

# ESTUDIOS MONETARIOS V

SEGUNDO SEMINARIO  
DE MERCADO DE CAPITALES,  
AUSPICIADO POR  
LA ORGANIZACION DE ESTADOS  
AMERICANOS (OEA)

BANCO  
CENTRAL  
DE CHILE



SANTIAGO DE CHILE  
1976

# INDICE

	<u>Pág.</u>
PRIMERA JORNADA:	
PALABRAS DE DON PABLO BARAONA, PRESIDENTE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE	7
I.—DIAGNOSTICO, SITUACION ACTUAL Y PROBLEMAS DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS	9
Relación: Mario Corbo L.	9
Comentarios: Arsenio Molina	14
Tomás Müller	17
Cristián Correa	18
II.—EL SECTOR PREVISIONAL COMO INVERSIONISTA INS- TITUCIONAL EN EL MERCADO DE CAPITALES	21
Relación: Miguel Kast	21
Comentarios: Alfonso Serrano	31
Arturo Troncoso	33
Fabio Valdés	37
III.—NECESIDADES FINANCIERAS DE LAS EMPRESAS: LA FUNCION DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS	40
Relación: Canio Corbo	40
Comentarios: Pedro Jeftanovic	44
Elías Elton	47

## SEGUNDA JORNADA:

I.—EL SECTOR GOBIERNO EN EL MERCADO FINANCIERO: OPERACIONES CON PAGARES DE TESORERIA	53
Relación: Tomás Aguayo	53
Comentarios: Sergio de la Cuadra	58
Alfredo Arce	60
Frank Veneroso	62
II.—OPERACIONES DE COMERCIO EXTERIOR: LA FUNCION DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS	65
Relación: Andrés Concha	65
Comentarios: Jorge Armanet	70
Frederick E. Berger	71
III.—PROBLEMAS Y ALTERNATIVAS DE LA CORRECCION MONETARIA Y LAS TASAS FLOTANTES	79
Relación: Roberto Guerrero	79
Comentarios: Claudio Undurraga	84
Eduardo Muñoz	88
RELACION GENERAL: Hernán Cortés	91

# **PRIMERA JORNADA**

29 de abril de 1976

## PALABRAS DE DON PABLO BARAONA, PRESIDENTE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

“Quiero agradecer la asistencia de todos ustedes a este Seminario, que es, probablemente, el más importante de los Seminarios del Mercado de Capitales que hemos tenido, en un doble sentido. En primer lugar, porque es o va a permitir mirar los temas con mucha profundidad y, en segundo lugar, porque esperamos que sea una doble vía de comunicaciones entre las personas que tienen la responsabilidad de ir avanzando en la construcción de un Mercado de Capitales en Chile, y entre aquellas que por su tradición académica o porque tienen que operar en él, pueden tener muchas ideas valiosas que confrontar con las que la gente de Gobierno tiene.

Creo que lo que hemos hecho en esta materia es bastante, si se toma en cuenta que hace dos años no existía lo que formalmente se conoce como Mercado de Capitales y hemos tratado de ir avanzando, a veces con errores, pero en un ambiente muy lleno de dificultades, derivadas de una legislación inadecuada, que hemos ido tratando de superar y de distorsiones económicas que, no sólo por el lado de la inflación, sino también por el lado de una situación internacional muy crítica y de una distorsión en los precios relativos también muy acentuada, hacen muy difícil el manejo de un Mercado de Capitales. Si a esto se suman algunos tabúes, que afortunadamente han ido siendo superados, en que generalmente se ha mirado al Mercado de Capitales como una cosa distinta de lo que es cualquier mercado, cuando esencialmente es lo mismo, y probablemente es el más importante de todos los mercados. A esto, se suma una insuficiencia en la educación que debe tener todo operador de uno u otro lado del Mercado de Capitales, y que cuesta mucho efectuarla en términos de esfuerzo y tiempo.

Reitero la impresión de que lo efectuado en este campo es, probablemente, lo más que se puede hacer, y ha llegado el momento, y este

Seminario es parte de eso, de confrontar ideas, para ver cuáles son las dificultades pendientes, cuál es la meta de llegada ideal para un Mercado de Capitales eficiente, competitivo, abierto al comercio exterior. Creo que podría resumir lo que personalmente pienso que debe ser, diciendo que la meta de llegada puede estar en una legislación formal, en que se cambie esto de que en el mercado se puede hacer sólo lo permitido, por otra legislación que diga que en el Mercado se puede hacer todo, excepto lo prohibido.

Creo, por ejemplo, que en materia de Comercio Exterior, hemos dado ya este paso. La última cosa que quedaba por hacer la estamos haciendo, y es cambiar la lista de importación permitida, aunque sea una cuestión puramente formal, por una lista de importación prohibida, vale decir, lo que no está ahí se puede importar libremente.

