culminó la carga de la deuda pública. Aun cuando responden más al ciclo económico que el servicio de la deuda, estos flujos ya representan una carga elevada que Perú tiene que cubrir sea exportando más, sea atrayendo nuevos flujos de capitales. Es más, si la comparamos con anteriores auges mineros, por ejemplo, con el periodo 1950-1955 cuando la IED desempeñaba, como hoy, un papel protagónico en muchos sectores económicos, la carga de pagos resulta especialmente alta (gráfico 16): o bien la rentabilidad de las inversiones en el Perú es muy elevada, o bien la fracción de la renta retenida por el Estado peruano ha bajado a niveles menores que en otras épocas.

GRÁFICO 16. Perú: pagos por renta de factores, 1950-2007



Fuente: BCRP.

CUADRO 13. Perú: posición de inversión internacional 1986-2008 (millones de US$ y porcentajes del PIB)

	1986		*1997*		*2008*	
	mill. US$	*% del PIB*	*mill. US$*	*% del PIB*	*mill. US$*	*% del PIB*
Activos	4328	16	16139	27	46055	36
Inversión directa en el extranjero	0	0	601	1	1694	1
Inversión de portafolio	0	0	827	1	10323	8
Acciones	n.d.		581	1	9006	7
Títulos de deuda	n.d.		246	0	1317	1
Derivados financieros	0	0	0	0	0	0
Otras inversiones	2523	9	3698	6	2815	2
Autoridades monetarias	0	0	48	0	0	0
Gobierno central	0	0	0	0	0	0
Bancos	248	1	1081	1	1753	1
Otros sectores	2275	8	2569	4	1061	0
Activos de reserva	1805	7	11011	18	31223	24
Pasivos	16663	64	40227	68	76138	59
Inversión extranjera directa	1152	4	7753	13	30231	23
Inversión de portafolio	0	0	8138	13	19226	15
Acciones	n.d.		3685	6	11319	8
Títulos de deuda	0	0	4453	7	7906	6
Derivados financieros	n.d.		0	0	0	0
Otras inversiones	15484	59	24336	41	26680	20
Autoridades monetarias	908	3	1092	1	36	0
Gobierno central	12704	49	13969	23	11802	9
Bancos	724	2	3397	5	5605	4
Otros sectores	1148	4	5876	10	9236	7

n.d. Información no disponible.
Fuente: FMI.

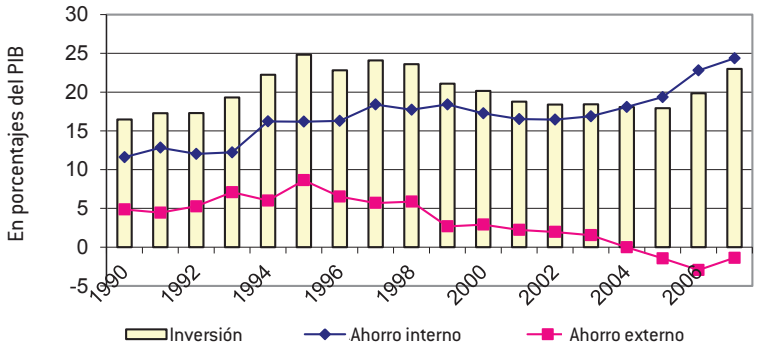
En suma, los resultados del regreso de Perú al liberalismo han producido estabilidad macroeconómica y crecimiento sobre la base de una vuelta a un patrón que privilegia la demanda externa de productos primarios como principal fuente de la dinámica económica y que recurre intensamente al financiamiento externo. La crisis de 1998-2001 ha marcado las insuficiencias y los riesgos inherentes al modelo muy liberal del periodo 1992-1997 y desde 2001, se pasó a una etapa más pragmática que ha buscado fortalecer la demanda interna, esencialmente a través del fomento de la construcción residencial, del desarrollo de la infraestructura física mediante asociaciones público-privadas y de créditos al consumo. Ahora bien, aun considerando el muy buen desempeño reciente del

país en materia de crecimiento económico, volvió a retomar fuerza hace poco el debate interno sobre el modelo neoliberal peruano y su capacidad de brindar un crecimiento dinámico, sostenible y más equitativo de la economía peruana. En efecto, cerca de veinte años después de su introducción, el modelo no ha empezado a resolver y en ciertos aspectos ha profundizado obstáculos que restringen el crecimiento de largo plazo.

Estas debilidades se reflejan en una tasa de FBCF relativamente baja: si las reformas de los años 1990 rompieron con la elevada volatilidad del periodo 1978-1992 a favor de un patrón más estable, los niveles de inversión de los años 1994-1999 (22.8% del PIB en promedio) no se sostuvieron posteriormente —cuando se frenaron las entradas netas de capitales— y es sólo en 2006 y 2007, en pleno auge minero, que la tasa de inversión se ha vuelto a elevar a 22% del PIB (gráfico 17). El problema es más agudo si tomamos en cuenta que un porcentaje más alto de la inversión se orienta en la actualidad hacia la construcción residencial: la inversión en maquinaria y equipo así como la construcción de infraestructuras públicas son insuficientes para sustentar un crecimiento dinámico basado en ganancias de productividad, tanto si las comparamos con la inversión realizada por otras economías competidoras como si tomamos en cuenta las enormes necesidades del país. En efecto, el rezago se ha acumulado durante el prolongado estancamiento del Perú y concierne tanto las infraestructuras físicas básicas —carreteras, generación de electricidad, agua y saneamiento urbano, infraestructura portuaria— como el capital humano, y reduce significativamente la productividad y la competitividad del país y su capacidad de atraer inversiones foráneas más allá del ámbito minero. Así, el déficit de infraestructuras físicas, del orden de 35% a 40% del PIB (Jiménez, 2010a) es tal que impide la conformación de un mercado de alcance nacional. A la vez, el sistema educativo está prácticamente quebrado, una parte importante de la población carece de acceso a servicios de salud decentes y a nutrición, y el sistema jurídico, donde prevalecen la incertidumbre en el respeto de los contratos, la corrupción y las debilidades en la impartición de justicia constituye un freno adicional al desarrollo empresarial.[57] Las carencias pre-existentes en 1990 han sido profundizadas por el actual modelo que ha reducido a niveles mínimos la inversión y los servicios públicos para generar el superávit fiscal y los ahorros que han permitido disminuir la deuda pública: la estabilidad macroeconómica

57. Véase al respecto el informe del Banco Mundial (Giugale, Fretes-Cibils y Newman, 2006) y un muy detallado estudio del banco central (BCRP, 2008).

GRÁFICO 17. Perú: ahorro e inversión, 1990-2007



Fuente: BCRP.

se ha logrado en parte sobre la base del minimalismo estatal y de un deterioro de las perspectivas de largo plazo de la economía.

Asimismo, los problemas de heterogeneidad estructural y la insuficiencia de los encadenamientos productivos de la economía peruana no han sido abordados por el nuevo modelo. En primer lugar la modernización sólo ha alcanzado un pequeño sector de empresas, predominantemente grandes y medianas y con participación extranjera, mientras el vasto universo de las Pymes locales enfrenta numerosos obstáculos de infraestructura, capital humano, tecnología y acceso al financiamiento (Jiménez, 2010a). Allí también el apoyo público ha sido muy reducido: en 2006, la entidad pública encargada de apoyar este segmento empresarial disponía de un presupuesto inferior a 2 millones de dólares estadounidenses, contra 350 millones para su contraparte chilena (García, 2007: 149). En segundo lugar, se ha carecido de una estrategia que estimule el procesamiento de los recursos, el desarrollo de *clusters* productivos alrededor de las fortalezas del Perú y los vínculos entre estas actividades y otros sectores económicos (Porter, 2010), fortaleciéndose una tendencia a la formación de "enclaves" exportadores (Jiménez, 2010b).

Finalmente, una crítica de fondo al modelo concierne su carácter excluyente, que tiende a concentrar sus beneficios en un escaso porcentaje de la población y en la IED mientras descuida el desarrollo del mercado interno. Así, aún cuando datos oficiales recientes establecen que la desigualdad de ingresos habría retrocedido en los últimos años —el índice de Gini disminuyó de 0.504

en 2005-2007 a 0.479 en 2008 (Shuldt, 2010a)—, ésta sigue siendo más aguda que en las décadas de 1970-1980. Asimismo, como lo hemos visto, los salarios reales han permanecido estancados y su participación en el PIB es baja, contribuyendo a aminorar el dinamismo de la demanda interna.

En suma, no es probable que el modelo neoliberal peruano conduzca en forma espontánea a resultados mejores que los observados hasta la introducción de la ISI, con su crecimiento volátil y excesivamente sensible a la coyuntura externa. Para hacer viable el crecimiento económico del país, se necesita operar una redistribución de ingresos vía el gasto fiscal, sea través de mayores apoyos directos a la población más pobre, sea mediante la provisión de mejores servicios públicos en materia educación, salud y nutrición, que permita alcanzar un grado de desigualdad "aceptable" para la población. Ello requerirá elevar sustancialmente los ingresos públicos a través de la eliminación de exenciones y nichos fiscales así como de una mejoría de la participación del país en la renta de los sectores extractivos (minas e hidrocarburos) mediante la renegociación de los contratos actuales que otorgan beneficios exorbitantes al inversionista y exacerban el carácter depredador de estas actividades (Alarco, 2010; Francke, 2010).[58] Se requiere asimismo una estrategia deliberada, que recupere el papel promotor y regulador del Estado peruano e involucre *ad minima* una concertación Estado-empresarios (Porter, 2010) o en forma más ambiciosa un "nuevo contrato social" (Jiménez, 2010c) para superar las barreras al desarrollo y crear una economía más equilibrada y diversificada, en suma menos vulnerable. Entre otras políticas destacan el estímulo al mercado interno, las medidas sectoriales que incentiven la inversión nacional a través del desarrollo de *clusters* y de encadenamientos productivos alrededor de las áreas como la minería, la nueva agricultura de exportación y la industria de alimentos y bebidas, los textiles, la pesca para consumo humano, el turismo y la industria textil (UNCTAD, 2000; Jiménez, 2010a; Francke 2010).[59] La apertura financiera, que dificulta el manejo del tipo de cambio y de la tasa de interés interna, debería acotarse para controlar los flujos de capitales y permitir un tipo de cambio estable y competitivo (Jiménez,

58. Mejorar la sostenibilidad medioambiental de estas actividades se vuelve también una prioridad ya que están causando severos daños en el país. Asimismo, las concesiones otorgadas por el gobierno peruano vulneran, en particular en la Amazonía, los derechos de los pueblos nativos quienes son los poseedores legales de estos territorios, creando conflictos sociales muy duros (Schuldt, 2010b).

59. En 2000, la UNCTAD subrayaba el potencial del *cluster* minero: las recomendaciones del organismo apuntaban a la creación de un eficiente sistema nacional de industrias de soporte a la actividad minera, fundamentado en los proveedores existentes de bienes y servicios que permitiera fortalecer los encadenamientos productivos y elevar el impacto de las actividades mineras en la economía.

2010c). La creación de la capacidad institucional necesaria a la implementación de estas políticas es tal vez el mayor reto que enfrenta Perú.

En la sección siguiente veremos que varios desafíos planteados al Perú se ubican en el ámbito financiero: entre éstos destacan el reto de movilizar el ahorro interno hacia el financiamiento de las Pymes y de la infraestructura a través de la profundización de los mercados locales de capitales en moneda nacional, y el de desdolarizar la economía.

El resurgimiento de un sistema financiero diversificado y su contribución al crecimiento

Hemos visto que el sistema financiero peruano posterior a la II Guerra Mundial estaba organizado alrededor de la banca, privada y de desarrollo, y que, como producto de un proceso de represión financiera y sobre todo de la elevada inflación, la intermediación formal se desplomó a fines de los años 1980, desarrollándose un circuito financiero informal dolarizado. ¿Qué tipo de sistema financiero se ha reconstruido en el transcurso de la estabilización y la reestructuración económica? Dos grandes tendencias se han afirmado en lo concerniente a la composición institucional del sistema: la consolidación de la banca comercial y del crédito al sector privado en un contexto de lenta desdolarización marcado por una crisis (1998-2001) asociada al endeudamiento externo de los intermediarios, y el fortalecimiento de los inversionistas institucionales y de los mercados financieros domésticos, asociado a la expansión de la demanda de títulos de parte de los fondos de pensiones y de la inversión de portafolio foránea. A la vez, las instituciones públicas han vuelto a desempeñar un papel más significativo en los últimos años que inmediatamente después de las reformas: su programada desaparición no ha tenido lugar, por el contrario. Así, en 2007 el sistema financiero supervisado por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) seguía dominado por doce bancos universales privados (46% de los activos) pero las cuatro administradoras de fondos de pensiones ya representaban cerca de 30% de los activos. El tercer polo del sistema lo constituían las cuatro entidades bancarias estatales, con cerca de 15% de los activos, y estaba complementado por entidades más pequeñas orientadas hacia las microfinanzas (cuadro 14).

Por otro lado, la capitalización del mercado accionario y de los mercados de bonos ha progresado con mayor dinamismo en la segunda etapa del periodo, a partir de 1998 para los bonos —siguiendo el lanzamiento de la política de emi-

CUADRO 14. Perú: estructura del sistema financiero (a septiembre de 2007)

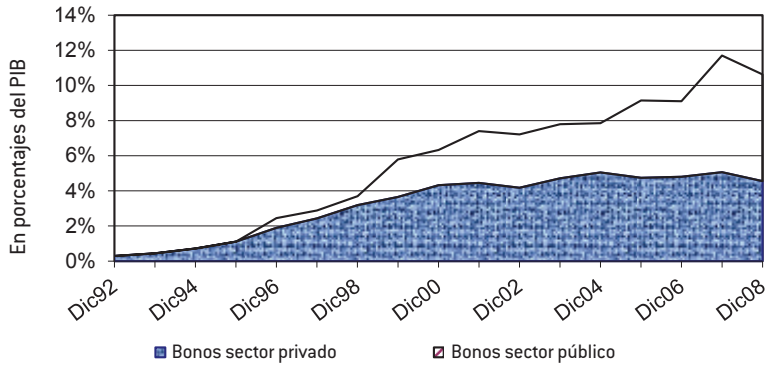
	Número de empresas	*Activos*	
		Mill. de US$	*Porcentaje*
Empresas bancarias	12	31,883	45.92
Empresas financieras	3	336	0.48
Instituciones microfinancieras no bancarias	39	2,419	3.48
Cajas municipales (CM)	13	1,690	2.43
Cajas rurales de ahorro y crédito	12	324	0.47
Entidades de desarrollo a la pyme	14	405	0.58
Entidades estatales	4	10,234	14.74
Banco de la Nación	1	7,999	11.52
Corporación Financiera de Desarrollo	1	1,257	1.81
Banco Agropecuario	1	94	0.14
Fondo Mi Vivienda	1	884	1.27
Empresas de arrendamiento financiero	5	521	0.75
Empresas de seguros	13	3,483	5.02
Cartera Administradoras de Fondos de Pensiones	4	20,555	29.60
Otras	29	-	-
Total	112	69,432	100.00

Fuente: SBS.

siones públicas en moneda nacional— y después de 2004 para el mercado accionario, cuando éste mostró las señales de una burbuja estimulada por entradas de capitales especulativos: la razón de capitalización de mercado/PIB se triplicó entonces en tres años (gráficos 18 y 19). Como resultado de estas tendencias, se ha producido una disminución de la relación M2/capitalización de mercados de 60% en promedio hasta 2002 a 15% en 2006 que teóricamente indicaría que el sistema financiero se orienta más hacia los mercados. Cabe sin embargo matizar esta conclusión al señalar que ambos componentes de la fracción partían de niveles muy bajos.

En efecto, el sistema financiero peruano sigue siendo comparativamente pequeño pero la recuperación posterior a la hiperinflación revirtió el anterior proceso de desintermediación y de "superficialización" financiera, con un crecimiento rápido del crédito interno y en especial del crédito al sector privado entre 1992 y 1997, que probó ser insostenible, produciéndose un retroceso sensible a partir de la crisis de 1998-2001 (gráficos 6 y 7, *supra*). El crecimiento del crédito en la década de 1990 presentó tres características específicas: ha sido encabezado claramente por los préstamos al sector privado, se realizó bajo la iniciativa

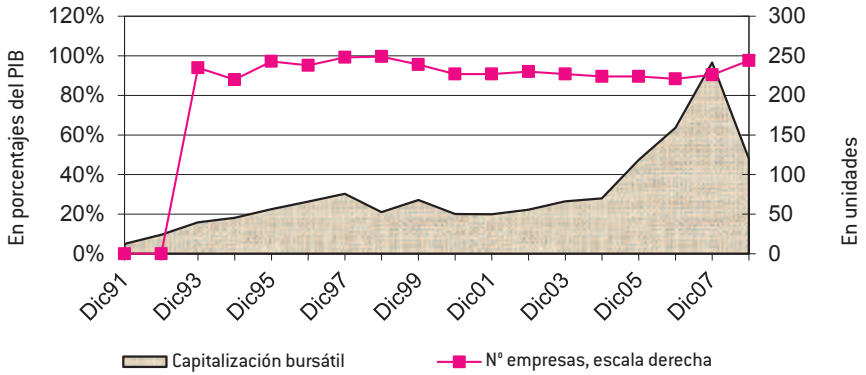
GRÁFICO 18. Perú: capitalización del mercado de bonos, 1992-2008



Fuente: BCRP.

de la banca privada y en dólares estadounidenses, alimentado en parte por créditos internacionales. La dolarización del sistema fue muy alta durante todo el periodo, con "picos" en momentos de incertidumbre externa y/o interna, y la expansión del crédito al sector privado, de menos de 8% a 28% del PIB entre 1992 y 1999, se fundamentó a altura de 80% en créditos concedidos en dólares estadounidenses a empresas y hogares cuyos ingresos estaban denominados en moneda local y produjo un significativo descalce de monedas para estos usuarios, que se transformó en riesgo de crédito para la banca cuando el tipo de cambio se depreció (gráfico 20). El fondeo internacional y a corto plazo de estos préstamos, señalado por el crecimiento de la deuda externa bancaria resultó especialmente riesgoso cuando las sucesivas crisis de la segunda mitad de los años 1990 frenaron el refinanciamiento de los pasivos externos y deterioraron el tipo de cambio. Los bancos debieron entonces enfrentar simultáneamente problemas de liquidez internacional y un deterioro de la calidad de sus activos, evidenciado por el alza de la proporción de préstamos de mala calidad a más de 10% de los créditos totales en 1998-2001 (gráfico 21).

GRÁFICO 19. Perú: indicadores del mercado accionario, 1991-2008



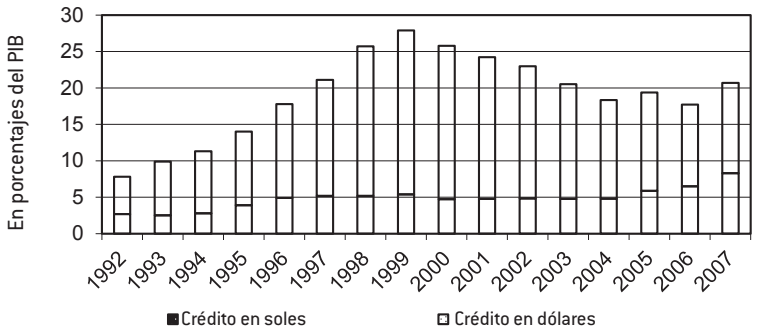
Fuentes: BCRP y WFE.

A partir de 1999, la disminución de los pasivos externos de la banca señaló el proceso de reestructuración del sector, a la vez que el impacto del fortalecimiento de la reglamentación precautoria. Simultáneamente, el crédito interno concedido por estos intermediarios se contrajo pues la disminución del crédito en dólares estadounidenses no fue compensada por una progresión más rápida del crédito en moneda nacional —ésta sólo se dio a partir de 2005—. La crisis significó, por lo tanto, un freno duradero a la profundización crediticia pues marcó un punto de inflexión en las políticas financieras del país, que adoptó estrategias más activas para revertir la dolarización de la economía, frenar las contrataciones de crédito externo de parte de la banca y desarrollar el mercado interno de capitales en soles.