En materia de Mercado de Capitales, hemos avanzado por muchas razones en forma más lenta, no sabemos a qué distancia todavía está el punto de llegada, pero diría que el resumen es ése, también. En el Mercado de Capitales, reglamentado formalmente y competitivo, se podrá hacer todo, excepto lo expresamente prohibido. Creo que es el ideal en muchas otras legislaciones.

Espero que la calidad de los participantes en este Seminario, y la buena voluntad de todos aquellos que sin ser funcionarios públicos han accedido a venir a él, nos permita esperar valiosos frutos para nuestro trabajo futuro.

Esperamos también, que el mutuo conocimiento que podamos entablar con cada uno de ustedes, permitirá que no sólo en esta mesa y en esta ocasión pueda haber este intercambio de ideas, sino que sea una cosa más permanente, donde los errores que todos cometemos puedan ser criticados, puedan ser sugeridas sus enmiendas, en cada una de las ocasiones en que esos errores se puedan cometer.

# I. DIAGNOSTICO, SITUACION ACTUAL Y PROBLEMAS DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

Relación: Mario Corbo L. (\*)

En el desarrollo de este primer tema, correspondería analizar el papel que desempeña en una economía el conjunto de intermediarios financieros que, clasificados por los plazos de sus activos, van desde los bancos comerciales en un extremo hasta las compañías de Seguros y Fondos de Pensiones en el otro.

Estas últimas captan los ahorros de las personas, generados en la etapa de su vida activa y en que los ingresos superan a los gastos. Estos fondos vuelven a los ahorrantes en forma de jubilación en la etapa de la vida en que la capacidad de generar ingresos ha desaparecido y los gastos continúan. Por la naturaleza de largo plazo de los ahorros que captan estos intermediarios, concentran sus inversiones en los plazos más largos del mercado y son usualmente los compradores de hipotecas y debentures.

Los bancos comerciales, que están en el otro extremo, tienen en su pasivo una parte importante del dinero que en una economía monetaria se emplea como medio de pago y depósitos no en cuenta corriente que personas y empresas mantienen como la parte más líquida de su cartera de inversiones.

A manera de ejemplo del tamaño que alcanzan en una economía desarrollada cada uno de estos intermediarios, de un total de 894 billones de dólares en activos financieros mantenidos por los intermediarios financieros norteamericanos al final del año 1965, 262 billones correspondían a Compañías de Seguros y Fondos de Pensiones. (Murray E. Polakoff Financial Institutions and Markets Table 4-6 pág. 80.)

---

(\*) Gerente Constructora e Inmobiliaria Forestal Ltda.

En esta oportunidad nos vamos a referir a este segundo tipo de intermediarios financieros. Para facilitar el análisis presentaremos un modelo simplificado de la forma como un intermediario de este tipo opera. Se analizarán, en primer lugar, las condiciones en que operaría en cualquier economía y a continuación, con mayor detalle, algunos problemas que estimamos son específicos de un intermediario que actúa en una economía con una tasa de inflación decreciente.

El balance de un intermediario financiero contempla las siguientes cuentas:

<b>ACTIVO</b>	<b>PASIVO</b>
Encaje	Capital
SalDOS Bancarios	Captaciones
Préstamos	Utilidad
<b>PERDIDAS</b>	<b>GANANCIAS</b>
Intereses pagados	Intereses cobrados
Gastos de operación	
Utilidad	

Sea:

E	=	Encaje
B	=	SalDOS Bancarios
P	=	Préstamos
K	=	Capital
C	=	Captaciones
U	=	Utilidad
I	=	Intereses pagados
<sub>p</sub>		
G	=	Gastos de operación
I	=	Intereses cobrados
<sub>c</sub>		

Entre estas variables existen las siguientes relaciones aritméticas o legales:

$$C = m \cdot K$$

Siendo m la relación entre las captaciones y el capital

$$E = 0,08 \cdot C = 0,08 \cdot m \cdot K$$

El factor 0,08 corresponde al encaje legal de ocho por ciento sobre las captaciones.

$$I_c = i_n \cdot P$$



Siendo  $i_n$  la tasa de interés nominal mensual aplicable a préstamos a 30 días.

$$I_n = I (1 - f) \cdot C$$

Siendo  $f$  el margen entre tasa aplicable a los préstamos y tasa aplicable a las captaciones, expresado este margen como fracción de la tasa aplicable a los préstamos.

Sea  $i_r$  la tasa real mensual de interés cobrada sobre los préstamos la tasa nominal correspondiente a esta tasa real está dada por

$$\begin{aligned} i_n &= (1 + i_r) (1 + p) - 1 \\ &= i_r + (1 + i_r) \cdot p \end{aligned}$$

Se supone además que el intermediario debe mantener excesos de encaje y que éstos son iguales a una fracción  $S$  del encaje legal.

El monto de préstamos estará dado por:

$$\begin{aligned} P &= K + C - E - S \cdot E \\ &= K + m \cdot K - 0,08 \cdot m \cdot K - 0,08 \cdot S \cdot m \cdot K \\ &= K [1 + m (0,92 - 0,08 \cdot S)] \end{aligned}$$

Las utilidades están dadas por:

$$U = I_c - I_p - G \quad (1)$$

Reemplazando en esta ecuación y dividiendo por  $K$  se obtiene:

$$\frac{U}{K} = (i_r + (1 + i_r) \cdot p) \left\{ [1 + m (0,92 - 0,08 \cdot S)] - (1 - f) \cdot m \right\} \frac{G}{K}$$

De esta expresión se obtiene el retorno nominal mensual al capital.

Designado por  $r_m$  el retorno real mensual se tiene:

$$r_m = \frac{1}{1 + p} \left( \frac{U}{K} - p \right)$$

Finalmente, el retorno real anual está dado por:

$$r_a = (1 + r_m)^{12} - 1$$

Se determinó la tasa de retorno real anual dando a los parámetros del modelo los siguientes valores:

$$\begin{aligned} p &= 0,0; 0,01; 0,02; 0,03; 0,04; 0,05; 0,06; 0,07; 0,08; \\ &\quad 0,09 \text{ y } 0,10. \\ S &= 0,20 \text{ y } 0,30. \end{aligned}$$

$m$	$=$	10, 15 y 20.
$G/K$	$=$	0,02; 0,04; 0,06 y 0,08.
$F$	$=$	0,10; 0,15; 0,20 y 0,25.
$i$	$=$	0,12; 0,14; 0,16; y 0,18.

(anual)

Se obtienen 4.224 estimaciones de la tasa de retorno real al capital, correspondientes a igual número de combinaciones posibles entre los valores de los parámetros que aparecen en el cuadro anterior.

De todas estas combinaciones se muestran a continuación aquellas que corresponden a los siguientes valores de los parámetros:

Tasa de interés cobrada ( $i$ ) igual al 12% real anual. Esta tasa corresponde probablemente al nivel de equilibrio para el sistema financiero chileno.

Tasas de inflación mensual ( $p$ ) de 0%, 5% y 10%. Esta última corresponde al nivel actual y la segunda al nivel que probablemente se alcanzará durante el segundo semestre del presente año y la primera a la meta deseada.

Relación entre captaciones y capital ( $r$ ) de 10, 15, 20. Como en el modelo no aparecen bienes físicos en el activo (para simplificar se supone que son todos arrendados) el valor de este parámetro afecta sólo el nivel y el riesgo del retorno al capital propio.

Relación gastos mensuales / Capital de 0.04 y 0.08 que corresponde a dos niveles de eficiencia. El más pequeño corresponde aproximadamente al observado en bancos extranjeros y el mayor al observado en algunos intermediarios financieros locales.

Margen entre tasa aplicable a los préstamos y tasa aplicable a las captaciones, expresado como fracción de la tasa aplicable a los préstamos de 0.25, este valor corresponde también al margen observado en mercados financieros más desarrollados.

Los valores obtenidos de la tasa de retorno real anual sobre el capital aparecen en los cuadros N<sup>os</sup>. 1 y 2.

Las tasas de retorno que aparecen en la primera columna, aquella que corresponde a estabilidad en los precios son todas negativas, aun en aquellos casos correspondientes a los intermediarios más eficientes que aparecen en el cuadro N<sup>o</sup> 1. Dado que los intereses reales cobrados y pagados son un dato, determinado por el costo del crédito externo y la posibilidad de captación directa por las empresas y que el nivel de eficiencia parece ser el máximo empíricamente observado, la única posibilidad de obtener una rentabilidad positiva sobre el capital es disminuir la tasa real de captación modificando el tipo de pasivos. En efecto, el modelo presentado supone que el total de captaciones corresponde a pasivos sobre los cuales se pagan intereses. Sin embargo, en el mundo

real una parte de los pasivos de los intermediarios financieros corresponde a dinero a los cuales no se paga intereses o se les paga a una tasa muy pequeña, de modo que el interés promedio pagado sobre las captaciones es menor y, en consecuencia, mayor la tasa de retorno sobre el capital.

### CUADRO N° 1

Retorno real anual al capital dada una relación gastos mensuales / capital igual a 0.04.

$m$	$I_c = 12\%$ $p = 0$	$F = \frac{0.25}{5}$	10% mensual
10	— 17.50	99.72	323.14
15	— 9.84	225.36	837.61
20	— 1.54	420.04	1.877.25
$I_p$	8.88	0.95	— 17.2% mensual

### CUADRO N° 2

Retorno real anual al capital dada una relación gastos mensuales / capital igual a 0.08.