Crisis y reestructuración

Además de medidas de apoyo de emergencia, tales como préstamos de divisas, adquisiciones temporales de créditos o participaciones también temporales al capital, destinadas a fortalecer la solidez financiera del sistema, las autoridades iniciaron una nueva reestructuración del sistema bancario destinada a mejorar su solvencia, la que llevó a la desaparición de trece bancos. Las intervenciones incluyeron un trato diferenciado: los bancos chicos fueron liquidados mientras se buscó una salida diferente para los más grandes, como la fusión y absorción, en general con participación extranjera. Las 25 instituciones que componían el sistema en 1997 se han reducido en 2008 a 16 (12 en 2007), entre las cuales 12

GRÁFICO 20. Perú: crédito del sistema bancario al sector privado por moneda, 1992-2007



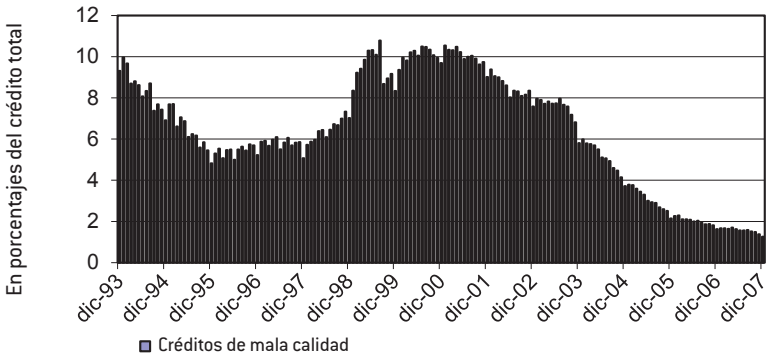
Fuente: BCRP.

son de capital mayoritariamente extranjero (SBS, 2009: 12). A la vez, el grado de concentración del sistema se ha fortalecido: los cuatro primeros bancos, que representaban 53.9% de los préstamos y 51.7% de los depósitos en 1990, participaban en 2008 con respectivamente 83 y 85% de créditos y depósitos (SBS, 2010: cuadro 10).

Entre las medidas destinadas a reducir la vulnerabilidad externa figuran la acumulación de reservas internacionales adicionales, las medidas prudenciales dirigidas al sector bancario y el estímulo al mercado local de capitales. Así, Perú fue en 2008 y después de Brasil el país de América Latina con las reservas más cuantiosas medidas en meses de importaciones, cerca de 15 meses, una política dirigida a que el banco central pueda, en caso de escasez de divisas, desempeñar el papel de prestamista de última instancia en dólares estadounidenses para las instituciones bancarias. Esto se ha combinado con una política cambiaria que busca reducir la volatilidad del tipo de cambio (Castillo y Barco, 2008).

Las medidas prudenciales comprendieron en primer lugar la introducción de exigencias mínimas de liquidez de 20% de los activos en dólares estadounidenses y 8% de los activos en moneda nacional y en segundo lugar la inclusión de los préstamos externos en los requisitos de reserva legal, cerrándose así un vacío legal que había permitido que el fondeo internacional de corto plazo alimentara la expansión crediticia interna: en efecto, hasta 1997 sólo los depósitos eran sujetos a obligaciones básicas y marginales de reserva. Asimismo, las razones de capitalización mínimas han sido fijadas en Perú a 9.1%, un nivel que supera lo exigido por los criterios internacionales de capitalización de Basilea, y el BCRP exige informalmente un nivel superior a 10%.

GRÁFICO 21. Perú: razón de créditos de mala calidad, 1993-2007



Fuente: SBS.

El primer estímulo al mercado doméstico de capitales en soles provino de las necesidades de financiamiento del plan de reestructuración bancaria, que llevaron a la creación en 1998 del mercado de bonos públicos. Si las primeras emisiones se realizaron con la finalidad de financiar el apoyo brindado al sistema bancario (1998-1999), a partir de 2002 se constituyeron en una política deliberada orientada a reemplazar parte del crédito externo por deuda interna y a establecer una curva de rendimientos de referencia para el mercado de bonos privados en soles. Por ello, las autoridades han ido emitiendo bonos a plazos diferentes en soles nominales y en una unidad de cuenta indizada a la inflación (soles VAC o Valor Adquisitivo Constante),[60] incluyendo títulos de muy largo plazo (30 años). El estímulo de la oferta de títulos ha sido correspondido del lado de la demanda por las AFP, que absorben una gran parte de las emisiones de bonos públicos y privados.

Ahora bien, ¿cuál ha sido el desempeño de bancos y mercados y su aportación al financiamiento de la economía? Los bancos siguen siendo la principal fuente de financiamiento interno, con 88% del crédito del sistema financiero, y su oferta de préstamos ha crecido con gran dinamismo desde 2005, dándose en los últimos cuatro años un nuevo proceso de profundización financiera, basado en un ritmo de crecimiento de dos dígitos encabezados por el segmento en moneda nacional (más de 40% en 2007-2008). A diferencia de lo ocurrido en la

60. Los soles VAC habían sido creados con la reforma bancaria de 1991, pero no tuvieron mucho protagonismo frente a las transacciones y al ahorro en dólares estadounidenses.

década de 1990, la expansión del sistema ha ido asociada a un proceso de desdolarización del crédito, que ha llevado los préstamos en soles a representar más de la mitad del total. Por otro lado, el sistema ha mejorado sus indicadores de solidez financiera. La menor dependencia de financiamiento externo y el papel preponderante de los depósitos como fuente de fondos (84% del total en 2003) han reducido la volatilidad y el nivel de riesgo del fondeo bancario (SBS, 2004: 21), con la restricción de que a partir de 2005, una nueva disminución del encaje ha facilitado el acceso de la banca al crédito internacional para fondear la expansión del crédito en divisas. A la vez la calidad de la cartera se ha elevado, con una disminución de los créditos de mala calidad de más de 10% en 2000 a 1.3% en diciembre de 2007 (gráfico 21), las razones de capitalización se establecían en más de 13% en 2003, los ratios de liquidez superaban ampliamente los mínimos legales establecidos y los indicadores de rentabilidad han mejorado.

A la vez, la asignación de los recursos bancarios se ha modificado sensiblemente: los bancos peruanos están siguiendo el patrón observado desde los años 1980 en países más desarrollados: el desarrollo del mercado local de capitales y el mejor acceso al financiamiento internacional han introducido más competencia en el segmento de grandes empresas, y la pérdida de parte de esta clientela ha llevado la banca a diversificar sus acreditados, en particular hacia los hogares, con la oferta de crédito hipotecario y de consumo, y luego hacia las pequeñas y microempresas: así los préstamos comerciales a empresas formales cayeron de 84.8% del crédito total en 1999 a 64% en 2007, mientras los créditos al consumo, hipotecarios y a la microempresa, elevaban su participación respectiva a 18%, 12% y 5.5% (BCRP, 2008).[61]

En efecto, el desarrollo de los mercados de bonos privados indudablemente ha aportado una alternativa al financiamiento bancario: casi inexistente durante la primera mitad de los años 1990, el mercado de bonos privados creció con cierto dinamismo hasta finales de esta década y ofrece cierta variedad de instrumentos —bonos corporativos, de titulización e hipotecarios, de arrendamiento financiero— denominados en dólares estadounidenses (55% en 2007) y en soles (nominales o indizados). Pero desde 2000, su expansión sólo ha sido proporcional a la de la actividad, es decir que el mercado no ha ganado más peso frente al PIB (5%). Por otro lado, las emisiones realizadas han sido sobre todo de

61. Dado que el crédito hipotecario está sostenido en buena parte en los préstamos de segundo piso, las garantías de crédito y los subsidios del FMV (Cheikrouhou, 2006: 194), los bancos están reorientando su oferta sobre todo hacia los créditos al consumo y a las microempresas.

corto y mediano plazo, y en su mayoría de alta calidad crediticia, pues su principal demanda proviene de las AFP, lo que implica dificultades para que empresas de menor calidad crediticia accedan al financiamiento de este mercado.

El mercado accionario, el primero en conocer un rápido crecimiento en los años 1990, no constituye una fuente importante de financiamiento para la economía, pues hay pocas emisiones primarias, debido a que las grandes empresas locales prefieren emitir en plazas financieras internacionales. A la vez, el número de empresas que cotizan no se expande sensiblemente pues las empresas adquiridas por inversionistas extranjeros han sido retiradas del mercado. Este mercado conoció una fuerte elevación de su capitalización entre 1992 y 1997 —el índice de precios del mercado pasó en este mismo periodo de un nivel de 108.6 puntos a 2155 puntos—, en parte atribuible a efectos inducidos por las privatizaciones de empresas públicas. La crisis asiática y sus secuelas detuvieron el proceso e inauguraron una prolongada postración del mercado: es solamente en la segunda mitad de 2003, cuando la recuperación de la economía peruana ya estaba bien asentada, que la bolsa de Lima recuperó niveles superiores a los alcanzados a mediados de 1997. Ahora bien, los años 2003 a 2007 han visto una expansión sin precedente de la capitalización, en la cual las entradas de flujos de portafolio han sido determinantes. En efecto, si bien muestra cierta diversificación sectorial, el mercado accionario limeño se encuentra dominado por grandes empresas mineras de capitales locales y extranjeros: el auge de este sector asociado a un "cambio estructural" en las percepciones de los inversionistas extranjeros acerca del país (FMI, 2010) han atraído capitales que detienen más de 30% de la capitalización y ha vuelto el mercado muy sensible a los desarrollos internacionales y al grado de "apetito" por el riesgo.

Ahora bien, se ha visto en esta breve presentación que las reformas financieras aunadas a la estabilización macroeconómica han permitido el resurgimiento y la diversificación del sistema financiero peruano. Sobre esta base, ¿es posible afirmar que este sistema se ha convertido en una fuerza que empuja el crecimiento del país? En lo que sigue, abordaremos algunas características que muestran los límites y riesgos asociados a este sistema.

Limitaciones y riesgos

Varios riesgos o limitaciones afectan la contribución del sistema financiero peruano al crecimiento económico. Abordaremos en este apartado la proble-

mática de la dolarización y de los riesgos que entraña, el papel de las AFP y los límites de la oferta de instrumentos domésticos en soles y, finalmente, el costo diferenciado del crédito y la segmentación del mercado que impactan negativamente a las empresas más pequeñas, principales proveedoras de empleo.

Como lo hemos visto, el impacto de las crisis financieras internacionales sobre la banca peruana resaltó los riesgos inherentes a un sistema financiero parcialmente dolarizado. Aun cuando por ley los bancos no estén expuestos directamente al riesgo cambiario, sí lo están gran parte de sus acreditados: en 2004, aproximadamente la mitad de la cartera de créditos comerciales del sistema bancario estaba concedida a sectores que no generaban ingresos en divisas, como la construcción, el comercio y los servicios internos, o la industria manufacturera que compite con importaciones (FMI, 2004: 26). A la vez, una mayoría de créditos hipotecarios estaban denominados en dólares estadounidenses, así como las pensiones de jubilación y buena parte de los bonos privados. En estas circunstancias, una depreciación brusca de la moneda nacional eleva el valor de los pasivos en dólares de estos deudores en relación con sus activos denominados en soles, dificultándoles el cumplimiento de sus obligaciones financieras, y deteriorando la calidad de la cartera de crédito del sistema bancario. En breve, "el riesgo cambiario regresa a los bancos bajo la forma de créditos de mala calidad" (FMI, 2004: 25).

Hemos visto también que para hacer frente a este riesgo, así como a riesgos de "corridas" de depósitos en dólares, en caso de algún evento que genere desconfianza entre los depositantes, las autoridades peruanas han establecido varias líneas de defensa del sistema —ratios de liquidez, encaje legal y elevadas reservas internacionales—. Además de que aun así cabe la posibilidad de que no sean suficientes en caso de crisis gemela, conviene resaltar los elevados costos de oportunidad de estos fondos que se encuentran desviados de su función de financiamiento del desarrollo económico. Ahora bien, la desdolarización del sistema emprendida desde 1998 procede en forma lenta, conforme se fortalece la confianza en la moneda nacional y en las políticas públicas, retrocede en momentos de incertidumbre y está sujeta a movimientos especulativos de corto plazo, y posiblemente requiera de políticas más decididas para acelerar su paso. La larga sombra de la hiperinflación todavía pesa sobre el desarrollo del sistema financiero peruano y el dólar estadounidense sigue representando un refugio aun cuando la apreciación del sol peruano haya hecho perder mucho poder adquisitivo a los ahorros en divisas. En el caso de las pensiones de jubilación, denominadas a 96% en dólares estadounidenses, la apreciación y el alza

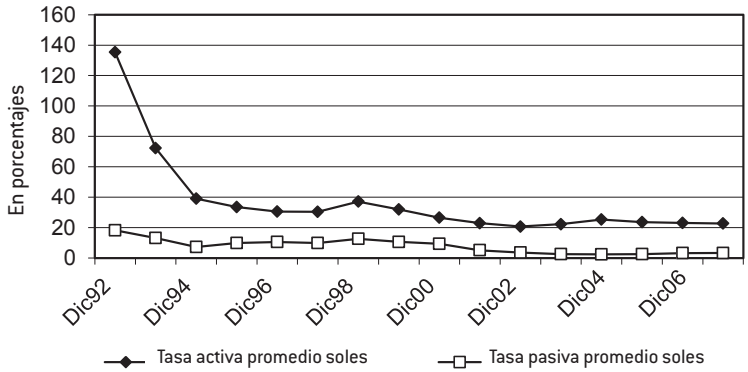
de precios interna significaron una pérdida de poder adquisitivo de 30% en el periodo 2003-2009 (Barco e Ibérico, 2010: 5).

De hecho, la falta de instrumentos para ofrecer a los pensionados peruanos una jubilación en su moneda y que permita mantener el poder adquisitivo constituye en la actualidad uno de los numerosos retos que enfrenta el sistema de pensiones por capitalización. Además de problemas estructurales de baja cobertura —sólo 11% de la PEA peruana contribuye en forma activa al sistema (Cheikrouhou, 2006)—, que refleja la heterogeneidad y el alto grado de informalidad de la economía, de concentración y baja competencia del sistema, que significa altos costos para los participantes, las AFP enfrentan una insuficiencia de instrumentos locales en soles: la oferta de títulos e inversiones abiertas a estas entidades no ha seguido el ritmo de crecimiento de los fondos. Esta escasez de instrumentos tiene un aspecto positivo: las AFP peruanas invierten en instrumentos más variados y más vinculados al financiamiento productivo que en otras economías de la región. Sin embargo, se plantea el reto de desarrollar nuevos instrumentos del mercado de capitales que satisfagan la demanda de las AFP y de las aseguradoras asociadas a éstas —por ejemplo con instrumentos de largo plazo en soles indizados que autoricen las pensiones en moneda local— y a la vez mejoren el acceso al financiamiento de las empresas más pequeñas y de los proyectos novedosos y procuren financiamiento de largo plazo para la construcción de infraestructuras. Allí también se trata de un proceso que no parece surgir espontáneamente de la dinámica de los mercados y que exigirá políticas públicas bien diseñadas.

La tercera limitación del sistema financiero peruano que queremos destacar tiene que ver con el elevado costo y el carácter inadecuado del financiamiento bancario recibido por una mayoría de empresas peruanas de menos de diez trabajadores. Desde la liberalización, las tasas de interés promedio, tanto en soles como en dólares han disminuido notablemente, pero siguen siendo elevadas en una economía que conoce desde varios años niveles de inflación bajos (gráficos 22 y 23).

Estas tasas promedio esconden, sin embargo, enormes diferencias entre los distintos tipos de solicitantes de crédito. Las diferencias son tales que se puede hablar de un mercado "segmentado" y heterogéneo, siguiendo análisis realizados por el propio BCRP (BCRP, 2002; BCRP, 2006; Soto, 2006), que distingue hasta seis sub-mercados diferentes: empresas corporativas, mediana empresa, pequeña empresa, consumo, microempresa y mercado hipotecario, donde las condiciones y la disponibilidad de crédito varían ampliamente. La dispersión de las tasas de interés tanto en moneda nacional como en dólares es muy amplia tanto entre segmentos como en el interior de éstos; en soles las tasas iban en

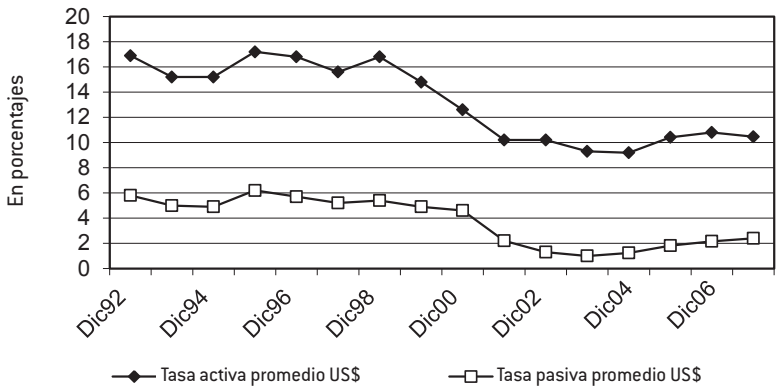
GRÁFICO 22. Perú: tasas de interés nominales en soles, 1992-2007



Fuente: BCRP.

2005 desde mínimos de 4.3% para las empresas corporativas mejor calificadas hasta un máximo de 138% para la microempresa; en dólares estadounidenses el rango iba de 3.5% a 51% (Soto, 2006: 6). Las corporaciones, cerca de 200 empresas, concentraban alrededor de 40% de los créditos concedidos a la vez que recibían condiciones mucho mejores, debido a la competencia del mercado de bonos (BCRP, 2002). Por el contrario, las empresas pequeñas y las microempresas tenían mayores dificultades para acceder a un financiamiento bastante caro e inadecuado en sus plazos: en 2007, las tasas nominales promedio para este segmento eran respectivamente de 34.4% en soles y de 20.4% en dólares estadounidenses (BCRP, 2009: 123). Parte del costo proviene de que muchas de estas empresas carecen de las garantías adecuadas y que los bancos han debido adoptar tecnologías diferentes —adaptadas a este tipo de clientes potenciales—, pero con tal nivel de costos financieros, pocas empresas resultan rentables. En síntesis, el costo diferencial del crédito desempeña en Perú un papel que profundiza aún más las desigualdades existentes y desfavorece la inversión de las capas menos pudientes. Este problemática llama por tanto a la creación de mecanismos de financiamiento alternativos del mercado de valores y de "ingeniería financiera" orientada al desarrollo de amplios sectores productivos.

GRÁFICO 23. Perú: tasas de interés nominales en dólares, 1992-2007



Fuente: BCRP.

Conclusión

Desde finales del siglo XIX, la economía peruana pasó por tres grandes etapas: liberalismo y apertura económica con pocas interrupciones hasta 1956, luego industrialización sustitutiva y desde 1990, modelo neoliberal matizado desde 2000 con intervenciones más pragmáticas del estado. El liberalismo primario exportador solo sustentó una tasa promedio de crecimiento real baja y volátil, en particular porque no permitió desarrollar polos de crecimiento internos suficientemente robustos como para compensar la debilidad de los sectores exportadores en momentos de baja demanda externa. El período de ISI en Perú marcó un parteaguas en la modernización del país, con la desaparición de los restos del antiguo régimen oligárquico estrechamente asociado a la IED y logró diversificar y expandir el sector manufacturero, esencialmente en los rubros de bienes de consumo livianos y duraderos, pero no cambió la inserción internacional de la economía peruana ni alcanzó a resolver sus problemas estructurales.

Después de la gravísima crisis de fines de los años 1980, Perú ha regresado a su patrón histórico de amplia apertura comercial y financiera y reanudó con un ritmo de crecimiento positivo y menos volátil, alcanzando desde 2002 una expansión bastante dinámica y sostenida. Las políticas macroeconómicas han mejorado sensiblemente su calidad y su sofisticación, lo que constituye una clara aportación de la nueva gestión del país. Sin embargo, el crecimiento de las dos

últimas décadas se acompañó de un retroceso en la diversificación de la estructura productiva y a partir de 2003 el nuevo auge de los precios de los minerales llevó a una reprimarización de las exportaciones. Finalmente, una crítica de fondo del modelo concierne su carácter excluyente, que tiende a concentrar sus beneficios en un escaso porcentaje de la población y en la IED mientras descuida el desarrollo del mercado interno. En suma, aún con una buena gestión macroeconómica, no es probable que el modelo neoliberal peruano conduzca en forma espontánea a resultados mejores que los observados hasta la introducción de la ISI, con su crecimiento volátil y excesivamente sensible a la coyuntura externa. Para hacer viable el crecimiento económico y el desarrollo del país de la economía peruana, resolviendo los añejos problemas estructurales que se manifiestan en dependencia del ciclo primario exportador y del ahorro externo, bajo grado de integración de la estructura productiva, concentración del ingreso y gran pobreza de las mayorías, se requiere adoptar una estrategia deliberada y más proactiva de parte del Estado peruano, que opere una redistribución de ingresos vía el gasto fiscal, proporcione mejores servicios públicos en materia de educación, salud y nutrición, busque diversificar la estructura productiva y mejorar la participación del país en la renta de los sectores extractivos.

Estas tres grandes etapas por las que ha pasado la economía peruana han ido asociadas a tres configuraciones institucionales específicas del sistema financiero doméstico y de los flujos de capitales internacionales hacia el país. El desarrollo del sistema financiero peruano ha obedecido a una serie de grandes ciclos en los cuales se han combinado diversamente varias influencias: el relativo dinamismo de la economía orientada al mercado interno, el acceso o la falta de acceso al financiamiento externo y la mayor o menor presencia de la inversión extranjera en el país.

Hasta 1930, Perú tuvo un sistema financiero dominado por una banca de tipo universal donde los mercados financieros desempeñaban un papel no desdeñable. La inversión extranjera directa y los flujos de portafolio conectaban este sistema con el acontecer financiero mundial. Sin embargo, a diferencia de otras experiencias, los recursos nunca se dirigieron preferentemente hacia el sector industrial: la minería pero también la especulación inmobiliaria eran más atractivos y se documentan sucesivas burbujas en el mercado limeño de tierras. A tono con las tendencias internacionales, los años posteriores vieron el crecimiento del papel de un sistema bancario especializado, el nacimiento de la banca de desarrollo y un fortalecimiento de la regulación pública pero es sólo durante

el periodo de ISI cuando buscó poner el sistema bancario al servicio de la industrialización, con un éxito relativo. Después del hundimiento causado por la hiperinflación, las reformas liberalizadoras han permitido la reconstrucción de una esfera financiera privada más diversificada, con bancos, inversionistas institucionales y mercados financieros, y la profundización financiera. Al otro extremo del sistema, la creación de una serie de instituciones de microfinanzas ha logrado iniciar la incorporación al proceso formal de ahorro-inversión de una franja creciente de la población peruana pobre, que no era sujeto de crédito. Si bien muestra riesgos específicos, como la parcial dolarización de las operaciones, cuyo manejo ha requerido medidas de contención del riesgo y frecuentes intervenciones de las autoridades de supervisión, el sistema parece ser razonablemente funcional al crecimiento económico. El ahorro forzoso producto del sistema de pensiones privado ha permitido dinamizar la demanda de títulos en el mercado de capitales, fomentando cierta diversificación de instrumentos. Sin embargo, la experiencia de Perú muestra también que el mayor reto consiste en canalizar estas disponibilidades hacia las inversiones públicas y privadas requeridas para superar los numerosos obstáculos al crecimiento. El reto y las dificultades son tanto más formidables porque la mayoría de empresas peruanas son muy pequeñas y carecen de acceso a recursos. A la vez, caben dudas de si el tamaño de la economía permitirá sustentar el desarrollo de mercados financieros competitivos con el financiamiento bancario para una franja relevante de empresas y proyectos. La impresión general que se desprende del estudio del sistema financiero peruano es la de un crecimiento y una diversificación moderados desde 1990, por cierto muy bienvenidos después del agudo proceso de desintermediación sufrido en los años 1980, pero que falta todavía dinamizarlo bastante más y estimular la competencia de diferentes formas de financiamiento para mejorar el impacto del sistema sobre el crecimiento económico.

5 Conclusiones. Crecimiento económico y desarrollo financiero en Oceanía y América Latina

Las conclusiones generales procurarán sintetizar brevemente los rasgos sobresalientes de la trayectoria económica y financiera de las cuatro economías primario exportadoras abordadas en este volumen, a la vez que contestar a las preguntas que han guiado nuestra investigación.

Como lo hemos señalado en la introducción, las cuatro economías de Oceanía y América Latina se han caracterizado desde el siglo XIX por un posicionamiento aparentemente similar en la economía internacional, la de proveedores de materias primas para el centro industrializado de la economía mundial, asociado a una inserción en el imperio británico de hecho mucho más favorable para Australia y Nueva Zelanda, pues les brindaba un acceso privilegiado a los mercados de bienes y al financiamiento internacional de la metrópoli, y a características institucionales y sociales internas también más propicias al lanzamiento de un proceso de desarrollo genuino. Ahora bien, no obstante estas diferencias iniciales y el temprano desarrollo en las dos economías australes, dotadas de una sociedad más incluyente para su población británica y de un mercado interno más sólido, las cuatro economías evidencian claramente su gran sensibilidad a las amplias fluctuaciones de sus precios de exportación y, hasta la década de 1930, a los pánicos financieros internacionales que llevaban periódicamente al cese de los flujos crediticios en una economía internacional muy integrada financieramente. Al respecto, las décadas de 1880-1890, los años 1920 y toda la primera mitad de la década de 1930, las décadas de 1970 y 1980 marcan momentos de profunda crisis de estas economías y de búsqueda de cambios de las políticas económicas.

Las décadas de 1880-1890 señalan así cambios sustanciales en el modelo económico aplicado por Australia y Nueva Zelanda. Si el modelo sigue siendo liberal, en el marco de un desarrollo complementario con Gran Bretaña, la crisis marcó el inicio de un papel más relevante del Estado, afirmándose un modelo socio-económico cuyos rasgos perdurarían hasta muy avanzado el siglo XX. En Chile, los recursos ganados mediante la guerra del Pacífico son utilizados para fortalecer la intervención pública en infraestructura, servicios públicos y educación, siendo Perú una excepción donde los intentos de innovación en materia de política económica tendrán una vida bastante corta o serán más tardíos, un patrón que se repetirá en los momentos de crisis posteriores.

Sin embargo, es en la década de 1930 y la Gran Depresión, que seguía a su vez a varios años de dificultades económicas para las economías primario exportadoras, cuando se inducen los cambios más profundos en las políticas económicas de estos países, pues tres de ellos adoptan modelos de industrialización por sustitución de importaciones, que buscan proteger la economía interna de los vaivenes de la economía internacional, darle más estabilidad y diversificar las actividades internas sin tratar de promover "ganadores" o de exportar bienes manufactureros. Así, a partir de 1930, Australia entró en una nueva etapa de ISI no exenta de preocupaciones de seguridad nacional, que se prolongó oficialmente hasta inicios de la década de 1980 y en la cual el rol del Estado nuevamente se fortaleció. Nueva Zelanda adoptó un sistema económico altamente regulado y defensivo, donde el Estado perseguía el pleno empleo a través de múltiples intervenciones. En ambos casos, un crecimiento más estable se logró, financiado en buena parte por las exportaciones de productos primarios tradicionales, con un recurso más limitado a un financiamiento externo más escaso. En América Latina, si Chile emprendió una política de ISI, Perú no logró sustentar un cambio incipiente en sus políticas económicas: el liberalismo y la apertura económica predominaron con escasa interrupción hasta 1956, cuando el deterioro de las perspectivas del modelo primario exportador impulsa una tardía industrialización sustitutiva.

La década de 1970 marca de nueva cuenta el inicio de otro cambio de 180 grados en las economías abordadas, en un contexto de volatilidad y deterioro de los precios internacionales de las materias primas. Entre 1973 y 1990, en contextos de profunda crisis económica y social, cada una de las cuatro economías lanza reformas muy profundas y hasta brutales en su rapidez —que contrastan notablemente con las reformas paulatinas y prudentes de las economías de Asia del Este—: los programas de estabilización se combinaron con reformas estruc-

turales simultáneas (liberalización interna, privatizaciones, apertura comercial, liberalización financiera, rápida apertura de la cuenta de capitales). Después de años de intentos infructuosos para mejorar los resultados del modelo de ISI, Chile es de los primeros países en adoptar en 1973 un modelo neoliberal ampliamente abierto comercial y financieramente. Estas reformas de mercado socialmente muy costosas, aplicadas de manera autoritaria, han sido sostenidas hasta la actualidad con reorientaciones significativas que implicaron un fortalecimiento del papel regulador y orientador del Estado, sin llegar al rol más intervencionista que éste desempeña en Asia del Este. Australia y Nueva Zelanda lanzan sus propias reformas en forma democrática en la primera mitad de la década de 1980: ya en la década de 1950, Australia había bajado el énfasis puesto en la industrialización y había liberalizado ciertos aspectos del modelo de ISI, cambios reforzados a partir de la década siguiente, cuando un nuevo auge minero altera en forma decisiva el perfil exportador del país, alejándolo de los productos agropecuarios. Finalmente, Australia regresa desde 1983-1984 a un modelo de desarrollo más liberal y comercial y financieramente abierto, que profundiza los cambios iniciados en años anteriores. En esta última etapa las decisiones privadas orientan el proceso de desarrollo si bien el Estado no deja de intervenir en forma pragmática, por ejemplo, con medidas que apoyan el desarrollo internacional de la plaza financiera de Sydney. Para Nueva Zelanda también —que emprende sus propias reformas, más liberales que en su vecino austral, en forma prácticamente simultánea— el regreso a la plena apertura comercial y financiera tuvo costos iniciales muy altos para la economía y la sociedad, experimentándose un posterior repunte en materia de crecimiento económico. Finalmente, es a partir de 1990 cuando Perú emprende sus reformas en un contexto de crisis muy profunda y multifacética, adoptándose un modelo neoliberal semi-autoritario parecido al de Chile, matizado desde 2000 con intervenciones más pragmáticas del Estado. En los cuatro casos también, el liberalismo que caracterizó la primera etapa de las nuevas políticas se matizó después de una crisis financiera y una recesión asociada: en 1980-1981 para Chile que vivió unas "crisis gemelas" de una magnitud excepcional, desde los años 1990 para Australia y Nueva Zelanda, después de las crisis bancarias en las que desembocó la euforia especulativa de los primeros años, en 1997-1998 para Perú, que experimentó un *sudden stop* en sus entradas de capitales, una posterior crisis bancaria y cuatro años de recesión.

De hecho, después de una fase de ajuste muy costosa, el desempeño económico de cada uno de estos países ha ido mejorando, calificándose en distintos

momentos de "milagro" Así, después de años de "sufrimiento" económico, la economía australiana ha pasado por un excepcional periodo de crecimiento sostenido que le ha permitido recuperar su posición de economía rica en el seno de la OCDE. Mucho se debatió acerca de si este buen desempeño se debía a las reformas o a la suerte, es decir a la excepcional riqueza minera del país y a la buena coyuntura de estos mercados. Un mismo patrón, si bien menos brillante en razón de su especialización internacional agropecuaria, muy expuesta al proteccionismo, y probablemente también de su pequeñez y alejamiento, emerge en Nueva Zelanda, que alcanza elevar su ritmo de crecimiento económico y cierta diversificación en los productos y sobre todo en los servicios que exporta, así como en sus destinos principales, que han reducido ciertamente la vulnerabilidad de la economía comparada con la anterior alta dependencia de las exportaciones hacia el mercado británico. En ambos casos sin embargo, la evolución de la estructura productiva interna ha sido menos destacada pues ha combinado declive industrial y auge de sectores vinculados con la actividad inmobiliaria. La volatilidad de tipos de cambio flexibles, así como las apreciaciones sostenidas de los últimos años han resultado ser muy desfavorables para los sectores de bienes comerciables distintos de los productos primarios, con consecuencias negativas sobre la estructura productiva y la composición de las exportaciones.

A nivel institucional y en materia de resultados macroeconómicos, Chile sobresale indudablemente en el contexto latinoamericano, si bien sigue presentando muchos de los problemas que aquejan a la región, como la enorme desigualdad social, la pobreza de parte de su población, y los limitados logros a nivel educativo y en materia de innovación. Sin embargo, su desempeño macroeconómico es menos brillante si se le ubica en un marco comparativo más amplio que incluye otras economías de la cuenca del Pacífico ricas en recursos naturales, pues el crecimiento alcanzado es menor, así como lo es la diversificación de las exportaciones. Las exportaciones chilenas siguen centradas en bienes de bajo valor agregado, y hay indicios que apuntan hacia un empobrecimiento de los eslabonamientos productivos del país y una brecha entre un sector modernizado y competitivo internacionalmente y un sector de Pymes y empresas informales empobrecidas que proporciona su empleo a una mayoría de la población. El resurgimiento económico de Perú se ha fundamentado ampliamente en la demanda externa, dándose un proceso de diversificación exportadora en un espectro de productos determinado por los recursos naturales del país, con una contribución más sustancial de la demanda interna, y en especial de la construcción, a partir de 2000, que permitió equilibrar el crecimiento. Se ha dado a la

vez un retroceso de la industria manufacturera, y las exportaciones siguen incorporando poco contenido tecnológico. Adicionalmente, el nuevo modelo poco ha avanzado en la resolución de problemas heredados del periodo anterior, tal como el retraso de las inversiones en infraestructura física y el deterioro de los servicios a la población en materia educativa y de salud por ejemplo, que siguen frenando al crecimiento económico. Perú ha regresado a un minimalismo estatal que apenas está empezando a ceder.

El regreso a un modelo económico de mercado liderado por las exportaciones primarias se ha fundamentado en masivas entradas de inversión extranjera en todas las economías estudiadas, un patrón de financiamiento muy costoso, como lo evidencia la trayectoria en el tiempo de los pagos de factores. Una común característica de las economías de Oceanía ha sido su regreso a un patrón de profundos déficits en cuenta corriente y alta dependencia financiera externa, similar a lo experimentado en la "primera mundialización financiera" del siglo XIX, que se había moderado posteriormente. Australia y Nueva Zelanda han sido claramente beneficiarias de la globalización financiera y no cabe duda que el buen desempeño de sus economías se debe en parte a este acceso tan privilegiado al financiamiento internacional, fortalecido en el caso de Australia por las expectativas de alza de precios de sus exportaciones de minerales. Sin embargo, la profundización de su posición de inversión internacional neta negativa plantea la cuestión de la sostenibilidad a mediano y largo plazo de este modo de vida a crédito: en 2008-2009 otras economías desarrolladas que presentaban síntomas similares —Irlanda, España, Grecia— han caído víctimas de la pérdida de confianza de los mercados financieros. Por otro lado, el acceso más difícil de las dos economías latinoamericanas al financiamiento internacional les llevó a adoptar políticas mucho más prudentes. Las políticas públicas de desendeudamiento externo, de control de capitales, en especial bancarios, así como los esfuerzos de desarrollo del sistema financiero interno han modificado los flujos de y hacia estos países a favor de flujos menos volátiles como la IED, y aun cuando en términos brutos éstos se han elevado, la posición neta de ambos países se ha vuelto menos deficitaria: todos estos elementos en conjunto han contribuido a disminuir el riesgo financiero externo agregado.

Ahora bien, las especificidades de la internacionalización financiera de las cuatro economías han ido asociadas estrechamente a desarrollos en sus sistemas financieros internos. En tres economías, Australia, Chile y Perú, la profundización financiera y la diversificación de la esfera financiera interna han respondido

en buena parte a la creación de un mecanismo de ahorro forzoso, los fondos de pensiones por capitalización, generadores de niveles de ahorro financiero más altos y de una demanda importante de instrumentos financieros. Es significativo que Nueva Zelanda, que no ha introducido tal mecanismo, es el país que proporcionalmente ha crecido menos en el plano financiero mientras en contraste Australia ha logrado elevar el perfil regional de su centro financiero gracias a los masivos fondos de ahorro previsional que maneja. En los casos de Chile y Perú, la inversión fuera del país de parte de los fondos de esas instituciones ha contribuido a elevar sus activos internacionales.

Sin embargo, incluso en condiciones de un mejor y, en las dos economías australes, muy amplio acceso a fondos internos y/o externos, llama la atención el nivel proporcionalmente bajo de la FBCF en estas cuatro naciones —por lo menos hasta los primeros años del auge de las materias primas—, muy lejos de los récords de inversión de las economías este-asiáticas. Esto nos lleva a hacer dos comentarios finales: por un lado, el bajo nivel de inversión en actividades diferentes a las relacionadas con las exportaciones primarias y con la construcción ciertamente constituye un resultado predecible, conforme con las ventajas comparativas de estas economías, pero no por ello menos cuestionable desde un enfoque que valora cierto grado de diversificación productiva. Estos resultados se hallan estrechamente vinculados con síntomas de enfermedad holandesa y con las propias políticas destinadas a hacer frente a la abundancia de ingresos. En el caso de las dos naciones australes, la flotación de la moneda nacional y las amplias apreciaciones de los últimos años, que acomodan la abundancia de divisas producto de los ingresos por exportaciones y de las entradas de capitales, han inducido el abandono de numerosas producciones domésticas. En el caso chileno, la creación de dos fondos soberanos ha permitido evitar en buena parte estos síntomas, pero los últimos años de flotación del peso han resultado también en menores tasas de crecimiento comparadas con los años dorados de la década de 1990, cuando Chile utilizaba controles de capitales selectivos. Perú, que impone desde 2000 varias formas de barreras a la entrada de capitales bancarios de corto plazo, ha buscado enfrentar la vulnerabilidad adicional que constituye un alto nivel de dolarización interna del sistema financiero privilegiando una política de tipo de cambio alto y estable para sostener la solvencia financiera interna, la que ha contribuido a frenar la diversificación productiva y exportadora. En todos los casos, y en especial en las economías minero-exportadoras, el actual auge de estas exportaciones —del que se tiende a pensar, como en anteriores oportunidades, que será permanente— ha fortalecido las tendencias a la

pérdida de diversidad productiva. Asimismo, queda claro que los flujos de capitales desempeñan un papel cada vez más relevante en estas tendencias, a través de su impacto sobre el tipo de cambio.

Por otro lado, los estudios de caso llevan también a relativizar el papel impulsor del crecimiento económico que la teoría atribuye a crecientes niveles de desarrollo financiero: como lo hemos visto, tanto en Australia como en Nueva Zelanda, éste ha beneficiado mucho más los sectores vinculados con las actividades inmobiliarias, y menos las actividades productoras de bienes comerciables. En Chile y más aún en Perú, los recursos de los fondos de pensiones, masivos en relación con el tamaño de la economía y el de los mercados domésticos, difícilmente fluyen hacia las actividades más novedosas, dejando las Pymes y los proyectos innovadores con insuficientes recursos. En suma, los cuatro estudios de caso que conforman este volumen subrayan que una de las tareas más urgentes y más difíciles a las cuales se enfrentan las reformas financieras internacionales actualmente en discusión consiste en lograr que el desarrollo financiero sea más afín a la economía real y a sus desafíos: sustentabilidad e inclusión.

Bibliografía. Volumen 2

Introducción

Álvarez, Roberto y Fuentes, Rodrigo (2006), *Paths of development, specialization and natural resources abundance*, Working Paper nº 383, diciembre, Banco Central de Chile.

Auty, R., (ed.) (2001), *Resource Abundance and Economic Development*, Oxford: Oxford University Press.

Bloomström, Magnus y Kokko, Ari (2007), "From Natural Resources to High-Tech Production: The Evolution of Industrial Competitiveness in Sweden and Finland" en Lederman, Daniel y William F. Maloney, eds. (2007), *Natural Resources: Neither curse nor destiny*, Washington DC: Banco Mundial, pp. 213-257.

Casas Gragea, Ángel María (2005), *La Teoría de la Dependencia*, Madrid: Agencia Española de Cooperación Internacional.

Cuddington, John, Ludema, Rodney y Jayasuriya, Shamila A. (2007), "Prebisch-Singer Redux" en Lederman, Daniel y William F. Maloney, eds. (2007), *Natural Resources: Neither curse nor destiny*, Washington DC: Banco Mundial, pp. 103-140.

FMI (2004), *Country Report nº 04/156*, mayo.

Gylfason, Thorvaldur, Tryggvi Herbertsson, y Gylfi Zoega (1999); "A mixed blessing: natural resources and economic growth", en *Macroeconomic Dynamics,* 3, 1999, pp. 204-25.