$m$	$I_c = 12\%$ $p = 0$	$F = \frac{0.25}{5}$	10% mensual
10	— 49.86	28.69	185.54
15	— 45.00	113.42	549.13
20	— 39.71	246.78	1.300.04
$I_p$	8.88	0.95	— 17.2% mensual

En resumen, para permitir que los intermediarios financieros que aquí se analizan operen a niveles de eficiencia similares a los alcanzados en economías más desarrolladas y que se manifiesta en un margen no superior a 0.25 y una tasa de retorno adecuada sobre el capital, es necesario que operen con gastos administrativos bajos y además que una parte de su pasivo corresponda a dinero y que, obviamente, este dinero puedan prestarlo.

## Comentario: Arsenio Molina (\*)

Antes de sacar algunas conclusiones del modelo que acaba de exponer el relator, sería necesario analizar la realidad de los supuestos sobre los que se basa dicho modelo.

En primer lugar, vemos que se ha supuesto una tasa de interés de colocaciones del 12% con una probabilidad cierta de obtenerla, lo que supone que las colocaciones se hacen con cero riesgo, vale decir, que la institución financiera no se vería afectada por deudas incobrables. Por lo tanto, si consideramos el riesgo de no pago en las colocaciones sería posible afirmar que en una situación real la rentabilidad debería tender a ser menor que la que muestra el modelo, *ceteris paribus*.

En segundo lugar, con respecto al supuesto de gastos de 4% y 8% sobre el capital, se podría decir que analizando las cifras que se citaron específicamente del City Bank, el mínimo de 4% es una cifra general que incluye gastos no solamente asignables a la intermediación financiera, vale decir que lo asignable específicamente a intermediación financiera no sabría cuánto es, pero podría ser una cifra menor. En todo caso, el 8% que es aplicable a la realidad nacional, es una cifra que yo llamaría realista en Chile, lo que no quita que a nivel internacional sea excesiva.

Antes de continuar con el análisis de la realidad de los supuestos parece útil hacer notar la incidencia de la inflación y de la relación deuda a capital sobre la rentabilidad de los intermediarios financieros. Analizando la columna primera, vale decir, el supuesto de cero inflación, vemos que a mayor inflación, los intermediarios financieros obtienen una mayor rentabilidad, todo lo demás constante. Después, al analizar el parámetro que es la relación deuda a capital se da uno de 20 a 1 que se supone como una relación óptima dada la situación legal en Chile. El comportamiento de esta variable muestra que a mayor deuda a capital debería aumentar la rentabilidad de los intermediarios financieros. Pensemos un poco que en Chile hoy día la relación deuda a capital en las instituciones bancarias es de alrededor de un 1,5 a 1, lo que nos da una idea de lo lejos que estamos de alcanzar la relación de 20 a 1 supuesta en el modelo.

Siguiendo con el análisis de los supuestos tenemos, en tercer lugar, el encaje. Para este parámetro se ha dado una cifra de 20% que catalogaríamos, dada la situación actual en esta materia, de bastante poco realista. Por lo tanto, colocados en una situación real por este concepto la rentabilidad de los intermediarios financieros debería tender a ser

---

(\*) Asesor Económico del Ministro Director de ODEPLAN.

menor respecto de la que muestra el modelo, al igual que en el caso del riesgo de colocación y de la relación deuda a capital.

Respecto del spread, de 0,25 sobre la tasa de colocación se puede estimar que dicho porcentaje podría ser realista en Chile y que en el resto del mundo también ocurriría lo mismo.

El supuesto último es que este intermediario financiero realiza solamente una operación que es la compra y la venta de dinero.

Por lo tanto, después de analizar cada uno de los supuestos del modelo se puede afirmar que ellos tienden en general a entregar un resultado sobreestimado de la rentabilidad que obtendría un intermediario financiero en Chile. Esta conclusión es importante porque contribuye a reforzar las afirmaciones y recomendaciones que aparecen más adelante.

En términos generales, podríamos decir que una primera conclusión básica del modelo es que no puede subsistir en el largo plazo un intermediario financiero que se dedique exclusivamente a la función de comprar y vender dinero. Esto nos lleva a una revisión de la política que se ha seguido hasta ahora de compartimentalización del mercado financiero.

Entonces, es necesario desde el punto de vista de rentabilidad para que subsistan, que los intermediarios financieros puedan realizar otras operaciones. Entre éstas se pueden citar el caso de cuentas corrientes, de operaciones de comercio exterior, comisiones de confianza y otras que pudieran surgir, y también la compra y venta y corretaje de valores.

Desde el punto de vista de eficiencia del mercado financiero, se justificaría plenamente el que los intermediarios financieros tuvieran, más bien, una especialización de tipo natural, vale decir, que pudieran realizar cualquier función que se aviniera más a las ventajas comparativas de cada institución o de cada equipo, y que surgiera de las características y condiciones del mercado, en vez de que se las obligara a realizar una función específica.

Otra conclusión importante que se desprende del análisis que ha hecho Mario Corbo, se refiere a la relación deuda capital, y su incidencia sobre la rentabilidad. Obviamente que en el caso de algunas instituciones financieras sería altamente necesario revisar dicha relación; no cabe mayor comentario respecto de este punto.