Kourtellos, Andros, Strengos Thanasis y Chih Ming Tan (2009); *Do Institutions Rule? The role of heterogeneity in the institutions vs. geography debate*, Discussion Paper nº 0735, Department of Economics, Tufts University, junio.

Lederman, Daniel y William F. Maloney, eds. (2007), *Natural Resources: Neither curse nor destiny*, Washington DC: Banco Mundial.

Lederman, Daniel y William F. Maloney, "Neither Curse Nor Destiny: Introduction to Natural Resources and Development", en Lederman, Daniel y William F Maloney, eds. (2007), *Natural Resources: Neither curse nor destiny*, Washington DC: Banco Mundial, pp. 1-14.

Manzano, Ozme y Roberto Rigobón (2007), "Resource Curse or Debt Overhang?" en Lederman, Daniel y William F. Maloney, eds. (2007), *Natural Resources: Neither curse nor destiny*, Washington DC: Banco Mundial, pp. 41-70.

Martin, Will (2007), "Outgrowing Resource Dependence: Theory and Developments" en Lederman, Daniel y William F. Maloney, eds. (2007), *Natural Resources: Neither curse nor destiny*, Washington DC: Banco Mundial, pp. 323-356.

Rodrik, Dani; Subramanian, Arvind; Trebbi, Francesco (2002), "Institutions Rule: The primacy of institutions over geography and integration in economic development", *Working Paper nº 9305*, noviembre, Cambridge: National Bureau of Economic Research.

Rosser, Andrew (2006); *The Political Economy of the Resource Curse: A Literature Survey*, IDS Working Paper nº 268, abril.

Sachs, Jeffrey D. (2003); *Institutions don't rule: direct effects of geography on per capita income*, Working Paper nº 9490, febrero, Cambridge: National Bureau of Economic Research.

Sachs, Jeffrey D. y Warner, Andrew M.(2001) "The curse of natural resources", *European Economic Review*, Elsevier, vol. 45 (4-6), mayo, pp 827-838.

Australia

Armstrong, Warwick (1988), "Le cauchemar impérial: les ambitions industrielles diminuées du Canada, d'Australie et d'Argentine, 1870-1930". *Revue Tiers Monde*, Vol. XXIX, nº 115, Julio-Septiembre, pp. 529-556.

Austrade (2007a), *Australia's Financial Markets*, Government of Australia.

Austrade (2007b), *Private Equity and Venture Capital in Australia*, Government of Australia.

Austrade (2008a), *Benchmark Report 2008. Australia: A Global Financial Services Centre*, Government of Australia.

Austrade (2008b), *Hedge Funds Industry in Australia*, Government of Australia.

Austrade (2008c), *Managed Funds in Australia*, Government of Australia.

Austrade (2009), *Australian Financial Markets 2009*, Government of Australia.

Australian Bankers Association Inc. (2009), *Selected events in the evolution of the Australian financial system,* en http://www.bankers.asn.au.

Australian Bureau of Statistics (2008), "Evolution of Australian Industry", in YearBook Australia nº 90, pp. 466-475.

Axiss Australia (2005), *Australia. A Global Financial Services Centre. Benchmark Report*, agosto.

Bhattacharyya, Sambit y Jeffrey G. Williamson (2009), "Commodity Price Shocks and the Australian Economy Since Federation", *Working Paper* nº *14694,* enero, Cambridge: National Bureau of Economic Research.

Battellino, Ric (2002), "Why Do So Many Australian Borrowers Issue Bonds *Offshore*?", *Reserve Bank of Australia Bulletin*, diciembre, pp. 19-24.

Battellino, Ric (2007), "Australia's Experience with Financial Deregulation". *Reserve Bank of Australia Bulletin*, agosto, pp. 77-81

Battellino, Ric (2008). "An Update on Household Finances". *Reserve Bank of Australia Bulletin*, octubre, pp. 76-84.

Battin, Tim (1998), "Unmaking the Australian Keynesian Way", en Smyth, Paul y Bettina Cass, eds. (1998), *Contesting the Autralian Way. States, Markets and Civil Society*, Cambridge: Cambridge University Press, pp. 94-110.

Beilbarz, Peter y Lloyd Cox (2007), "Settler Capitalism Revisted". *Thesis Eleven*, nº. 88, febrero, pp. 112-124.

Belkar, Rachelle, Lynne Cockerell y Christopher Kent (2007), "Current Account Deficits: The Australian Debate". *Documento de Trabajo nº 450,* diciembre, Banco Central de Chile.

Burton, Therese, Brian Dollery y Joe Wallis (2002), "A note on the debate over "economic rationalism" in Australia; an application of Albert Hirschmann's Rhethoric of Reaction", *History of Economics Review*, junio.

Bell, Stephen (1998), "Economic Restructuring in Australia: Policy Settlements, Models of Economic Development and Economic Rationalism", en Smyth, Paul y Bettina Cass, eds. (1998). *Contesting the Autralian Way. States, Markets and Civil Society*. Cambridge: Cambridge University Press, pp. 157-168.

Caballero, Ricardo J., Kevin Cowan y Jonathan Kearns (2005), "Fear of Sudden Stops: Lessons from Australia and Chile", *The Journal of Policy Reform*, vol. 8, nº 4, diciembre, pp. 313-354.

Cass Bettina (1998), "The Social Policy Context", en Smyth, Paul y Bettina Cass, eds. (1998). *Contesting the Autralian Way. States, Markets and Civil Society*. Cambridge: Cambridge University Press, pp. 38-56.

Cass, Bettina y John Freeland (1994), "Social Security and Full Employment in Australia: The Rise and Fall of the Keynesian State and the Search for a Post-Keynesian Settlement", en John Hills, John ditch & Howard Glennerster, eds, (1994), *Beveridge and Social Security. An International Perspective*, Oxford: Clarendon Press, New York: Oxford University Press.

Clarke, Frank G. (2002). *History of Australia,* Westport: Greenwood Publishing Group.

Copland, D. B. (1937), "Some Problems of Australian Banking". *The Economic Journal*, vol. 47, nº 188, diciembre, pp. 686-696.

Copland, D. B. (1925),"The Commonwealth Bank of Australia". *The Economic Journal*, vol. 35, nº 137, marzo, pp. 145-148.

Davis, Graeme y Robert Edwing (2005), "Why Has Australia Done Better Than New Zealand? Good Luck or Good Management?" *Treasury Working Paper 2005-01,* enero.

De Brouwer, Gordon (2003), "Economic Reform and Growth in Australia", presentación elaborada para: *Australian Studies Association of Japan Symposium in Nagoya*, junio.

Emy, Hugo (1998), "State, Markets and the Global Dimension: An Overview of Certain Issues in Political Economy", en Smyth, Paul y Bettina Cass, eds. (1998). *Contesting the Autralian Way. States, Markets and Civil Society*. Cambridge: Cambridge University Press, pp. 17-37.

Edey, Malcolm y Brian Gray (1996): "The Evolving Structure of the Australian Financial System", *Research Discussion Paper nº 9605*, Reserve Bank of Australia.

Edey, Malcolm y Luci Ellis (2002), "Implications of Declining Government Debt for Financial Markets and Monetary Operations in Australia". *BIS Paper*, nº 12, agosto.

Fane, George (1994), "Economic Reform and Deregulation in Australia: Overview", presentado en *Australia and Indonesia Towards the 21st Century*. Surabaya, julio.

FMI (2004), *Country Report nº 04/353*, noviembre.

FMI (2005a), *Country Report nº 05/331*, septiembre.

FMI (2005b), *Country Report nº 05/330*, septiembre.

FMI (2008a), *Country Report nº 08/311*, agosto.

FMI (2008b), *Country Report nº 08/312*, agosto.

Gamege, Siri (2007), "Globalization, Economic Rationalism and Civil Society: What Are the Negative Consequence?" *Asian Tribune,* 22 de octubre, consultado en: http://www.asiantribune.com.

Garnaut, Ross (2002), "Australia as a Branch Office Economy". *The Australian Journal of Agricultural and Resource Economics*, vol. 46, nº. 3, diciembre, pp. 447-461.

Garnaut, Ross (2004), "India, China and Australia: Lessons from Different Paths in Economy Reform", *The 2004 Sir John Crawford Lecture*, National Council of Applied Research, septiembre, Nueva Delhi.

Giesecke, James (2008), "the Effects of Recent Structural, Policy and External Shocks To The Australian Economy, 1996-97-2001-02", *Australian Economic Papers*, marzo, pp. 15-37.

Groenewold, Nicolaas (2003), "Financial Deregulation and the Relationship Between the Economy and the Share Market in Australia", *Australian Economic Papers*, vol. 42, nº 4, diciembre, pp. 454-477.

Harchaoui, Tarek M., Jimmy Jean y Faouzi Tarkhani (2005), "Comparisons of Economic Performance: Canada versus Australia, 1983-2000". *Monthly Labor Review*, abril, pp. 36-47.

Hancock, Keith (2005), "Productivity Growth in Australia 1964-65 To 2003-04". *Australian Bulletin of Labor*, vol. 31, nº 1, pp. 28-32.

Harper, Ian R. y Phillip J. Leslie (1993). "The Case of Financial Deregulation: 'Economic Rationalism' on Trial", en Stephen King and Peter Lloyd, eds (1993), *Economic Rationalism: Dead End or Way Forward?,* St. Leonards, Australia: Allen & Unwin, pp.84-107.

Hodge, Graeme A. (2003), "Privatization: the Australian Experience", en David Parker & David S. Saal, eds. (2003), *International Handbook on Privatization*, Cheltenham: Edward Elgar Pub., pp. 160-186.

Hunt, Benjamín (2009), "The Declining Importance of Tradable Goods Manufacturing in Australia and New Zealand: How Much Can Growth Theory Explain?" *IMF Working Paper nº 0916,* enero, Washington DC.

Invest Australia (2004), *Snapshots, Issue: Banking, Finance and Insurance*, febrero, Australian Government.

Kaminsky, Graciela L. y Carmen Reinhart (1999), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", en *The American Economic Review*, vol. 89, nº. 3, junio, pp. 473-500.

Kelly, Paul (1992), *The End of Certainty. The Story of the 1980s,* Sydney: Allen & Unwin.

Koukoulas, Stephen (2008), "Echoes of the 1990 Recession". *Business Spectator* junio, consultado en http://www.businessspectator.com.au

Lewis, Mervin y R. Wallace (1995), "The Evolution of the Australian Financial System", *Discussion Papers in Economics*, vol. 5, nº. 95, University of Nottingham.

Lowe, Philipp (2008), "The Financial Cycle and Recent Developments in the Australian Financial System", *Reserve Bank of Australia Bulletin*, agosto, pp. 80-89.

Macfarlane, Ian (2006). "The Search For Stability". *ABC Radio National, The Boyer Lectures*, en: http://www.abc.net.au/radionational/programs/boyerlectures.

Maddison, Angus (2001), *The World Economy: A Millenial Perspective*, Paris: Organisation for Economic Development and Co-Operation.

Maddison, Angus (2003), *The World Economy: Historical Statistics*, Paris: Organisation for Economic Development and Cooperation.

Marchini, Geneviève (1999), "Liberalización y modernización del sistema financiero australiano", *México y la Cuenca del Pacífico*, vol. 2, nº 6, abril-junio, pp. 29-38.

McAuley, Ian (2005), "Updating the Australian Settlement", junio, Center for Policy Development, en http://cpd.org.au/article/updating-australian-settlement.

McLean, Ian W. (2003), *Why was -and is- Australia so rich?*, texto no publicado, University of Adelaide.

Merrett, D.T (1997), "Capital Markets and Capital Formation in Australia, 1890-1945", *Australian Economic History Review,* vol. 37 nº 3, noviembre, pp 181-201.

Merrett, D. T. (1998) "Capital Markets and Capital Formation in Australia, 1945-1990", *Australian Economic History Review*, vol. 38, nº. 2, julio, pp. 135-154.

Merrett, D. T. (2002), "The State and The Finance Sector: The Evolution of Regulatory Apparatus", *Australian Economic History Review*, vol. 42, nº. 3, noviembre, pp. 267-283.

Merrett, D. T. (2006), "Some lessons from the history of Australian banking", *Economic Papers* (Economic Society of Australia), diciembre.

Ministry for Competition Policy and Consumer Affairs (2008), "Australia: Developments in Competition Policy" en APEC Economic Committee (2008), *APEC Economic Policy Report 2008*, Singapore: Asia-Pacific Economic Cooperation, pp. 59-63.

Mizuho International PLC (2009), *Aussie Banks Weather the Global Storm*, 28 de agosto, en http://www.mizuho.com.

Neville, J. W. (1998), "Economic Rationalism: Social Philosophy Masquerading as Economic Science", en Smyth, Paul y Bettina Cass, eds. (1998), *Contesting the Autralian Way, States, Markets and Civil Society*, Cambridge: Cambridge University Press, pp. 169-179.

OCDE (2006), *Economic Surveys: Australia*, Paris: OCDE.

OMC (2008), *Trade Profiles.*

Pope, David (1986), "Australian Money and Banking Statistics", *Papers on Economic History*, nº 11, Australian National University.

Quiggin, John (2007), "Economic Rationalism", *Crossings*, vol. 2, nº 1, mayo, pp. 3-12.

Ravenhill, John (2001), "Australia and the Global Economy", en James Cotton y John Ravenhill, eds (2001), *The National Interest in a Global Era. Australia in World Affairs, 1996-2000*, Melbourne: Oxford University Press, pp. 279-300.

Reserve Bank of Australia (1997), "Privatization in Australia". *Reserve Bank of Australia Bulletin,* diciembre, pp. 7-16.

Reserve Bank of Australia (1998), "Some Features of the Australian Payments System" *Reserve Bank of Australia Bulletin*, diciembre.

Reserve Bank of Australia (1999a), "Demutualisation in Australia". *Reserve Bank of Australia Bulletin*, enero, pp. 1-10.

Reserve Bank of Australia (1999b). "The Economy and Financial Markets", *Reserve Bank of Australia Bulletin*, febrero.

Reserve Bank of Australia (1999c), "Australian Financial Markets", *Reserve Bank of Australia Bulletin*, marzo.

Reserve Bank of Australia (2001), "The Manufacturing Sector: Adapting to Structural Change". *Reserve of Bank of Australia Bulletin*, marzo, pp. 1-8.

Reserve Bank of Australia (2005), *Financial Stability Review,* septiembre.

Reserve Bank of Australia (2006a). "Australian Banks' Global Bond Funding". *Reserve Bank Bulletin*, agosto, pp. 1-6.

Reserve Bank of Australia (2006b). "Recent Developments in the Australian Hedge Fund Industry". *Reserve Bank of Australia Bulletin*, noviembre, pp. 1-7.

Reserve Bank of Australia (2007), *Financial Stability Review,* septiembre.

Reserve Bank of Australia (2008), "The Australian Foreign Exchange and Derivatives Markets". *Reserve Bank of Australia Bulletin,* enero, pp. 11-16.

Roe, Jill (1998), "The Australian Way", en Smyth, Paul y Bettina Cass, eds. (1998), *Contesting the Autralian Way. States, Markets and Civil Society*, Cambridge: Cambridge University Press, pp. 69-80.

Ryan, Chris (2007), "Some General Observations on The Kangaroo Bond Market". *Reserve Bank of Australia Bulletin*. abril, pp.10-17.

Singleton, John y Paul L. Robertson, (2002a), *Economic Relations Between Britain and Australasia 1945-1979*, Gordonsville: Palgrave Macmillan.

Singleton, John y Paul L. Robertson, (2002b), "The Commonwealth as an Economic Network", en *Australian Economic History Review*, vol. 41, nº 3, diciembre, pp. 241–266.

Smyth, Paul (1998), "Remaking the Australian Way: The Keynesian Compromise", en Smyth, Paul y Bettina Cass, eds. (1998), *Contesting the Autralian Way. States, Markets and Civil Society*, Cambridge: Cambridge University Press, pp. 81-93.

Smyth, Paul y Bettina Cass, eds. (1998), *Contesting the Autralian Way. States, Markets and Civil Society*, Cambridge: Cambridge University Press.

Stevens, Glenn (2007), "Recent Economic and Financial Developments in Australia", BIS, en: http://www.bis.org/review/r070223a.pdf.

Stevens, Glenn (2008a). "Australia, New Zealand and the International Economy", BIS en: http://www.bis.org/review/r081023a.pdf.

Stevens, Glenn (2008b). "Bendigo Bank´s 150th Anniversary-Historical Look at Banking in Australia", BIS, en http://www.bis.org/review/r080714b.pdf.

Stevens, Glenn (2008c), "The Australian Economy: Then and Now". *Reserve Bank of Australia Bulletin*, junio, pp. 18-26.

Stokes, Geoffrey (2004), "The 'Australian Settlement' and Australian Political Thought", *Australian Journal of Political Science*, vol. 39, nº. 1, marzo, pp. 5-22.

Terada, Takashi (2005), "The Japan–Australia Partnership in the Era of the East Asian Community: Can they Advance Together?", en *Pacific Economic Papers*, nº 352, Australia-Japan Research Centre.

Tocker, A. H. (1924), "The Monetary Standards of New Zealand and Australia", *The Economic Journal*, vol. 34, nº 136, diciembre, pp. 556-575.

Treasury, Australian Government (2003), "Globalisation: The Role of Institutions Building in the Financial Sector", G-20 Case Study an Australian Perspective", *Economic Roundup Summer 2003-2004*, en: http://www.treasury.gov.au.

Wade, Matt (2007), "Australia´s Two-Speed Economy", *Sydney Morning Herald*, vol. 21 nº 4, agosto, pp. 6-8.

Weber, Ernst Juerg (1994), "The role of money during the recession in Australia in 1990-92", *Applied Financial Economics*, nº 4, pp.355-361.

Fuentes periodísticas

Financial Times, varios años.

The Economist, varios años.

Nueva Zelanda

APEC Economic Committee (2008), "New Zealand: Developments in Competition Policy" en *APEC Economic Policy Report 2008*, Singapore: Asia-Pacific Economic Cooperation, pp. 97-101.

Barry, Phil (2004), "Does Privatisation Work?" *New Zealand Business Roundtable*, nº 5, diciembre.

Beilbarz, Peter y Lloyd Cox (2007), "Settler Capitalism Revisited", *Thesis Eleven*, nº. 88, febrero, pp. 112-124.

Belshaw, Horace (1945), "New-Zealand in the Post-War World: Reconstruction Problems of a Vulnerable Economy", *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, vol 11, nº 3, agosto, pp.388-401.

Bertram, Geoff (1991), "Overseas Debt as a Constraint on Alternative Policies for New Zealand", ponencia presentada en *Gamma Foundation*, diciembre, en http://www.geoff-bertram.com/fileadmin/publications.

Bertram, Geoff (1997), "Macroeconomic Debate and Economic Growth in Postwar New Zealand", en Chris Rudd y Brian Roper, eds (1997), *The Political Economy of New Zealand,* Auckland: Oxford University Press, pp. 40-59.

Bertram, Geoff (2002), "Factor Income Shares, the Banking Sector, the Exchange Rate, and the New Zealand Current Account Deficit", *New Zealand Economic Papers*, vol. 36 nº 2, pp.177-198.

Bertram, Geoff (2009), "The Banks, the Current Account, the Financial Crisis and the Outlook", *Policy Quarterly*, vol. 5 nº 1, febrero, pp. 9-16.

BNZ Capital (2009), "Economic Uncertainty Nobble NZD Rally", *Financial Market Wrap*, junio.

Bollard, Alan (2007), "Easy money –global liquidity and its impact on New Zealand", *BIS Review,*n º 25, pp. 1-10, en http://www.bis.org.

Bollard, Alan (2008), "Coping with shocks – a New Zealand perspective", *BIS Review*, nº 9, pp. 1-17, en http://www.bis.org..

Bollard, Alan, Adrian Orr & David Drage (2007), "Delivering sound and innovative financial services for New Zealand", backgroung paper, RBNZ, en http://www.rbnz.govt.nz/speeches/2928166.html.

Bordo, Michael D., David Hargreaves y Mizuho Kida (2009), "Global shocks, economic growth and financial crises: 120 years of New Zealand experience", *Discussion Paper nº 2009/17*, diciembre, RBNZ.