Un asunto importante también es el que se refiere a encajes; vemos que el encaje que se está suponiendo en el modelo está muy lejos de la situación que se da en Chile. En este sentido, posiblemente debiera pensarse en una sustitución del encaje como herramienta de política monetaria y reemplazarla, por ejemplo, por operaciones de mercado abierto, que pueden cumplir la misma función de regulación monetaria que cumple aquél y con la ventaja de que éstas permiten un manejo más flexible

y más automático a la Autoridad Monetaria y a las instituciones financieras les resulta menos oneroso, les permite también una administración más flexible y, por último, afecta a las instituciones financieras en función de su liquidez (exceso de reservas) a diferencia del encaje que las afecta a todas por igual tengan o no reservas excedentarias. En todo caso respecto de este punto creo que otra exposición, seguramente la de Sergio de la Cuadra podrá referirse a él con más propiedad.

Otra conclusión importante que debería desprenderse del análisis que se está haciendo es la necesidad imperiosa de una reducción de gastos de parte de las instituciones financieras. Se ve que ya un 8% sobre el capital, que es una relación normal en Chile, es excesiva, a niveles internacionales; por lo tanto, debíamos pensar en quizás una política de personal más racional y posiblemente cambios tecnológicos que tiendan a bajar costos de parte de las instituciones financieras.

Otro aspecto importante es el hecho de que si uno analiza la realidad chilena ve que más o menos el capital de los bancos alcanza a 300 millones de dólares, la verdad es que si tratamos de optimizar, desde un punto de vista de rentabilidad, la relación deuda capital que les permita operar al máximo de su capacidad dados los supuestos del modelo, debíamos llegar a que deberían tener entre 4 mil quinientos y 6 mil millones de dólares en pasivo exigibles. Imaginemos lo que eso implica en términos del FIR(\*) o como proporción del ingreso nacional si hoy día la cantidad de dinero (alrededor de US\$ 300 millones) representa el 3% de dicho ingreso. Por lo tanto esto podría hacernos concluir que el requerimiento mínimo de capital que hoy día se exige a los bancos de 4 millones de dólares podría ser excesivo y quizás deba revisarse este punto en materia de política legislativa con respecto a dichas instituciones.

Un último aspecto o conclusión que sería interesante mencionar es que dada la visión global del mercado financiero chileno que se desprende de este análisis —altos impuestos a la intermediación financiera (encajes), altos costos de operación y bajas relaciones deuda a capital— parece que nuestro mercado está destinado, por lo menos en un plazo mediano, a tener un mercado paralelo (over the counter) bastante desarrollado, lo cual deberá requerir con mayor urgencia de lo que se había pensado de una reglamentación en materia de oferta pública de valores, es decir, una Ley de Oferta Pública de Valores.

---

(\*) Coeficiente de Interrelaciones Financieras.

## **Comentario: Tomás Müller (\*)**

Es necesario hacer hincapié en algunos factores señalados por el relator Mario Corbo, y mencionar algunas trabas que están impidiendo un verdadero desarrollo formal del Mercado de Capitales, de manera tal que la competencia del mercado informal no sea factible.

La primera conclusión que se saca del modelo de Mario Corbo es la importancia del factor "inflación" en la rentabilidad de los intermediarios financieros.

En el caso de los Bancos, si dejamos de lado el negocio del comercio exterior, y analizamos exclusivamente la intermediación en moneda local, podemos sacar como conclusión que los intermediarios financieros, y en especial los Bancos, han sido rentables en este sector gracias casi exclusivamente a la existencia de altas tasas de inflación. De las cifras mostradas, se puede observar que si se logran tasas de inflación mensual del orden del 3% ó 4%, los Bancos no van a poder resistir, salvo que el problema se arregle por el lado de otras variables claves en el modelo mencionado, a saber el "leverage" o razón deuda/capital, o bien, los gastos operativos en relación al patrimonio, o por último las tasas de encaje.

El "leverage", como destacaba Arsenio Molina, para el sistema bancario en Chile no puede llegar al máximo legal de 20:1 en el corto plazo. Grosso modo, si tomamos el Producto Nacional Bruto de Chile como de US\$ 8 mil millones, una cantidad de dinero potencialmente razonable, incluyendo depósitos a plazo, del orden del 30-40% de éste, tendríamos aproximadamente US\$ 2.800 millones. Suponiendo además que la preferencia por circulante es del 50%, los depósitos en cuenta corriente y a plazo serían US\$ 1.200 MM, lo que conjuntamente con un capital invertido en el sistema bancario de US\$ 300 y más millones, da un leverage potencial de 4:1. Actualmente es tipo 1:1.

Para uno o un grupo de Bancos es factible llegar a un leverage razonable, pero está claro que no para el sistema actual y, por lo tanto, está claro que el ajuste no puede provenir de esta variable.