Bowden, Roger & Dawn Lorimer (2008), "The NZ term structure: Going long in infrastructure" ponencia presentada en *Capital Market Workshop*, RBNZ, en http://www.econ.canterbury.ac.nz/research/pdf/Paper_Bowden.pdf

Boyle, Glenn (2009), "Capital Market Integration: A Review of the Issues and an Assessment of the New Zealand's position", informe preparado para Ministry of Economic Development and the Capital Market Development Taskforce, 27 de marzo.

Brash, Donald T. (1996), "New Zealand remarkable reforms. An address by Donald T. Brash, Governor of the Reserve Bank of New Zealand to the Fifth Annual Hayek Memorial Lecture", *Institute of Economic Affairs*, Londres, junio, en http://www.rbnz.govt.nz/speeches/0031201.html.

Brash, Donald T. (1996), "New Zealand and international financial markets: have we lost control of our own destiny?", Reserve Bank of New Zealand, junio, en: http://www.rbnz.govt.nz/speeches/0032358.html.

Buckingham, Louisa (2007), "Del proteccionismo a la desregulación en Chile y Nueva Zelanda: reformas neoliberales del sector público", *Ciencias Sociales Online*, vol. IV nº 3, noviembre, pp. 49-66, en: http://www.uvm.cl/csonline

Buckingham, Louisa (2008), "Del proteccionismo a la desregulación en Chile y Nueva Zelanda: liberalización del comercio y las reformas del sector exportador", *Ciencias Sociales Online*, vol. V nº 1, marzo, pp. 21-38. en: http://www.uvm.cl/csonline

Buckle, Robert A. (1987), "Sequencing and the Role of the Foreign Exchange Market", en A. Bollard & R. A. Buckle, eds. (1987) *Economic Liberalization in New Zealand*, Wellington: Allen and Unwin.

Butcher David & Associates (1997), *Economic Reforms in New-Zealand (3/97), en:* http://wwwbda.org.nz/PDFs/New%20Zealandand%20Reform%201997.pdf.

Cameron, Linda, Bryan Chapple, Nick Davis, Artemisia Kousis y Geoff Lewis (2007), "New Zealand Financial Markets, Saving and Investment, *New Zealand Treasury Policy Perspectives Paper 07/01*, octubre.

Capital Market Development Taskforce (2009), *Capital Markets Matter*, diciembre en http://www.med.govt.nz/upload/71047/MDV6220_CMD_TombStone_04c.pdf

Challies, Edward R. T. y Warwick E. Murray (2008), "Towards post-neoliberalism? The comparative politico-economic transition of New Zealand and Chile", *Asia Pacific Viewpoint*, vol. 49, nº 2, agosto, pp. 228-243.

Chan Donald, Christoph Schumacher y David Tripe (2007), "Bank competition in New Zealand and Australia", ponencia presentada en 12th Finsia-Melbourne Centre for Financial Studies Banking and Finance Conference, en http://www.melbournecentre.com.au/Finsia_MCFS/2007/Donald_Chan.pdf

Copland, D. B. (1932), "New Zealand's Economic Difficulties and Expert Opinion", *The Economic Journal*, vol. 42, nº 167, septiembre, pp. 371-379.

Dalziel, Paul y Ralph Lattimore eds. (2001), *The New Zealand Macroeconomy: A Briefing on the Reforms and their Legacy,* Melbourne: Oxford University Press.

Darroch, Murray (2007), *New Zealand and its political and human rights récord 1835- 2007*, en http://murray-darroch.actrix.co.nz/nz.php.

Davis, Graeme y Robert Edwing (2005), "Why Has Australia Done Better Than New Zealand? Good Luck or Good Management?" *Treasury Working Paper 2005-01,* enero.

Davis, Kevin (2008), "Fashioning Financial Systems: Some Lessons from Australia", ponencia presentada en *Capital Market Workshop*, RBNZ, junio, en: http://www.rbnz.govt.nz/research/workshops/capitalmarkets20june2008/3371467.pdf

Davis, Nick (2009), "Implications of Household Saving Patterns for Capital Markets", informe final de la consultoría MartinJenkins para Capital Market Development Taskforce, mayo, en: http://www.med.govt.nz/upload/69888/FinalReport-Household saving and capital market implications May 2009.pdf

Drage, David, Anella Munro y Cath Sleeman (2005), "An update on Eurokiwi and Uridashi bonds", *Bulletin*, vol. 68, n° 3, septiembre, RBNZ.

Duncan, Ian (1996), "Public Enterprises", en Silverstone, Brian, Alan Bollard y Ralph Lattimore, eds (1996), *A Study of Economic Reform: The Case of New Zealand"*, Amsterdam; New York**:** Elsevier Science, pp. 389-424.

Easton, Brian (2007), "A New Economic History of New Zealand: Some Issues", en: http://www.eastonbh.ac.nz.

Edwards, Sebastian (2006), "External imbalances in an advanced, commodity-exporting country: the case of New Zealand", *NBER Working Paper nº 12620,* octubre, Cambridge, National Bureau of Economic Research.

Familton, Robert John (1966), "The Banking System", en H. McLintock, ed. (1966), *An Encyclopaedia of New Zealand*, en New Zealand Ministry of Culture and Heritage (2009), *Te Ara, the Encyclopedia of New Zealand,* en http://www.teara.govt.nz/en/1966/banking.

FMI (2004), *Country Report nº 04/126,* mayo.

FMI (2005a), *Country Report nº 05/152*, mayo.

FMI (2005b), *Country Report nº 05/153*, mayo.

FMI (2006), *Country Report nº 06/161,* mayo.

FMI (2007a), *Country Report nº 07/150*, mayo.

FMI (2007a), *Country Report nº 07/151*, mayo.

FMI (2008), *Country Report nº 08/164*, mayo.
FMI (2009a), *Country Report nº 09/145*, mayo.
FMI (2009b), *Country Report nº 09/146*, mayo.
Goldfinch, Shaun (1997), "Treasury and Public Policy Formation", en Chris Rudd y Brian Roper, eds. (1997), *The Political Economy of New Zealand,* Auckland: Oxford University Press, pp. 60-76.
Gould, John Dennis (1966), "Economy", en H. McLintock, ed. (1966), *An Encyclopaedia of New Zealand,* en New Zealand Ministry of Culture and Heritage (2009), *Te Ara, the Encyclopedia of New Zealand,* en http://www.teara.govt.nz/en/1966.
Grant, David (2009), "*Stock* Market" en: New Zealand Ministry of Culture and Heritage (2009), *Te Ara- The Encyclopedia of New Zealand*, en: http://www.TeAra.govt.nz/en/*stock*-market.
Grimes, Arthur (1996), "Monetary Policy", en Brian Silverstone, Allan Bollard & Ralph Lattimore, eds. (1996), *A Study of Economic Reform: The case of New Zealand*, Amsterdam; New York: Elsevier Science, pp. 247-278.
Groom, John y Kelly Eckhold (2008), "The Development of the Kauri Bond Market" ponencia presentada en *Capital Market Workshop*, RBNZ, junio, en http://www.rbnz.govt.nz/research/workshops/capitalmarkets20june2008/3345557.pdf.
Hawke, Gary (1985), *The making of New Zealand: an economic history*, Cambridge: Cambridge University Press.
Heritage Foundation (2009), *2009 Index of Economic Freedom*, en http://www.heritage.org.
Hull, Leslie (2002), "Foreign-owned banks: implications for New Zealand's financial stability", *Discussion Paper nº 2002/05*, abril, RBNZ.
Hunt, Benjamín (2009), "The Declining Importance of Tradable Goods Manufacturing in Australia and New Zealand: How Much Can Growth Theory Explain?" *IMF Working Paper nº 0916,* Washington DC, enero.
Hunt, Christopher (2009), "Banking crises in New Zealand - an historical perspective", *Bulletin,* vol. 72, n° 4, diciembre, RBNZ, pp. 26-41.
Lattimore, Ralph, Trinh Le, Iris Claus y Adolf Stroombergen (2009), "Economic progress and puzzles. Long-term structural change in the New Zealand economy, 1953-2006", *NZIER Working Paper nº 2009/6*, octubre, New Zealand Institute of Economic Research.
Lustig, Hanno & Stijn Van Nieuwerburgh (2004), "Housing Collateral and the Sensitivity of House Prices to Monetary Policy: Theory and Evidence", *NBER Working Paper nº 10505*, Cambridge: National Bureau of Economic Research.
Medina, Juan Pablo, Anella Munro y Claudio Soto (207), "Que determina la cuenta corriente de los países exportadores de recursos naturales? Los casos de Chile y Nueva Zelanda", *Economía Chilena*, vol. 10, nº 3, diciembre.
New Zealand Ministry of Culture and Heritage, *New Zealand History online*, http://www.nzhistory.net.nz/timeline&new_date=9/11
New Zealand Ministry of Culture and Heritage (2009), *Te Ara, the Encyclopedia of New Zealand,* en http://www.teara.govt.nz/
OCDE (2007), *Economic Surveys New Zealand*, Paris: OCDE.

Phillips, Jock (2009), "History of Inmigration", New Zealand Ministry of Culture and Heritage (2009), *Te Ara, The Encyclopedia of New Zealand,* actualizado al 09/03/2009, en: http://www.teara.govt.nz/en/history-of-immigration.

Reddell, Michael y Cath Slleman (2008), "Some perspectives on past recessions", *Bulletin,* vol. 71, nº 2, junio, Reserve Bank of New Zealand, pp. 5-21.

Reserve Bank of New Zealand (2004), *Financial Stability Report*, octubre, en: http://www.rbnz.govt.nz/finstab/fsr_oct2004.pdf.

Reserve Bank of New Zealand (2004), *Bank deposit insurance and why we don't have it in New Zealand,* en: http://www.rbnz.govt.nz/finstab/banking/regulation/0154814.html.

Reserve Bank of New Zealand (2009), *Financial Stability Report*, noviembre, en: http://www.rbnz.govt.nz/finstab/fsr_nov2009.pdf.

Roper, Brian (1997), "New Zealand's Postwar Economic History", en Chris Rudd y Brian Roper, eds.(1997), *The Political Economy of New Zealand,* Auckland: Oxford University Press, pp. 3-21.

Scollay Robert y Susan St John (1996), *Macroeconomics and the Contemporary New Zealand Economy,* Auckland: Longman Ed.

Silverstone, Brian, Allan Bollard y Ralph Lattimore, eds. (1996), *A Study of Economic Reform: The case of New Zealand*, Amsterdam; New York: Elsevier Science.

Singleton, John (2008). "New Zealand in the Nineteenth and Twentieth Centuries", en Robert Whaples, ed. (2008), *EH.Net Encyclopedia,* febrero, en: http://eh.net/encyclopedia/article/Singleton.NZ

Singleton, John y Paul L. Robertson, (2002a), *Economic Relations Between Britain and Australasia 1945-1979*, Gordonsville: Palgrave Macmillan.

Singleton, John y Paul L. Robertson, (2002b), "The Commonwealth as an Economic Network", en *Australian Economic History Review*, vol. 41, nº. 3, diciembre, pp. 241–266.

Smith, Robert & David Tripe (2001), *Competition and Contestability in New Zealand's Banking System*, ponencia presentada al *XIVth Australasian Finance and Banking Conference*, diciembre, Sydney, en: http://centre-banking-studie.massey.ac.nz/research_outputs/competitionandcontestability.pdf.

Skilling, David (2004), "Investment, Saving and Growth". The New Zealand Institute, noviembre.

Skilling, David (2006), "Lessons from the world's economic laboratory: What can Australia learn from the New Zealand experience?" The New Zealand Institute, junio.

Statistics New Zealand (2008), "Labour productivity growth subdued since 2000", marzo, en http://www.stats.govt.nz

Steel, Jeremy, y David Craig (2002), "New Zealand", en *International Financial Law Review*, Supplement Banking Yearbook 2002, pp. 49-57.

Stevens, Glenn (2008), "Australia, New Zealand and the international economy". BIS Review nº 127, octubre, en: http://www.bis.org

Thorp, Clive (2002), "Developments in credit markets over two decades", *Bulletin,* vol. 65, n° 2, junio, Reserve Bank of New Zealand, pp. 38-50.

Toker, A. H. (1924), "The Monetary Standards of Australia and New Zealand", *The Economic Journal,* vol. 34, nº136, diciembre, pp. 556-575.

Treaty Resource Center, "The Treaty", en http://www.trc.org.nz
Trinh Le (2008), "When will New Zealand catch up with Australia?", *NZIER Working Paper nº 2008/03*, septiembre, New Zealand Institute of Economic Research.
Tripe, David (2004), "The New Zealand Banking System and the Balance of Payments", ponencia preparada para *8th New Zealand Finance Colloquium,* Hamilton, enero, en: http://centre-banking-studies.massey.ac.nz/research_output/BalanceofPayments.pdf.
Tripe, David (2009), "Banking and Finance", en New Zealand Ministry of Culture and Heritage (2009), *Te Ara- the Encyclopedia of New Zealand,* en: http://www.TeAra.govt.nz/en/banking-and-finance.
TSB Bank (2010), "The story of TSB Bank", en: http://www.tsb.co.nz/AboutUs/Story.aspx.
Tyler, Simon (2008), "The New Zealand corporate bond market", *BIS papers nº 26,* agosto, pp. 129-134.
UNCTAD (2009), *World Investment Report*, New York y Ginebra, Naciones Unidas.
Wilson, John (2009), "History", en New Zealand Ministry of Culture and Heritage (2009), *Te Ara - the Encyclopedia of New Zealand*, updated 3-Mar-09, en http://www.TeAra.govt.nz/en/history.
Wright, Matthew (2009), "'Mordacious years': Socio-economic aspects and outcomes of New Zealand's experience during the Great Depression", *Bulletin*, vol 72, nº 3, septiembre, Reserve Bank of New Zealand, pp. 43-60.

Fuentes periodísticas

Businesswire (2009), "Finance companies acted like 'Ponzi schemes', registrar says", 3 de mayo.
Collins, Simon (2009), "Hands-off Govt the Main Theme of Brash Report", New Zealand Herald, 1 de diciembre, en http://www.nzherald.co.nz
EUFA (2007), "Another Finance Company gone", diciembre, en: http://www.eufa.co.nz
EUFA (2008), "New Year Horror Stories from Investors", 3 de enero, en: http://www.eufa.co.nz.
EUFA, (2009), "Petition presented to Parliament", 11 de marzo, en: http://www.eufa.co.nz.
Newstalkzb (2007), "Investors reel at finance company collapse", 20 de agosto, en: http://www.newstalkzb.co.nz/newsdetail1.asp?storyID=122844.
Securities Commission (2010), "Govt responds to capital market recommendations", 18 de febrero, en: http://www.sec-com.govt.nz/new/commerce-minister/2010/180210.shtml.
Goodreturns (2010), "The sooner the guarantee goes the better", 8 de febrero en: http://www.goodreturns.co.nz/blog/category/finance-companies.

Chile

Albalá-Bertrand, José Miguel (2006), "Cambio de la estructura productiva en Chile, 1986-1996: producción e interdependencia industrial", *Revista de la CEPAL,* nº 88, abril, pp. 167-181.

Alvarez, Roberto y Rodrigo Fuentes (2006), "Pautas de especialización en una economía de rápido crecimiento. El caso de Chile", *El Trimestre Económico,* vol. LXXIII (4), nº 292, octubre-diciembre, pp. 749-781.

Angell, Alan (1993): *Chile de Alessandri a Pinochet: en busca de la utopía,* México: Ed. Andrés Bello Mexicana.

Banco Central de Chile (2002): *Chile Social and Economic Indicators 1960-2000,* mayo.

Banco Central de Chile (2006): *Management of Foreign Exchange Reserves at the Central Bank of Chile*.

Barandiarán Edgardo y Leonardo Hernández (1999), "Origins and Resolution of a Banking Crisis: Chile 1982-1986", *Documento de Trabajo nº 057*, diciembre, Banco Central de Chile.

Bergoeing, Raphael, Patrick J. Kehoe, Timothy J. Kehoe y Raimundo Soto (2002), "A Decade Lost and Found: Mexico and Chile in the 1980s", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, winter, pp. 3-30.

Betancour, Cristina, José de Gregorio y Alejandro Jara (2006), "Improving the banking system: the Chilean experience", in *BIS Papers nº 28 The banking system in emerging economies. How much progress has been made?*, agosto, pp. 163-180.

BIS (2007), *BIS Papers nº 33, Evolving banking systems in Latin America and the Caribbean: challenges and implications for monetary policy and financial stability*, febrero, Basilea: BIS.

Boylan, Delia M. (2003), "Taking the Concertación to Task: Second Stage Reforms and the 1999 Presidential Election in Chile", in Carol Wise y Riordan Roett, eds. (2003), *Post-Stabilization Politics in Latin America. Competition, Transition, Collapse,* Washington D.C: Brookings Institution Press, pp. 134-156.

Briones, Ignacio y Matías Braun (2007), "El desarrollo del mercado chileno de bonos corporativos, Santiago de Chile: Universidad Adolfo Ibáñez.

Caballero, Ricardo J., Kevin Cowan y Jonathan Kearns (2005), "Fear of Sudden Stops: Lessons from Australia and Chile", *The Journal of Policy Reform,* vol. 8, nº 4, diciembre, pp. 313-354.

Calderón Hoffman, Alvaro (2006), "El modelo de expansión de las grandes cadenas minoristas chilenas", *Revista de la CEPAL*, nº 90, diciembre, pp. 151-170.

Cerda, Rodrigo A., Hermann González y Luis Felipe Lagos (2006), "Is fiscal policy effective? Evidence for an emerging economy. Chile 1833-2000", *Applied Economic Letters,* vol. 13, pp. 575-580.

Chumacero, Rómulo A. y J. Rodrigo Fuentes (2005), "On the Determinants of Chilean Economic Growth", in Eduardo Fernández-Arias, Rodolfo Manuelli y Juan S. Blyde, eds. (2005), *Sources of Growth in Latin America. What is Missing?,* Washington D.C: IADB, pp. 273-303.

Claude, Marcel (1997), "Una vez más la miseria: ¿Es Chile un país sustentable?, Santiago de Chile: LOM Ediciones.

Díaz-Alejandro, Carlos (1985), "Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, vol.19, pp. 1-24.

Edwards, Sebastián (1985), "The Behavior of Interest Rates and Real Exchange Rates during a Liberalization Episode: the Case of Chile 1973-1983", *NBER Working Paper n° 1702*, septiembre, Cambridge: National Bureau of Economic Research.

Edwards, Sebastián (1996), "Exchange-Rate Anchors, Credibility, and Inertia: A Tale of Two Crises, Chile and Mexico", *American Economic Review, Papers and Proceedings*, vol. 86, n° 2, mayo, pp. 176-180.

Eichengreen, Barry, Eduardo Borensztein y Ugo Panizza (2006), "A Tale of Two Markets: Bond Market Development in East Asia and Latin America", *HKIMR Occasional Paper nº 3*, octubre, Hong Kong Institute for Monetary Research, en http://www.hkimr.org/occasional_papers.asp.

Fernández, Viviana (2005), "Monetary Policy and the Banking Sector in Chile", *Emerging Markets Finance and Trade*, vol. 41, nº 3, mayo-junio, pp. 5-36.

Fernández, Viviana (2006), "Emerging Derivatives Markets. The Case of Chile", *Emerging Markets Finance and Trade*, vol. 42, nº 2, marzo-abril, pp. 63-92.

FMI (2001), *Country Report nº 01/116*, julio.

FMI (2004), *Country Report*, nº *04/292*, septiembre.

FMI (2007), *Country Report*, nº *07/333*, junio.

Fry Maxwell J. (1993) : *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, Baltimore: Johns Hopkins University Press.

Fuentes, Rodrigo., Mauricio Larraín y Klaus Schmidt-Hebbel (2006), "Sources of Growth and Behavior of TFP in Chile", *Cuadernos de Economía*, vol. 43, mayo, pp. 113-142.

Gallego, Francisco y Norman Loayza (2000), "Financial Structure in Chile: Macroeconomic Development and Microeconomic Effects", *Documento de trabajo n° 75*, julio, Banco Central de Chile, en http://www.bcentral.cl.

Gallego, Francisco y Norman Loayza (2002), "The Golden Period for Growth in Chile. Explanations and Forecast", *Documento de trabajo n° 146*, julio, Banco Central de Chile, en http://www.bcentral.cl.