De aquí también se desprende que los Bancos están excesivamente sobrecapitalizados, y que hay recursos ineficientemente empozados en ellos. Económicamente no hay razón alguna para exigirles un capital mínimo del equivalente de US\$ 4 millones. No hay nada mágico sobre esta cifra fuera de ser una herencia del pasado, y si lo que se persigue es velar por la solvencia del Banco y proteger así los intereses de los

---

(\*) Vicepresidente, First National City Bank.

depositantes, está la Superintendencia de Bancos que regula y fiscaliza justamente esos intereses.

Esto, al parecer, entorpece la libre entrada y salida del Sistema Bancario, que es fundamental para desarrollar un sistema competitivo.

En el corto plazo, tampoco se ve venir el ajuste por el lado de la baja en los gastos operativos en relación al patrimonio. Hay problemas sociales y de política que no permiten ajustes rápidos; creo están sobredimensionados en personal, bienes raíces, computadoras, etc.

Por lo tanto, la única variable que se vislumbra como manejable para los ajustes que se avecinan en el corto plazo es la tasa de encaje. Esto, obviamente, no significa que los Bancos no tengan que empezar a tomar medidas rápidas para solucionar sus problemas de tipo estructural, y para esto las autoridades tendrán que permitir aún más flexibilidad para que esos ajustes se puedan llevar a cabo.

#### **Comentario: Cristián Correa (\*)**

Con experiencia de carácter operativo y, ante los resultados que muestra el modelo de Mario Corbo, creo que es urgente empezar a planificar con el fin de que las Instituciones Financieras Chilenas estén preparadas para trabajar con relaciones deuda/capital más altas.

Al 31 de diciembre pasado, los Bancos Chilenos, en conjunto, tenían una relación deuda/capital de 1,7 a 1. Para alcanzar un nivel aceptable de 10 a 1 es necesario introducir cambios profundos en las mencionadas Instituciones. Principalmente deberá incorporarse tecnología y producir un rápido desarrollo de recursos humanos con el fin de dotar con el elemento técnico necesario a las Instituciones Financieras para que alcancen los niveles de eficiencia aceptables.

Un punto que desearía destacar es el papel que les cabe a los entes reguladores dentro de estos nuevos conceptos. Su rol será el de controlar la calidad de los activos en lugar del criterio actual de regular su cantidad. Podemos citar en este sentido la política del Federal Reserve Bank de Estados Unidos (Banco Central Norteamericano) el cual envía inspectores a las sucursales de los Bancos Americanos en cualquier país del mundo con el propósito de evaluar principalmente la calidad de su cartera.

---

(\*) Gerente "Inversiones Especializadas S. A."



El criterio imperante en Chile está claramente reflejado en la reglamentación de los Pagarés de Exportadores, que con un criterio cuantitativo estableció un límite para que los Bancos avalen estos documentos igual a 20% de su capital y reservas. En el cómputo de este límite no se distingue si el Pagaré se origina en una orden de compra, una simple cobranza o una carta de crédito convenio que cuenta con garantía del Banco Central. Este criterio debe cambiar.

Otro punto que debe analizarse es la liquidez general del mercado. Como muy bien decía Arsenio Molina al mencionar las operaciones de mercado abierto, debe integrarse el mercado en sus diversos plazos. En la actualidad se opera básicamente un mercado de 30 días, sumamente peligroso. En caso de una situación temporaria de illiquidez y como no existen sistemas autorreguladores, puede producirse la quiebra de una Institución Financiera, situación que, al contrario de otros participantes en este Seminario, creo altamente peligrosa. Por ello es necesario facilitar las operaciones entre Instituciones Financieras con el fin de darle mayor fluidez al mercado. En la situación actual, con un mercado restringido y sin vasos comunicantes, es difícil y altamente peligroso operar con relaciones altas de deuda/capital.

Un punto que ya ha sido mencionado, es la necesidad de las Instituciones Financieras de tener mayores actividades y productos. Esto permitirá a las Instituciones Financieras una mayor seguridad y flexibilidad, especialmente considerando que estamos ante un mercado financiero pequeño, que entre otras características se destaca por ser cíclico y fluctuante. Actividades o productos de gran rentabilidad en un momento, pueden cambiar sustancialmente su condición en breve tiempo. Para fortalecer a las Instituciones financieras, en otros países se ha desarrollado el concepto de Bank Holding Corporation, el cual consiste en que una sociedad madre es dueña de un Banco y de diversas empresas de servicio afines, como ser Cías. de Seguros, Inmobiliaria, Leasing, etc.

Esto permite dar una mayor utilización y rentabilidad al capital invertido, pudiendo reducir los márgenes de operación sin necesidad de producir relaciones deuda/capital excesivamente altas. Los negocios congénicos, el efecto cinérgico que ellos producen y el hecho de que la Institución Financiera es utilizada como vehículo de venta para una variedad de productos, permiten este resultado.

Creo que es conveniente analizar el concepto de Bank Holding Corporation, y establecer las diversas actividades que podrían ser prestadas por las Instituciones Financieras.

Finalmente, un punto que llamaría la atención, es que la Banca Chilena a pesar de los altos capitales invertidos en relación al volumen operado, no ha buscado expansión a otros mercados. Me refiero a una expansión internacional. El capital de la Banca Chilena al 31 de diciembre pasado, era de 400 millones de dólares y sólo cuenta con una oficina fuera

de Chile, que es la del Banco del Estado en Buenos Aires. Esta base de capital permite una expansión internacional a través de la cual se pueden obtener numerosos beneficios para la Banca, derivada de la experiencia que adquiriría en mercados más sofisticados y, para el país, de los contactos y relaciones comerciales que se establezcan.

## II. EL SECTOR PREVISIONAL COMO INVERSIONISTA INSTITUCIONAL EN EL MERCADO DE CAPITALES

Relación: Miguel Kast (\*)

El Sector Previsional, más que un inversionista institucional, tiene como función primera de redistribuir ingresos y asegurar a las personas contra ciertos riesgos. Este es el motivo fundamental por el cual se está pensando hacer una reforma previsional, porque esta función primera no la está cumpliendo, tanto en el aspecto de cómo obtiene sus recursos como en la forma en que gasta dichos recursos. En general, es un sistema regresivo que tiende a imponer un peso mayor a los sectores de más bajos ingresos, en cuanto a su recaudación y tiende a discriminar en las prestaciones que otorga en favor de los sectores de ingresos medios y altos. Y la verdad es que bajo esta luz, se debe analizar al sector previsión como un Inversionista Institucional; esto es un subproducto del esquema general que pienso esbozar en términos muy generales y rápidos, para entrar en el tema específico.

En general, este sistema además de ser regresivo es bastante caro —creo que hay consenso en eso—, y es caro tanto por su ineficiencia como por el alto grado de parcelamiento que existe en él. No se trata tanto de tener muchas o pocas instituciones, sino del grado de interconexión que ellas tengan. Hoy en día, en su gran mayoría estas Instituciones no están interconectadas y se producen así estos efectos regresivos en los beneficios, pero también se origina un encarecimiento del sistema, porque los superávit de un sector de ingreso agrupado en una determinada Caja de Previsión, no sirven para paliar los déficit de los sectores de ingresos más bajos que, obviamente, pueden aportar menos. En este sentido tiende el Estado a tener siempre que poner la diferencia y tiende el sistema a encarecerse a través del tiempo. Así, cuando uno mira el costo, debe darse cuenta de que no sólo se trata de las cotizaciones pre-

---

(\*) Subdirector de ODEPLAN.

visionales que están financiando el sistema, sino que una parte tan importante como ésta, la pone el Estado a través de los aportes directos que le hace a todo el sistema de salud, y a través de aportes que le hace a ciertas Cajas de Previsión como el Servicio de Seguro Social y otras, en forma relativamente sostenida a través del tiempo.

Tiende a ser cierto que en el sistema actual se utiliza más que nada el sistema de reparto dentro de estos compartimentos, es decir, dentro de una determinada Caja de Previsión. Los beneficios que se van otorgando en un período de tiempo determinado se financian con los ingresos que se van produciendo en ese mismo período, sin perjuicio de lo cual quedan excedentes en algunas de estas Cajas que son un mecanismo de capitalización colectiva destinados, en teoría al menos, a preparar a esa determinada Caja contra eventualidades y contra riesgos especiales. Esta capitalización colectiva tiene serias deficiencias que va a destacar en mayor detalle uno de los comentaristas, y lo único que quisiera señalar aquí, es que hay una capitalización colectiva de cierta importancia, del orden de unos 60 u 80 millones de dólares cada año, dependiendo del año que se mire y qué tipo de cambio esté tomándose en ese momento.

Y, la última característica importante del sistema previsional actual es que, para todos los efectos prácticos, es estatal o paraestatal en un 100%; existen muy pocas Cajas que pudiéramos llamar parecidas a una Institución privada —yo diría que ninguna—, hay algunas que dependen más directamente del Gobierno Central, otras en forma más indirecta dependen de Organismos Descentralizados del Estado, pero en mayor o menor grado son públicas, o meramente estatales.

Los defectos del sistema actual, tanto en cuanto a su regresividad, alto costo, ineficiente capitalización e ineficacia general, se derivan tanto de ser estatales como de la forma en que han ido evolucionando a través del tiempo, donde se van superponiendo disposiciones legales que hacen muy difícil operar a estas instituciones.