Hermes, Niels & Robert Lensink (1998): "Banking Reform and the Financing of Firm Investment: An Empirical Analysis of the Chilean Experience, 1983-1992", *The Journal of Development Studies*, vol. 34, n°3, febrero, pp. 27-43.

Hernández, Leonardo, y Fernando Parro (2004), "Sistema financiero y crecimiento económico en Chile", *Documento de trabajo n° 291*, diciembre, Banco Central de Chile, en http://www.bcentral.cl.

Hernández, Leonardo, y Fernando Parro (2005), "Economic Reforms, Financial Development and Growth: Lessons from the Chilean Experience", *Working Paper nº 238*, enero, Stanford Center for International Development.

Herrera, Luis y Rodrigo O. Valdés (2004), "Dedollarisation, Indexation and Nominalization: the Chilean Experience", *Documento de trabajo n° 261*, mayo, Banco Central de Chile, en http://www.bcentral.cl.

Herzer, Dierk, Felicitas Nowak-Lehmann D. y Boriss Siliverstov (2006), "Export-led growth in Chile: assessing the role of export-composition in productivity growth", *The Developing Economies,* vol. XLIV, n º 3, septiembre, pp.306-328.

Hsieh, Chang-Tai y Jonathan A. Parker (2007), "Taxes and growth in a Financially Underdeveloped Country: Evidence from the Chilean Investment Boom", *Economía,* vol. 8, nº 1, fall, pp. 1-40.

Jadresic, Esteban & Roberto Zahler (2000): "Chile's Rapid Growth in the 1990s: Good Policies, Good Luck, or Political Changes?, *IMF Working Paper nº 00/153*, Washington DC: FMI.

Kalter, Eliot, Steven Phillips, Marco. A. Espinosa-Vega, Rodolfo Luzio, Mauricio Villafuerte y Manmohan Singh (2004), "Chile: Institutions and Policies Underpinning Stability and Growth", *Occasional Paper nº 231*, Washington DC: FMI.

Karasulu, Merad (2007), "Competition in the Chilean Banking Sector: A Cross-Country Comparison", *Economía*, vol. 7, nº 2, spring, pp. 1-39.

López, José Jaime (2002), "La reestructuración del sector agropecuario en Chile", en *México y la Cuenca del Pacífico*, vol. 5, nº 15, enero-abril, pp. 27-38.

Lüders, Rolf. J. (1998), "The Comparative Economic Performance of Chile: 1810-1995", *Estudios de Economía,* vol. 25, nº 2, diciembre.

Marchini, Genèvieve (2007), "Desarrollo financiero en las economías asiáticas: una perspectiva comparada con México y América Latina", en Calva, José Luis ed. (2007), *Desarrollo económico: estrategias exitosas*, Agenda para el desarrollo, vol. 2, México: UNAM.

McKinnon, Ronald I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C: Brookings Institution.

McKinnon, Ronald I. (1988), "Financial Liberalization in Retrospect: Interest Rate Policies in LDCs", en G. Ranis y T.P. Schultz eds. (1988), *The State of Development Economics*, Oxford: Basil Blackwell.

McKinnon, Ronald I (1993), *The order of economic liberalization. Financial control in the transition to a market economy*, Baltimore: The Johns Hopkins University Press.

Medina, Juan Pablo, Anella Munro y Claudio Soto (2007), "¿Que determina la cuenta corriente de los países exportadores de recursos naturales? Los casos de Chile y Nueva Zelanda", *Economía Chilena,* vol. 10, nº 3, diciembre.

Meller, Patricio y A. Solimano (1983), *Inestabilidad financiera, burbujas especulativas y tasas de interés : la economía chilena en 1975-83*, documento no publicado, Santiago de Chile.

Mesquita Moreira, Mauricio y Blyde, Juan (2006), *Chile's Integration Stategy: Is There Room for Improvement?*, Washington DC: Banco Interamericano de Desarrollo.

Ministerio de Hacienda (2001), *Reforma del Mercado de Capitales,* abril.

Ministerio de Hacienda, (2008), *Principales contenidos de la ley n° 20.190 de mercado de capitales II*.

Muñoz Gomá, Oscar y Hector Schamis (1991), "Las transformaciones del Estado en Chile y la privatización", marzo. CIEPLAN.

Nelson, Roy C. (2007), "Transnational Strategic Networks and Policymaking in Chile: CORFO's High Technology Investment Promotion Program", *Latin American Politics and Society*, vol. 49, nº 2, verano, pp. 149-181.

OCDE (2007), *Economic Surveys. Chile*, Paris: OCDE.

Olivares, E. y D. Tapia (1970), "Tasas de interés", *Estudios monetarios*, Banco Central de Chile.

Pang, Eul-Soo (2001), *International Political Economy of Transformation in Argentina, Brazil and Chile since 1960,* Gordonsville: Palgrave-Macmillan.

Parrilli, Mario Davide (2004), "Integrating the national industrial system. The new challenge for Chile, *Review of International Political Economy,* vol. 11, nº 5, diciembre, pp. 905-925.

Ramírez, Miguel D. (2006), "Economic and Institutional Determinants of Foreign Direct Invesment in Chile: a Time-Series Analysis, 1960-2001", *Contemporary Economic Policy,* vol. 24, nº 3, julio, pp. 459-471.

Ramos, Joseph (1989): *Política económica neoliberal en países del Cono Sur de América Latina: 1974-1983*, México: Fondo de Cultura Económica.

Razoux, Pierre (2005), "La guerra del Pacífico (1879-1884)", *Istor,* año VI, nº 21, verano, pp. 107-124, en: http://www.istor.cide.edu/archivos/num_21.

Rector, John (2005), *The History of Chile,* Gordonsville: Palgrave Macmillan.

Sanhueza, Gerardo (2001), "Chilean Banking Crisis of the 1980s: Solutions and Estimations of the Costs", *Documento de trabajo n° 104*, agosto, Banco Central de Chile en http://www.bcentral.cl.

Schiff, Maurice (2002), "Chile's Trade and Integration Policy. An Assessment". *The World Economy*, vol. 25, nº 7, julio, pp. 973–990.

Schmidt-Hebbel, Klaus (2006), "Chile's Economic Growth", *Cuadernos de Economía,* vol. 43, mayo, pp. 5-48.

Shaw, Edward S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press.

Söderling, Ludvig (2008), "Credit Cyclicality in Chile: A Cross-Country Perspective", *IMF Working paper nº 08/55*, marzo, Washinton DC: FMI.

Sunkel, Osvaldo (2006), "¿Del neoliberalismo al neoestructuralismo? Revisando la experiencia chilena", conferencia magistral presentada en el VI Seminario de Economía Fiscal y Financiera, abril, IIE-UNAM, en. http://www.olafinanciera.unam.mx

Velasco, Andrés (1991): "Liberalization, Crisis, Intervention: The Chilean Financial System, 1975-85", en Sundararajan, V. & Tomás J. T. Baliño, eds. (1991), *Banking crises, Cases and Issues*, Washington DC: FMI, pp. 113-174.

Fuentes periodísticas

El periodista quincenal (2003), "Caída libre", año 2 nº 32, 17 de marzo.

Perú

Alarco, Germán (1985), ""Sobre la dolarización del sistema financiero y algunas de sus implicancias", en Germán Alarco, Carlos Otero, Emilio Barreto y Ramón Remolina (1985), *La dolarización y su impacto en la economía peruana,* Lima: Fundación Friedrich Ebert, pp. 9-47.

Alarco, Germán (2010), *Inversión Extranjera Directa,* enero en: http://aeperu.blogspot.com.

Banco Mundial (2009), *Global Development Finance – Charting a Global Recovery,* Washington DC: Banco Mundial.

Banco Central de Reserva del Perú (2002), *El costo del crédito en el Perú,* http://bcrp.gob,pe .

Banco Central de Reserva del Perú (2003), "*Protección de la economía de las vulnerabilidades creadas por la dolarización*", *Nota de difusión*, en http://bcrp.gob.pe.

Banco Central de Reserva del Perú (2006), "El costo del crédito en el Perú. Revisión de la evolución reciente", *Documento de Trabajo 2006-004,* junio.

Banco Central de Reserva del Perú (2007), *Reporte de estabilidad financiera,* diciembre, en http://www.bcrp.gob.pe.

Banco Central de Reserva del Perú (2008), "Limitantes del crecimiento económico", *Notas de Estudio del BCRP,* nº 1, enero.

Banco Central de Reserva del Perú (2009), *Memoria 2009*.

Barco, Daniel y Jorge Ibérico (2010), "Pensiones en nuevos soles: ampliando las alternativas de los pensionistas", *Moneda nº 143-01*, mayo, pp. 4-7, en http://www.bcrp.gob.pe.

Bonilla, Heraclio, ed. (1986a) *Las crisis económicas en la historia del Perú*, Lima: Centro Latinoamericano de Historia Económica y Social.

Bonilla, Heraclio, (1986b), "La crisis de 1872", en Heraclio Bonilla ed. (1986a) *Las crisis económicas en la historia del Perú*, Lima: Centro Latinoamericano de Historia Económica y Social, pp. 167-184.

Castillo, Paul, y Daniel Barco (2008), "Facing Up a Sudden Stop of Capital Flows: Policy Lessons from the 90's Peruvian Experience", *Documento de trabajo nº 2008-002*, enero, BCRP, en http://www.bcrp.gob.pe.

Castillo, Paul, Carlos Montoso y Vicente Tuesta (2007), "Hechos estilizados de la economía peruana", *Moneda nº 14*, diciembre en http://www.bcrp.gob.pe.

Carranza Ugarte, Luis (2008), *Crecimiento Económico del Perú, Situación y perspectivas*, Ministerio de Economía y Finanzas, junio, en: http://www.cepal.org/prensa/noticias/comunicados/9/33179/Peru_Cepaljun08.pdf .

CEPAL (2004), *Balance preliminar de las economías de América del Sur y del Caribe 2003-2004.* Santiago de Chile: Naciones Unidas.

CEPAL (2005), *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe 2004,* Santiago de Chile: Naciones Unidas.

CEPAL (2007), *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe 2006,* Santiago de Chile: Naciones Unidas.

CEPAL (2008), *Balance preliminar de las economías de América del Sur y del Caribe 2007-2008,* Santiago de Chile: Naciones Unidas.

CEPAL (2009), *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe 2008 2009. Crisis y espacios de cooperación regional,* Santiago de Chile: Naciones Unidas.

Cheikrouhou, Hela (2006), "Profundizando la intermediación financiera", en Giugale, Marcelo, Vicente Fretes-Ciblis y John L. Newman, eds. (2006), *Perú. La oportunidad de un país diferente. Próspero, equitativo y gobernable*, Washington DC: Banco Mundial, pp. 191-214.

Cheesman, Roxanne (1986), "Políticas de reactivación económica en la crisis de 1929", en Heraclio Bonilla, ed. (1986), *Las crisis económicas en la historia del Perú*, Lima, Centro Latinoamericano de Historia Económica y Social.

Chirinos, Raymundo (2008), "¿Puede el Perú ser un nuevo milagro económico?, *Documento de Trabajo nº 2008-003*, enero, BCRP en: http://www.bcrp.gob.pe.

Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (2008), *Memoria 2008*, en http://www.conasev.gob.pe.

Committee on the Global Financial System (2004), Foreign direct investment in the financial sector of emerging market economies, marzo, Basilea: BIS.

Dancourt, Oscar (1999), "Reforma neoliberal y política macroeconómica en el Perú", *Revista de la CEPAL,* nº 67, abril, p. 49-70.

Dancourt, Oscar (2003), "Desafíos de la reactivación económica", *Economía y sociedad*, nº 48, abril, CIES en: http://consorcio.org/CIES/html/pdfs/bol48/Dancourt.pdf.

Espino, Freddy y César Carrera (2006), "Concentración bancaria y margen de tasas de interés en el Perú", *Revista Estudios Económicos nº 13-4*, BCRP.

Figueroa, Adolfo (2003), "The State and the Market in Development Theory: the Peruvian Experience", ponencia presentada en el Congreso 2003 de LASA (Latin American Studies Association).

FitzGerald, E.V.K. (1981), *La economía política del Perú, 1956-1978. Desarrollo económico y reestructuración del capital,* Lima: Instituto de Estudios Peruanos, traducción de FitzGerald, E.V.K. (1979), *The Political Economy of Peru, 1956-1978. Economic Development and the Restructuring of Capital*, Cambridge: Cambridge University Press.

FMI (1998), *Country Report nº 98/97*, septiembre.

FMI (2004), *Country Report nº 04/156*, mayo.

FMI (2009a), *Country Report nº 09/40*, febrero.

FMI (2009b), *Country Report nº 09/41*, febrero.

FMI (2010a), *Country Report nº10/98*, abril.

FMI (2010b), *Country Report nº 10/99*, abril.

Francke, Pedro (2010), *Debate necesario,* enero en: http://aeperu.blogspot.com.

García, Norberto (2007), "Auge y heterogeneidad productiva. Perú 2002-2006", *Revista de la CEPAL nº 93*, diciembre, pp. 143-155.

Giugale, Marcelo, Vicente Fretes-Ciblis y John L. Newman eds. (2006), *Perú. La oportunidad de un país diferente. Próspero, equitativo y gobernable*, Washington DC: Banco Mundial.

González de Olarte, Efraín (1997), "Growth Without Development, Peru 1950-1995" *Reimpresiones nº22,* CISEPA, Pontificia Universidad Católica del Perú.

Iguiñiz, Javier (1986), "La crisis peruana actual. Esquema para una interpretación", en Heraclio Bonilla ed. (1986) *Las crisis económicas en la historia del Perú*, Lima: Centro Latinoamericano de Historia Económica y Social, pp 299-364.

Iguiñiz, Javier (2003), "Transición democrática: ¿continuidad o cambio?", *Economía y sociedad nº 48*, abril, CIES en: http://consorcio.org/CIES/html/pdfs/bol48/Iguiniz.pdf.

Jiménez, Félix, Giovanna Aguilar y Javier Kapsoli (1999), *De la industrialización proteccionista a la desindustrialización neoliberal,* Lima: Consorcio de investigación económica y Pontificia Universidad Católica del Perú.

Jiménez, Félix (2010a), *La economía nacional de mercado*, mayo, entrevista en: http://aeperu.blogspot.com.

Jiménez, Félix (2010b), *El modelo neoliberal no promueve la productividad*, abril e http://aeperu.blogspot.com.

Jiménez, Félix (2010c), *La economía nacional de mercado*, I, II y III, abril en http://aeperu.blogspot.com.

Ledesma Liébana, Patricia (2001), "The Peruvian Experience with Financial Liberalization", ponencia presentada en el Congreso 2001 de LASA (Latin American Studies Association).

Lora, Eduardo (2001), "Structural Reforms in Latin America. What Has Been Reformed and How to Measure It?", *Working Paper nº 466,* diciembre, Washington DC: BID.

MINCETUR (Ministerio de Comercio Exterior y Turismo del Perú) (2005), *Información sobre el protocolo entre la República del Perú y el Reino de Tailandia para acelerar la liberalización del comercio de mercancías y la facilitación del comercio y las negociaciones del TLC con Tailandia",* en http://www.mincetur.gob.pe.

MINCETUR (2007), *Boletín mensual de comercio exterior,* diciembre, en: http://www.mincetur.gob.pe/newweb/portals/0/BCEDic2007-V.Final.pdf.

Montoro, Carlos (2010), "Retos de política económica en una economía con dolarización parcial: el caso peruano" *Moneda nº 131-02*, BCRP, pp. 5-9.

Orezzoli, Luis y Manuel Macera (2005), "Intermediación financiera y concentración industrial. Efectos de la consolidación bancaria en el sector real de la economía", *Economía y Sociedad nº 55*, CIES en:http://consorcio.org/CIES/html/pdfs/Bol55/08orezzoli.pdf.

Polastri, Rossana (2006), "Manteniendo un marco económico apropiado", en Giugale, Marcelo, Vicente Fretes-Ciblis y John L. Newman eds. (2006), *Perú. La oportunidad de un país diferente. Próspero, equitativo y gobernable*, Washington DC: Banco Mundial, pp. 91-105.

Porter, Michael (2010), "Una nueva estrategia para el Perú", *El Comercio*, 11 de enero.

Quiroz, Alfonso W. (1989), *Banqueros en conflicto. Estructura financiera y economía peruana, 1884-1930*, Lima, Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP).

Rosales Ramón (1985), "Importancia del sistema financiero para la movilización y la canalización de ahorro interno", en Luis Baba Nakao, Ramón Rosales, José Valderrama y Marylin Choy (1985), *Ahorro interno y el sistema financiero*, Lima: Fundación Friedrich Ebert, pp. 23-53.

Rossini, Renzo, y Marco Vega (2007), "El mecanismo de transmisión de la política monetaria en un entorno de dolarización financiera: el caso del Perú entre 1996 y 2006", *Moneda nº 14*, diciembre, BCRP.

Schuldt, Jurgen (2010a), *Riqueza y distribución del ingreso,* marzo en. http://aeperu.blogspot.com.

Schuldt, Jurgen (2010b), *El perro del abuelo,* marzo en. http://aeperu.blogspot.com.

Soto, Roberto (2006), "El costo del crédito en el Perú. ¿Qué factores lo determinan?", *Moneda nº 134-02*, BCRP pp. 5-11.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs (2003), *Memoria Anual 2003*, en. http://www.sbs.gob.pe.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs (2004), *Las nuevas fortalezas del Perú,* en: http://www.sbs.gob.pe.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs (2008a), *Boletín fondos de pensiones,*1101-diciembre en http://www.sbs.gob.pe.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs (2008b), *Memoria Anual 2008* en: http://www.sbs.gob.pe.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs (2009), *Memoria Anual 2009* en: http://www.sbs.gob.pe.

Thorp, Rosemary y Geoffrey Bertram (1985), *Perú 1890-1977: crecimiento y políticas en una economía abierta,* Lima: Mosca Azul Ed., Fundación Friedrich Ebert y Universidad del Pacífico, traducción de Thorp, Rosemary y Geoffrey Bertram (1978), *Peru 1890-1977: Growth and Policy in an Open Economy,* London: Macmillan Press Ltd.

Ugarteche, Oscar (1986); *El Estado deudor. Economía política de la deuda: Perú y Bolivia 1968-1984*, Lima: Instituto de Estudios Peruanos.

UNCTAD (2000), *Investment Policy Review: Peru*, New York; Ginebra: Naciones Unidas.

UNCTAD (2004), *World Investment Report 2004, The Shift Towards Services,* New York; Ginebra: Naciones Unidas.

UNCTAD (2007), *World Investment Report 2007,*New York; Ginebra: Naciones Unidas.

Vilcapoma, Leopoldo (1998), "Sistema bancario y fluctuaciones macroeconómicas. Perú 1950-1997, *Documento de discusión nº 161,* Pontificia Universidad Católica del Perú, en http://pucp.edu.pe/economia/pdf/DDD161.pdf.

Fuentes estadísticas

Australian Bureau of Statistics, consultado en http://www.abs.gov.au.

Australian Prudential Regulation Authority, consultado en http://www.apra.gov.au.

Banco Central de Chile, consultado en *http://*www.bcentral.cl.

Banco Central de Reserva del Perú, consultado en http://bcrp.gov.pe.

Banco Mundial, *Financial Structures Database*, varios años, consultado en http://www.worldbank.org.

Banco Mundial, *World Development Indicators,* consultado en http://data.worldbank.org/indicator.

Comisión Económica para América Latina y el Caribe, *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe*, varios años consultado en http://www.eclac.org.

Comisión Económica para América Latina y el Caribe, *Balance preliminar de las economías de América del Sur y del Caribe* varios años, consultado en http://www.eclac.org.

Heritage Foundation (2009), *2009 Index of Economic Freedom*, en http://www.heritage.org.

Instituto Nacional de Estadística e Informática del Perú**,** consultado en http://www.inei.gob.pe.

Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, consultado en http://www.imf.org.

Ministerio de Comercio Exterior y Turismo del Perú, consultado en http://www.mincetur.gob.pe.

Naciones Unidas, *Commodity Trade Statistics Database,* consultado en http://www..comtrade.un.org.

Reserve Bank of Australia, consultado en http://www.rba.gov.au.

Reserve Bank of New Zealand, consultado en http://www.rbnz.govt.nz.

Superintendencia de Pensiones, Gobierno de Chile, consultado en http://www.safp.cl.

Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, consultado en http://www.svs.cl.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP del Perú, consultado en http://www.sbs.gob.pe.

Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras – Chile, consultado en http://www.sbif.cl.

Statistics New Zealand, consultado en http://www.stats.govt.nz.

United Nations Conference on Trade and Development, *World Investment Report,* varios años, consultado en http://www.unctad.org.

World Economic Forum, consultado en http://www.weforum.org.

World Federation of Exchanges, consultado en http://www.world-exchanges.org.

Glosario[1]

A

Acción común. Participaciones que representan la propiedad en una compañía.

Activo fijo. Activo como un bien raíz o una planta o equipo industrial. Los activos fijos reciben el nombre de activos reales.

Activo. Derecho financiero o componente de propiedad que es un acopio de valor.

Ajuste monetario. Situación en la cual un banco central reduce la oferta de dinero para reducir o prevenir una alza en el gasto después de que se ha observado un salto en el nivel de precios, dando apoyo con tal medida al nuevo nivel de precios.

Amortización. El proceso de pagar gradualmente el principal de un préstamo.

Apalancamiento. Uso de títulos que portan una tasa de rentabilidad fija (limitada) para financiar una parte de los activos de una compañía. El apalancamiento puede surgir del uso bien de deuda o bien de financiación de acciones privilegiadas. El uso de apalancamiento expone a la compañía a riesgo financiero.

Apreciación. Incremento en el valor internacional de una moneda cuando los tipos de cambio son flexibles.

Arancel. Impuesto sobre los bienes importados.

Asimetrías de información. Es una falla de mercado que proviene de que los participantes no tienen el mismo acceso a la información, lo cual propicia que los prestamistas (principal), teniendo conocimiento del valor esperado de rendimiento bruto pero desconociendo el riesgo de los proyectos que financian, racionen los recursos (créditos) disponibles entre los prestatarios (agentes) solicitantes. A pesar de la disposición de ciertos prestatarios (agentes) por aceptar altas tasas de interés por el crédito, los prestamistas (principal) temen aumentar las tasas de interés por arriba de cierto umbral —para evitar el deterioro de la capacidad de reembolso de esos prestamistas—. Se diferencian dos tipos de asimetrias de información. La selección adversa corresponde a la situación en la cual un proyecto de mala calidad o *adverso* a lo buscado es elegido por el prestamista debido a que éste no conoce todas las características del proyecto del prestatario.

---

1. Agradezco la colaboración dedicada de los estudiantes de la Licenciatura en Relaciones Internacionales de la Universidad de Guadalajara Mayra Ortega Bonilla y Nahúm Hernández en la elaboración de este glosario.

A través del azar o riesgo moral, el prestamista está expuesto al riesgo de que el prestatario no cumpla con todas sus obligaciones una vez firmado el contrato. En la industria de los seguros, se refiere a la idea de que cuando se cuenta con un seguro, aumentan las posibilidades de que ocurra el hecho contra el cual se compró el seguro porque el asegurado se siente menos incentivado a adoptar medidas preventivas.

Azar o riesgo moral. *V.* Asimetrías de información.

B

Back office. Se llama así a la parte de un banco no relacionada con clientes, integrada por quienes realizan operaciones que los clientes han encargado a los comerciales del banco.

Balanza comercial. Registro de las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios de un país en un plazo determinado.

Balanza de capitales. Registro del conjunto de flujos de capitales —inversión extranjera directa, inversión en portafolios, flujos bancarios— de un país en un plazo determinado.

Balanza de cuenta corriente. Registro de las transacciones de bienes, servicios e ingresos, más las transferencias unilaterales netas en un plazo determinado = balanza comercial + balanza de ingresos + transferencias unilaterales netas.

Balanza de pagos. Registro del conjunto de transacciones internacionales de bienes y servicios y de los flujos financieros de un país en un plazo determinado = balanza de cuenta corriente + balanza de capital + errores y omisiones.

Banca comercial. Son instituciones financieras especializadas en recabar depósitos y hacer préstamos.

Banco central. Es una institución pública que funciona como garante, controlador y regulador del sistema bancario de su país. Asimismo, norma la oferta de la moneda nacional y dirige (a menudo en conjunción con el Ministerio del Tesoro o la Secretaría de Hacienda) la política monetaria nacional. Funge con frecuencia como el banco del gobierno.

Banco de inversión. Son instancias financieras cuya función primordial es apoyar a empresas, gobiernos y otras entidades a obtener fondos para financiar sus actividades mediante emisión de valores.

Bolsas de valores. Mercados organizados en los cuales los compradores y los vendedores de valores (o sus agentes o corredores) se reúnen en una localidad central para realizar sus operaciones comerciales.

Bono. Instrumento de deuda negociable que promete hacer pagos en forma periódica durante un lapso especifico.

Bonos extranjeros. Bonos emitidos por empresas no residentes que se venden en un país extranjero y que están denominados en la moneda de ese país. Ejemplos: Bonos Yankee, bonos Samurai.

Burbuja. Situación en la cual el precio de un activo difiere de su valor fundamental de mercado.

C

Calificación (*Rating*). Indicador representativo del nivel de riesgo por el que se califican las emisiones de deuda de las empresas y gobiernos. La valoración que se da al riesgo financiero de las obligaciones de una sociedad depende de su apalancamiento financiero, de la rentabilidad de los activos, de la estabilidad de los beneficios registrados en el pasado y del tamaño de la empresa. Los *ratings* son elaborados por empresas especializadas en el análisis del riesgo.

Capital de riesgo. Capital que no está garantizado por un gravamen o hipoteca. Fondos invertidos en empresas que generalmente no tienen acceso a las fuentes de capital convencionales.

Capitalización bursátil o capitalización de mercado. Representa el valor agregado de las acciones de una empresa. Se obtiene multiplicando el número de acciones en circulación por su precio actual por acción. La capitalización bursátil total se obtiene sumando el valor capitalizado de todas las empresas que cotizan en este mercado.

Carry trade. Se trata de una técnica que consiste en mantener una posición en la que se espera obtener ganancias —invertida en una economía con altos rendimientos relativos—con base en un fondeo obtenido en una economía donde las tasas de interés de referencia son bajas relativamente.

Cartera. Colección o grupo de activos.

Centro financiero internacional (CFI). Área territorial cuya legislación monetaria y fiscal muy liberal ofrece ventajas especiales para las operaciones de las sociedades de inversión en los más diversos tipos de transacciones financieras.

Certificados de depósitos americanos (ADR, *American Depositary Receipts*). Derechos emitidos contra acciones extranjeras y que se negocian en el mercado de ventas sobre el mostrador (extra-bursátiles). Los ADR hacen posible que las acciones extranjeras puedan negociarse a su valor nacional de mercado y que puedan venderse en Estados Unidos.

Chaebol. Consorcio de compañías coreanas.

Cobertura (*hedging*). El propósito de la práctica de cobertura es protegerse contra movimientos adversos de precios, tasas de interés o de tipos de cambio; en otras palabras, el objetivo es cubrirse de la exposición de riesgos de variación de dichos precios.

Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria. Comité internacional de supervisores bancarios que se reúnen bajo el auspicio del Banco de Pagos Internacionales de Basilea, Suiza.

Consenso de Washington. Consenso entre el FMI, el Banco Mundial y el Tesoro de Estados Unidos acerca de las políticas macroeconómicas correctas que deberían implementar los países en desarrollo.

Contracción del crédito (*Credit crunch*). Ocurre cuando la oferta de crédito es restringida por debajo de un rango usualmente identificado.

Contrato adelantado (*forward*). Instrumento mediante el cual dos partes acuerdan intercambiar algún artículo en el futuro a un precio establecido de antemano.

Corto plazo. En referencia a un instrumento de deuda, el hecho de tener el vencimiento de un año o de meses.

Costos de transacciones. El tiempo y el dinero gastados tratando de intercambiar activos, bienes o servicios financieros.

Crisis financiera. Trastorno en los mercados financieros que se caracteriza por disminuciones muy agudas en los precios de los activos y por los fracasos de muchas empresas financieras y no financieras.

Crisis gemelas. Es la asociación entre las crisis bancarias y las crisis monetarias, y viceversa. Se definen como casos en los que una crisis bancaria es acompañada por una crisis monetaria ya sea en el año previo, presente o siguiente, o como episodios en los que el comienzo de una crisis bancaria es seguido por una crisis monetaria dentro de los 48 meses posteriores.

Cuasi-dinero. Los depósitos en cuenta corriente bancaria, las letras que el tesoro de un país emite y otros títulos de la deuda pública que actúan como sucedáneos de moneda.

Curva de rendimientos. Representación gráfica de las tasas de interés para tipos particulares de bonos con distintos plazos de vencimiento.

D

Déficit comercial. Grado en que el valor de las importaciones de mercancías excede al valor de las exportaciones de mercancías durante un intervalo de tiempo.

Déficit presupuestal. Exceso del gasto del gobierno en relación con los ingresos por los impuestos.

Demanda agregada. La cantidad total de bienes y servicios demandados en la economía a diferentes niveles de precios.

Depreciación. Decremento en el valor de una moneda.

Derivados. Instrumentos financieros que derivan su valor de los precios de uno o más activos tales como valores de capital, valores de renta fija, divisas o *commodities*. Su función principal es servir como instrumentos para administrar exposiciones a riesgos asociados con los activos subyacentes.

Desregulación financiera. *V.* Liberalización financiera.

Desviación estándar. Forma de medir estadísticamente el riesgo esperado. Se puede aplicar a una cartera de activos.

Deuda pública externa. Obligaciones de pago del gobierno contraídas fuera del país.

Deuda pública interna. La deuda contraída por el Estado en forma de obligaciones emitidas en el mercado local.

Devaluación. Disminución en el valor internacional de una moneda cuando el tipo de cambio es fijo.

Diversificación. Inversión en un conjunto (cartera) de activos cuyos rendimientos no siempre se mueven en forma conjunta, con el resultado de que el riesgo general es más bajo que el de los activos individuales.

Divisa. Moneda extranjera, tanto física como en forma de depósito en una institución financiera.
Dolarización. Adopción de una moneda extranjera, como el dólar estadounidense, como la moneda de un país. Puede ser parcial o total, formal (legal) o informal.

E

Economías de alcance. Habilidad para usar un recurso a efecto de suministrar muchos productos y servicios financieros.
Economías de escala. Reducción en los costos unitarios de las transacciones conforme aumenta la magnitud (escala) de las transacciones.
Emisión de valores. Conjunto de títulos (bonos, acciones) que se crean y que, sujetos a un mismo proceso formal, salen públicamente al mercado.
Encaje legal. Monto mínimo de capitales y reservas que deben mantener los bancos para garantizar los retiros de depósitos.
Enfermedad holandesa. Se refiere a la apreciación del tipo de cambio que se produce en respuesta al auge en la exportación de un producto primario y que tiende a reducir el peso relativo de la industria manufacturera del país y las exportaciones de esta industria. Originalmente se identificó después del descubrimiento del gas natural en la costa holandesa. Un incremento en el valor de la divisa del país perjudicó a los exportadores holandeses tradicionales y al empleo en estas industrias.
Entrepuerto (*Entrepôt*). En francés "almacén", es un territorio que goza de exenciones y bonificaciones de derechos aduaneros.
Estanflación. Periodo de continua inflación combinada con una recesión o estancamiento de la actividad económica.
Eurodólares. Dólares estadounidenses que se depositan en bancos extranjeros fuera de Estados Unidos o en sucursales extranjeras de bancos estadounidenses y que permiten a su vez conceder préstamos en esta divisa fuera del territorio de Estados Unidos. Lo mismo se da también con otras divisas internacionales (euroyenes, por ejemplo).
Expropiación. El embargo de activos con una compensación.

F

Falla de mercado. Teoría económica que postula que las imperfecciones en el sistema de precios, como la competencia imperfecta, externalidades, bienes públicos, etc., restan eficiencia a la asignación de los recursos e incluso justificarían la intervención del sector público.
Fideicomisos (*unit trust*). Relación de confianza entre dos personas, por la que una cede a otra la propiedad de una cosa para que la administre en beneficio de una tercera.

Financiamiento externo. Financiamiento que proviene de fuera de la empresa, generalmente de los prestamistas o inversionistas.

Financiamiento interno. Financiamiento que proviene del interior de la empresa, que incluye utilidades retenidas, salarios acumulados y cuentas por pagar.

Financiarización. Es el proceso que, a partir de de la liberalización de los mercados y la sofisticación de las técnicas, hace penetrar las finanzas en todos los sectores de la vida económica, y tiende a darle un papel de motor en la globalización. De allí la impregnación de la sociedad entera por las finanzas. La financiarización también llega a perjudicar la economía real, debido a la preferencia por inversiones financieras.

Fondos de inversión. Compañías de inversión que compran una serie diversificada de instrumentos financieros.

Fondos de pensión. Fondos de inversión constituidos por el capital obtenido a través del ahorro acumulado de un colectivo de personas, y cuya finalidad es pagar unas prestaciones a sus participantes una vez hayan alcanzado la edad de jubilación. Con los recursos obtenidos, el fondo adquiere acciones, bonos y demás títulos de renta fija o variable para poder hacer frente a los pagos en el futuro.

Fondos soberanos. Fondo de inversión que está constituido por recursos públicos acumulados a partir de excedentes comerciales basados en exportaciones primarias (petróleo, minerales) o manufacturas. Los países que mantienen un superávit en cuenta corriente y acumulan más divisas de las que exigen sus necesidades inmediatas, pueden crear un fondo soberano para administrar ese dinero "de sobra" y lo invierten en los mercados financieros internacionales.

Fragilidad o vulnerabilidad financiera. Existe vulnerabilidad financiera cuando pequeños choques al ingreso, calidad de los activos o la liquidez de una entidad financiera la vuelven insolvente o suficientemente ilíquida como para no poder atender sus compromisos financieros de corto plazo.

Futuros financieros. Contratos estandarizados para comprar o vender un monto determinado de una mercancía básica o de un activo financiero, incluyendo divisas, a una fecha determinada en el futuro.

G

Globalización financiera. Proceso mediante el cual se ponen en contacto y se integran los diversos mercados financieros locales y los mercados mundiales, a través de la eliminación de barreras reglamentarias y de la liberalización de los flujos de capitales transfronterizos.

H

***Hedge Funds* (fondos de cobertura)**. Sociedades privadas con un reducido número de partícipes en las cuales el gestor tiene una significativa participación personal en el capital social, es libre de operar en una amplia variedad de mercados y de utilizar diversas estrategias de inversión que implican un elevado grado de apalancamiento.

Hiperinflación. Inflación extrema en la cual la tasa de inflación excede 50% por mes.

Hipoteca. Acuerdo o contrato que permite a un banco establecer una garantía prendaria para asegurar un préstamo en caso de impago del mismo a su vencimiento.

Holding. Término inglés para designar a una sociedad, sin actividad productiva o comercial, que posee acciones, participaciones o créditos de otras que dirige y gestiona.

Hub. Centro de distribución.

I

Iliquidez. Característica de algunos productos financieros. Imposibilita retirar los fondos invertidos hasta que transcurra cierto plazo desde que se ha realizado la inversión. Situación de una empresa que se ve incapaz de atender sus obligaciones financieras de corto plazo.

Indización. Acción consistente en vincular el valor de un capital o de una renta a la evolución de una variable de referencia con frecuencia el índice de precios al consumidor. Busca mantener constante el poder de compra del capital.

Inflación. Condición de un nivel de precios continuamente creciente.

Insolvencia. Situación en la cual el valor de los activos de una empresa o de un banco han disminuido por debajo de sus pasivos; quiebra.

Instituciones de ahorro. Asociaciones de ahorros y préstamos, bancos de ahorro mutuo y uniones de crédito.

Interbancario. Entre bancos. Término que se usa para distinguir aquella parte del mercado cambiario o del mercado de dinero en la cual los bancos tratan directamente entre sí.

Interés. Precio pagado por el uso temporal del dinero de un tercero.

Intermediación financiera. Proceso a través del cual los intermediarios financieros vinculan a los ahorradores-prestamistas y a los prestadores-gastadores.

Inversionistas institucionales. Instituciones que colectan montos elevados de ahorro y los invierten con frecuencia a plazos largos: aseguradoras, fondos de pensiones.

K

Keiretsu. Consorcio de compañías japonesas.

L

Laissez-faire. Política que permite que los individuos busquen sus propias actividades dentro de los límites de la ley y el orden y el respeto de los derechos de propiedad.

Largo plazo. En referencia a un instrumento de deuda, el hecho de tener un vencimiento de 10 años o más.

Liberalización financiera. La eliminación de reglas y regulaciones en los mercados financieros domésticos y en los flujos de fondos desde y hacia un país.

Liquidez. Facilidad relativa y velocidad con la cual un activo puede convertirse en efectivo.

M

M1. Medida del dinero que incluye la moneda, los cheques de viajero y los depósitos en cuentas de cheques.

M2. Medida del dinero que se añade a M1: cuentas de depósito del mercado de dinero, acciones de fondos mutuos del mercado de dinero, depósitos a plazo de denominaciones pequeñas, depósitos de ahorros, acuerdos de readquisiciones exigibles (repos) en forma inmediata y eurodólares al contado.

Mercado de capitales. Mercado financiero en el cual se negocian las deudas a largo plazo (generalmente con un vencimiento original de más de un año) y los instrumentos de capital contable.

Mercado de dinero. Mercado financiero en el cual se negocian sólo instrumentos de deuda a corto plazo (por lo general, aquellos que tienen un vencimiento original de menos de un año).

Mercado de divisas. Es el mercado de billetes, monedas extranjeras, transferencias bancarias denominadas en moneda extranjera y otros instrumentos financieros de disponibilidad inmediata denominados en moneda extranjera.

Mercado de mostrador (OTC). Mercado secundario descentralizado y poco reglamentado en el cual los negociantes ubicados en diferentes localidades que disponen de un inventario de valores están listos para comprar y vender valores "sobre el mostrador" a cualquiera que acuda a ellos y esté dispuesto a aceptar sus precios.

Mercado del eurodólar. Mercado bancario de mayoreo en dólares americanos fuera de Estados Unidos. Existen mercados externos similares en Europa y Asia y para otras divisas principales.

Mercado primario. Mercado financiero en el cual se venden nuevas emisiones de un valor a los compradores iniciales.

Mercado secundario. Mercado financiero en el cual se pueden revender los valores que han sido previamente emitidos (y que, por tanto, son de segunda mano).

Mercado *subprime*. El mercado "*subprime*" es una modalidad crediticia del mercado financiero de los Estados Unidos que se caracteriza por tener un nivel de riesgo de impago

superior a la media del resto de los créditos. La mayor parte de los créditos son de carácter hipotecario.

Monetización (impresión de dinero). Método de financiamiento del gasto del gobierno en virtud del cual la deuda del gobierno emitida para financiar el gasto gubernamental es costeada por el banco central.

O

Offshore. Se refiere a los centros financieros internacionales que ofrecen transacciones financieras con ventajas para quienes las realizan debido, fundamentalmente, a la legislación fiscal y a la libertad de entrada y salida. Paraísos fiscales.

Opción (compra, venta). Es un contrato por medio del cual su titular (o comprador) adquiere el derecho más no la obligación de comprar o vender un activo, dentro de un plazo predefinido (periodo de contrato), en un precio (de ejercicio) fijado de antemano en el momento de firmarse el contrato.

P

Pasivo. Un pago obligatorio a un proveedor de un bien, un servicio o fondos.

Patrón oro. Sistema de fijación de los tipos de cambio entre monedas mediante el establecimiento del precio de las divisas con relación al precio del oro. El patrón oro persistió hasta la década de 1930.

Política fiscal. Política que implica decisiones acerca de los gastos y de los impuestos del gobierno.

Política monetaria. Administración de la oferta de dinero y de las tasas de interés.

Portafolios de inversión. Es un conjunto de activos financieros que contiene una combinación de valores (bonos, acciones, *commodities*, bienes raíces, etc.) con el propósito de reducir el riesgo mediante diversificación para la obtención de mejores rendimientos.

Préstamo (simple). Instrumento del mercado de crédito que le suministra al prestatario un monto de fondos que debe rembolsarse al prestamista en la fecha de vencimiento junto con un pago adicional (interés).

Profundización financiera. Se refiere al crecimiento más que proporcional del sistema financiero en relación con la economía real.

Prudencial (supervisión). Vigilancia de las operaciones de los bancos y de otras instituciones financieras con el fin de evitar conductas riesgosas o ilícitas.

R

Razones de capitalización bancaria. El primer Acuerdo de Basilea (1987) estableció la razón mínima de capital bancario en 8% del valor de sus activos ponderados por su nivel de riesgo

Recesión. Periodo en el cual la producción agregada está declinando.

Rendimiento sobre el capital contable (ROE). Utilidad neta después de impuestos por dólar de capital contable.

Rendimiento sobre los activos (ROA). Utilidad neta después de impuestos por dólar de activos.

Rendimiento. Pagos hechos al propietario de un valor más el cambio en el precio del valor, expresado como una fracción de su precio de compra. De una manera más precisa se le denomina tasa de rendimiento.

Reportos. Operación de arbitraje con reportos. Los participantes piden prestados valores o efectivo en el mercado a la tasa repo general con la intención de re-prestar el efectivo o valores a tasas más favorables en el mismo mercado.

Represión financiera. Se refiere a la situación de un mercado con obstáculos institucionales, tanto de política económica como administrativos, que le impiden alcanzar posiciones de equilibrio, comprometiendo de ese modo la racionalidad del proceso de asignación de recursos.

Reservas internacionales. Tenencias de activos del banco central denominadas en moneda extranjera.

Riesgo. Grado de incertidumbre asociado con el rendimiento sobre un activo.

Riesgo moral. *V.* Asimetrías de información.

S

Selección adversa. *V.* Asimetrías de información.

Sistema financiero. Es el conjunto de mercados y otras instituciones mediante el cual se realizan las transacciones financieras y el intercambio de activos y riesgos. Incluye los mercados de acciones, bonos y otros instrumentos financieros, intermediaros financieros, empresas de servicios financieros y las entidades reguladoras que rigen a estas instituciones.

***Swap* (contrato)**. Acuerdo entre dos partes para intercambiar una serie de flujos de efectivo a intervalos determinados durante un periodo definido.

T

Tasa de inflación. Tasa de cambio del nivel de precios, se mide generalmente como un cambio porcentual por año.

Tasa de interés. Costo de la solicitud de préstamos o precio pagado por la renta de los fondos (por lo general, se expresa como un porcentaje por año).

Tasa de interés nominal. Es la tasa de interés sin ajustar a la inflación.

Tasa de interés real. Tasa de interés ajustada a la inflación.

Tasa hipotecaria. Tasa de interés que pagan los compradores de casas por los préstamos que contraen para financiar la compra.

Tasa interna de retorno. Retorno de una inversión, cantidad ganada en proporción directa al capital invertido. Es el rendimiento anual de los activos netos o de la inversión que se determina mediante el análisis del flujo de fondos corrientes actualizados a precios de mercado. La TIR se compara con el interés de capital para determinar si un proyecto se debe hacer.

Tier 1. Es una razón que mide la fortaleza de una entidad, y está compuesto por el capital básico, formado principalmente de acciones ordinarias y utilidades no distribuidas. Pero también puede incluir las participaciones preferentes perpetuas y otras inversiones del banco.

Tipo de cambio. Es el precio relativo, el precio de una moneda que se expresa en términos de la unidad de otra moneda.

Tipo de cambio fijo (sistema). Sistema en el cual los bancos centrales compran y venden sus propias monedas para mantener sus tipos de cambio fijos a un cierto nivel.

Tipo de cambio flotante (sistema). Sistema de tipo de cambio en el cual se permite que el valor de las monedas fluctué en relación con todas las demás.

V

Ventaja comparativa. Cierta eficiencia relativa que se logra al producir algún satisfactor. Queda indicada cuando se tiene un costo de oportunidad más bajo para un producto que el de otro satisfactor que se elabora en algún otro país. Los países se benefician a partir del comercio internacional al elaborar productos en términos de los cuales tienen una ventaja comparativa.

Volatilidad. Medida comúnmente usada del riesgo de un activo, relacionada con la gama de tasas de rendimiento posibles y sus probabilidades de ocurrencia. En el mercado de opciones se usa como sinónimo de desviación estándar.

Abreviaturas

Abreviaturas generales

AAE	Acuerdo de Asociación Económica
ABM	Asian Bond Market
ABN-AMRO	Algemene Bank Nederland and Amsterdam-Rotterdam Bank
ACE	Acuerdo de Complementación Económica
ACU	Asian Currency Units
ADB	Asian Development Bank
ADM	Asian Dollar Market
ADR	American Depositary Receipts
AFP	Administradora de Fondos de Pensiones
ALADI	Asociación Latinoamericana de Integración
APEC	Asia Pacific Economic Cooperation
ATM	Automatic Teller Machines
BIS	Bank for International Settlements
BM	Banco Mundial
BNP	Banque Nationale de Paris
CAMEL	Capital adequacy, Asset quality, Management, Earnings and Liquidity
CAN	Comunidad Andina de Naciones
CBOT	Chicago Board Of Trade
CD	Certificado de Depósito
CEE	Comisión Económica Europea
CEPAL	Comisión Económica para América Latina
CFI	Centro Financiero Internacional
COMTRADE	United Nations Commodity Trade Statistics Database
CUCI	Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional
DTAs	Deferred Tax Assets
EU	Estados Unidos
FBC	Formación Bruta de Capital
FBCF	Formación Bruta de Capital Fijo
FICE	Fondos de Inversión de Capital Extranjero

FMI	Fondo Monetario Internacional
FOB	Free On Board
I&D	Investigación y Desarrollo
ICSID	International Convention on the Settlement of Investment Disputes between States and Nationals of Other States
IED	Inversión Extranjera Directa
IFNB	Instituciones Financieras No Bancarias
IFS	International Financial Statistics
INB	Ingreso Nacional Bruto
INBPC	Ingreso Nacional Bruto per cápita
IPC	Indíce de Precios al Consumidor
ISI	Industrialización por Sustitución de Importaciones
IVA	Impuesto al Valor Agregado
MERCOSUR	Mercado Común del Sur
MSCI	Morgan Stanley Capital Investment
MIGA	Multilateral Investment Guarantee Agency
NAFTA	New Zealand-Australia Free Trade Agreement
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation System
NIE	New Industrializing Economies
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OMC	Organización Mundial del Comercio
PAFTAD	Pacific Trade and Development Forum
PBEC	Pacific Basin Economic Council
PC	Per Cápita
PEA	Población Económicamente Activa
PECC	Pacific Economic Cooperation Council
PIB	Producto Interno Bruto
PIB PC	Producto Interno Bruto Per Cápita
Pymes	Pequeña y Mediana Empresa
PNB	Producto Nacional Bruto
PPP	Purchasing Power Parity
PTF	Productividad Total de los Factores
REIT	Real Estate Investment Trust
ROA	Return on Assets
ROAA	Return on Average Assets
ROAE	Return on Average Equity
ROE	Return on Equity
SRAS	Síndrome Respiratorio Agudo Severo
TC	Tipo de cambio
TLC	Tratado de Libre Comercio
TPSEPA	Transpacific Strategic Economic Partnership Agreement
UE	Unión Europea
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development

US$ o $US	Dólar Americano
VAC	Valor Adquisitivo Constante
WDI	World Development Indicators
WEF	World Economic Forum
WFE	World Federation of Exchanges

Abreviaturas específicas

Australia

A$	Dólar Australiano
ABS	Australian Bureau of Statistics
ABL	Australian Bureau of Labor
ANZUS	Australia-New Zealand-United States Security Treaty
APRA	Australian Prudential Regulation Authority
ASIC	Australian Securities and Investment Commission
ASX	Australian *Stock* Exchange
COAG	Council of Australian Governments
RBA	Reserve Bank of Australia
SFE	Sydney Futures Exchange
SFEC	Sydney Futures Exchange Corporation

Nueva Zelanda

AANZFTA	ASEAN-Australia-New Zealand Free Trade Agreement
AIL	Approved Issuer Levy
ANZ	Australia and New Zealand Banking Group
ANZCERTA	Australia New Zealand Closer Economic Relations Trade Agreement
ANZUS	Australia-New Zealand-United States Security Treaty
BNZ	Bank of New Zealand
CEP	Closer Economic Partnership
DFC	Development Finance Corporation
NAB	National Australia Bank
NZCP	New Zealand Commodity Price Index
NZ$	Dólar Neozelandés
NZSCEP	New Zealand-Singapore Closer Economic Partnership
NZSF	New Zealand Superannuation Fund
NZTCEP	New Zealand- Thailand Closer Economic Partnership
NZTE	New Zealand Trade and Enterprise
NZVIF	New Zealand Venture Investment Fund

RBNZ	Reserve Bank of New Zealand
TSB	Trustee Saving Bank

Chile

BCChile	Banco Central de Chile
CODELCO	Corporación del Cobre
CORA	Corporación de la Reforma Agraria
CORFO	Corporación de Fomento de la Producción
INDAP	Instituto de Desarrollo Agropecuario
SAFP	Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones
SBIF	Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile
SVS	Superintendencia de Valores y Seguros
UF	Unidad de Fomento

Perú

AFP	Administradora de Fondos de Pensiones
APTA	Andean Trade Promotion Act
ATPDEA	Andean Trade Promotion and Drug Eradication Act
BCRP	Banco Central de Reserva del Perú
BPL	Banco de Perú y Londres
CM	Cajas Municipales
Cofide	Corporación Financiera de Fomento
CRAC	Cajas Rurales de Ahorro y Crédito
Edpyme	Entidades de Desarrollo a la Pequeña y Mediana Empresa
FMV	Fondo MiVivienda
INEI	Instituto Nacional de Estadística e Informática
MINCETUR	Ministerio de Comercio Exterior y Turismo
SBS	Superintendencia de Banca, Seguros y AFP

Índice de cuadros

Capítulo 1. Australia: el sistema financiero de la industrialización sustitutiva a la economía post-industrial

1. Australia: principales mercados de exportación, 1938-1970 30
2. Australia: principales productos de exportación, 1938-1970 33
3. Australia: activos de las instituciones financieras, 1901-1980 47
4. Australia: principales indicadores macroeconómicos, 1970-2005 58
5. Australia: componentes de la demanda agregada, 1960-2008 65
6. Australia: descomposición del PIB del lado de los ingresos, 1959-2007 67
7. Australia: Valor Añadido Bruto por industrias, 1990-2008 70
8. Australia: especialización exportadora, 1980-2007 71
9. Australia: posición de inversión internacional, 1997-2008 74
10. Australia: flujos de IED en porcentajes de la Formación Bruta de Capital Fijo, 1990-2007 75
11. Australia: activos de las instituciones financieras, 1990-2007 84
12. Australia: indicadores de la industria de gestión de fondos, 1988-2007 86
13. Australia: bancos de propiedad nacional y extranjera más importantes, noviembre del 2008 87
14. Australia: exposición internacional de la banca, 2007 88
15. Australia: préstamos agregados, 1990-2007 89
16. Australia: activos y pasivos seleccionados del sector privado no financiero, billones de A$, 1993-2008 90
17. Australia: indicadores de desempeño del sistema bancario, 1989-2008 91

Capítulo 2. Desarrollo económico y sistema financiero en las antípodas: Nueva Zelanda

1. Nueva Zelanda: principales mercados de exportación, 1938-1970 113
2. Nueva Zelanda: principales mercancías de exportación, 1938-1970 114
3. Nueva Zelanda: activos de las instituciones financieras, 1935-1979 122
4. Nueva Zelanda: desarrollo macroeconómico, 1970-2005 124
5. Nueva Zelanda: contribución sectorial al PIB, 1975-2007 143
6. Nueva Zelanda: especialización exportadora, 1980-2007 145
7. Nueva Zelanda: *stocks* de inversión extranjera directa 1980-2007 150
8. Nueva Zelanda: posición de inversión internacional, 1990-2008 152
9. Nueva Zelanda: activos y pasivos del sistema financiero, 1990-2008 155
10. Nueva Zelanda: montos vigentes de bonos públicos y bonos EuroKiwi/Uridashi, 1990-2008 158
11. Nueva Zelanda: bancos registrados, 2009 161
12. Nueva Zelanda: crédito de bancos e intermediarios no bancarios por sector, 1980-2008 163
13. Nueva Zelanda: activos, pasivos y patrimonio de los hogares, 1979-2008 165
14. Nueva Zelanda: indicadores bancarios, 2007 167

Capítulo 3. Chile: un precursor latinoamericano de la liberalización financiera

1. Chile: indicadores macroeconómicos, 1970-2005 216
2. Chile: composición de las exportaciones e importaciones por intensidad tecnológica incorporada, 1987-2005 220
3. Chile: exportaciones de bienes por tipo de producto, 1960-2007 221
4. Chile: composición sectorial del PIB, 1960-2006 224
5. Chile: indicadores de calidad institucional 225
6. Chile: posición de inversión internacional, 1986-2008 229
7. Chile: indicadores de IED, 1990-2007 231
8. Chile: *stock* de instrumentos financieros, 2002-2006 235
9. Chile: entidades que componen el sistema financiero, 2002-2006 236
10. Chile: estructura del sistema bancario, 1990-2005 240
11. Chile: indicadores del sistema bancario, 1998-2004 242

Capítulo 4. Economía y financiamiento del crecimiento en Perú: ¿hacia una menor vulnerabilidad externa?

1. Perú: principales exportaciones, 1878-1930 260
2. Perú: principales exportaciones, 1930-1970 263
3. Perú: distribución del mercado bancario comercial, 1885-1930 270
4. Perú: PIB por sectores productivos, 1950-2007 279
5. Perú: exportaciones por grupos de productos, 1950-2007 280
6. Perú: distribución del ingreso, 1961-2003 283
7. Perú: distribución sectorial del crédito, 1955-1975 288
8. Perú: cartera de crédito y cartera atrasada por institución y tipo de banco, 1984 ... 289
9. Perú: evolución del PIB por sectores, 1992-2007 302
10. Perú: flujos y *stocks* de IED, 1990-2006 303
11. Perú: principales productos exportados, 2007 309
12. Perú: exportaciones e importaciones por zona geográfica, 1990 y 2007 311
13. Perú: posición de inversión internacional 1986-2008 313
14. Perú: estructura del sistema financiero, 2007 318

Índice de gráficos

Capítulo 1. Australia: el sistema financiero de la industrialización sustitutiva a la economía post-industrial

1. Australia: inflación y crecimiento, 1970-2008 42
2. Australia: PIB per cápita, 1975-2006 42
3. Australia: tasas de interés reales, 1960-2008 60
4. Australia: tipo de cambio real efectivo, 1980-2008 62
5. Australia: inversión y ahorro, 1969-2006 64
6. Australia: balance en cuenta corriente, 1970-2008. 72
7. Australia: componentes de la cuenta financiera, 1975-2008 73
8. Australia: profundización financiera y crédito por sectores, 1961-2007 77
9. Australia: capitalización del mercado accionario, 1976-2007 78
10. Australia: títulos de deuda vigentes a fin de periodo, 1976-2007 80
11. Australia: transacciones diarias en el mercado de divisas, 1990-2008 81
12. Australia, Estados Unidos, Japón: tasas de interés oficiales de referencia, 1980-2007 82

Capítulo 2. Desarrollo económico y sistema financiero en las antípodas: Nueva Zelanda

1. Nueva Zelanda: índice de términos de intercambio, 1960-2008 111
2. Nueva Zela nda: asignación de crédito de la banca comercial, 1963 121
3. Nueva Zelanda: inflación y crecimiento real del PIB, 1970-2008 126
4. Nueva Zelanda: PIB per cápita, 1975-2006 134
5. Nueva Zelanda: selección de tasas de interés reales, 1961-2008 135
6. Nueva Zelanda: tipo de cambio real efectivo, 1976-2008 135
7. Nueva Zelanda: índice de precios del mercado accionario, 1970-2008 137
8. Nueva Zelanda: indicadores de apertura comercial, 1972-2009 147
9. Nueva Zelanda: inversión y ahorro, 1970-2006 148
10. Nueva Zelanda: saldos externos, 1975-2008 149
11. Nueva Zelanda: cuenta financiera, 1975-2008 151
12. Nueva Zelanda: indicadores del mercado accionario, 1990-2008 156

13. Nueva Zelanda: estructura de una emisión de bono *Offshore* 159
14. Nueva Zelanda: actividad en el mercado cambiario NZ$/US$, 1997-2008.....160
15. Nueva Zelanda: crédito al sector privado, 1970-2008.....162

Capítulo 3. Chile: un precursor latinoamericano de la liberalización financiera

1. Chile: exportaciones por tipo de producto en 1960 181
2. Chile: PIB per cápita en relación con Estados Unidos, 1960-2005 185
3. Chile: indicadores del sistema bancario, 1961-1973 188
4. Chile: tasas de interes reales, 1975-1983.....197
5. Chile: tipo de cambio real efectivo, 1980-2006.....206
6. Chile: inflación y crecimiento del PIB, 1960-2007.....215
7. Chile: ahorro interno bruto y FBCF, 1960-2006 217
8. Chile: indicadores de apertura comercial, 1961-2006.....218
9. Chile: cotizaciones internacionales del cobre, 1980-2008.....219
10. Chile: exportaciones por destino geográfico, 1990-2005.....222
11. Chile: importaciones por origen geográfico, 1990-2005 222
12. Chile: componentes de la cuenta financiera, 1975-2006 230
13. Chile: flujos de inversión directa, 1975-2006 231
14. Chile: flujos de inversión de portafolio, 1975-2006.....232
15. Chile: flujos de otras inversiones, 1975-2006 233
16. Chile: indicadores de deuda externa bruta, 1970-2006 234
17. Chile: profundización financiera, 1978-2005 235
18. Chile: activos de fondos de pensiones y aseguradoras, 1981-2007 238
19. Chile: activos de fondos de pensiones por categoría, 1981-2007.....239
20. Chile: monetización y crédito interno, 1961-2007.....240
21. Chile: crédito al sector privado y al gobierno, 1961-2007 241
22. Chile: crédito bancario por actividad, 2002-2006 242
23. Chile: indicadores de la Bolsa de Santiago, 1989-2006.....243
24. Chile: razón de valor de transacciones/capitalización del mercado accionario, 1978-2008 245
25. Chile: deuda pública interna negociable, 1989-2004 246

Capítulo 4. Economía y financiamiento del crecimiento en Perú: ¿hacia una menor vulnerabilidad externa?

1. Perú: ahorro e inversión, 1950-1989 282
2. Perú: inversión pública y privada, 1950-1989 282
3. Perú: descomposición de la balanza en cuenta corriente, 1950-2007....283
4. Perú: términos de intercambio, 1950-2007 284
5. Perú: inflación y déficit público, 1970-1989....285
6. Perú: indicadores de profundización financiera, 1961-2007....286
7. Perú: activos del sistema financiero, 1961-2007 287
8. Perú: dolarización, 1950-1985....288
9. Perú: inflación y déficit público, 1990-2007....298
10. Perú: tipo de cambio real, 1991-2008 300
11. Perú: índice sueldo real privado, 1980-2007 301
12. Perú: PIB y crecimiento real, 1960-2007 303
13. Perú: componentes de la cuenta financiera, 1975-2008 304
14. Perú: PIB per cápita en relación con Estados Unidos, 1960-2005....306
15. Perú: comercio de bienes y servicios, 1950-2007....308
16. Perú: pagos por renta de factores, 1950-2007 312
17. Perú: ahorro e inversión, 1990-2007 315
18. Perú: capitalización del mercado de bonos, 1992-2008 319
19. Perú: indicadores del mercado accionario, 1991-2008 320
20. Perú: crédito del sistema bancario al sector privado por moneda, 1992-2007....321
21. Perú: razón de créditos de mala calidad, 1993-2007 322
22. Perú: tasas de interés nominales en soles, 1992-2007 327
23. Perú: tasas de interés nominales en dólares, 1992-2007....328

Crecimiento económico y desarrollo financiero
en Asia-Pacífico Vol. II
Las economías primario exportadoras
de Oceanía y América Latina
Australia, Nueva Zelanda, Chile y Perú
se terminó de imprimir en noviembre de 2012
en los talleres de Ediciones de la Noche
Madero #687, col. Centro
Guadalajara, Jalisco.
El tiraje fue de 500 ejemplares.

www.edicionesdelanoche.com