Estas características son las que fundamentaron, por contraste, el nuevo sistema que se está proponiendo. Se trató de ir corrigiendo cada uno de los defectos fundamentales del sistema actual teniendo en cuenta la realidad de la cual se partía y se intentó crear un sistema que fuera compatible con el nivel de eficiencia que se requiere, como también compatible con lo que es la mentalidad del país con respecto al sector previsional. Tal vez, contrariamente a lo que pueda pensar la mayoría de la gente que está en esta reunión, la previsión inquieta a un porcentaje muy alto de la población, hay mucha más gente de la que uno se sospecha normalmente, preocupada de una u otra forma, permanentemente, de la previsión y seguridad social. Es obvio que cuando uno diseña un nuevo esquema, debe tener presente este tipo de mentalidad que es el prevaleciente en el país.

Las características más importantes del nuevo sistema son las siguientes:

- 1.— Aproximadamente  $2/3$  a  $3/4$  de los recursos que se van a gastar en el nuevo sistema, operan a través de un método de reparto universal. Es decir, se trata de un esquema en que se va gastando en un período de tiempo lo que se recauda, sin guardar mayores reservas individuales o colectivas, que las reservas técnicas estrictamente necesarias, y donde se incorpora la totalidad de los afiliados a la seguridad social del país. Así, se eliminan los compartimentos desde el punto de vista del financiamiento. Se verá después que cada uno de los afiliados puede ingresar a distintas corporaciones de seguridad social, pero el sistema tiene una interconexión nacional, de modo de hacerlo por una parte muy simple y por otra, minimizar sus costos.

El sistema de reparto se aplica, básicamente, a todo lo que es salud, asignaciones familiares, seguro de desempleo, etc., cubriendo todos aquellos riesgos inciertos, por decirlo así, desde el punto de vista individual, y ciertos desde el punto de vista colectivo, en el sentido que uno puede calcular cuál es la tasa promedio en que la población va a estar haciendo uso de cada uno de estos beneficios o prestaciones. El hablar de  $2/3$  a  $3/4$  de los recursos, parece un rango de variación muy alto, pero en verdad es distinto lo que ocurre en el período de transición de lo que sucede en el régimen permanente. En el período de transición, inicialmente hay una incidencia más alta de este concepto de reparto, porque hay que financiar todo el arrastre que trae el sistema hasta que se entra al régimen permanente en que ya el sistema se limpia.

El esquema de capitalización ocupa aproximadamente de  $1/3$  a  $1/4$  del total que se recauda, y corresponde aproximadamente un 13% de los sueldos y salarios imponibles del país. Esto se verá con mayor detalle más adelante.

En cuanto al tipo de Instituciones que va a estar administrando la nueva seguridad social, ellas son de tipo mutual manejadas por los usuarios, en el sentido que generan la autoridad dentro de la Institución con una operatoria bastante simple. En todo lo referente al sistema de reparto, deben recaudar los recursos provenientes del impuesto al trabajo o recibirlos del sistema central, en el caso que se financie con otro tipo de impuesto y compensar con el ente central de compensación las diferencias que se produzcan entre lo recaudado y lo pagado como beneficios. En efecto, en la medida que una corporación de Seguridad Social esté recaudando más recursos de lo que tiene que gastar, de acuerdo a las reglas del juego que se fijan —en el área de salud, en el área de asignación familiar, y las demás de reparto— tendría que entrar a entregar la diferencia al Fondo Nacional de Compensación y en el caso de tener que pagar más de lo que recauda, recibiría la diferencia de este

fondo de compensación. Con respecto a la función de pagar las prestaciones que sean de reparto, las reglas del juego están definidas en el sentido de quién recibe una asignación familiar, en qué condiciones, de qué monto, etc. Lo mismo en el área de salud, en el seguro de desempleo, etc. Son reglas conocidas a nivel nacional y lo que podría hacer una Corporación es entrar a mejorar algunas de esas cosas, pero sobre una base perfectamente conocida, que debiera ser bastante simple. En ese sentido, por lo menos en lo que al sistema de Reparto se refiere, la operatoria de estas Corporaciones es bastante simple; de hecho, muchísimo más simple de lo que es hoy día, en que la cantidad de reglas del juego que hay es realmente enorme y que se extrema en el área de las pensiones.

Con respecto a los recursos de capitalización que están orientados básicamente al rubro Pensiones e Indemnizaciones por Años de Servicios, también la operatoria es bastante simple, en el sentido que tiene que recaudar recursos al igual que en lo de reparto y colocar recursos en instrumentos financieros. Es esto, lo que a mi juicio las hace más simples que las funciones tradicionales de capitalización que han tenido las Cajas de Previsión, donde han hecho inversiones directas, como comprar edificios de renta, fondos, etc. Una vez colocados estos recursos, tienen además que cumplir la función de pagar los beneficios en el área de pensiones y de indemnización por años de servicios. Esencialmente se trata entonces, de recaudar, registrar en cuentas individuales, colocar los recursos y luego pagar beneficios. Después veremos las características específicas de la capitalización.

Una de las preguntas que con más insistencia se ha planteado en los distintos seminarios en que me ha tocado participar sobre la Reforma Previsional, es por qué son Organizaciones de este tipo de usuarios, y debo confesar que en esto, en ningún caso se ha podido observar una unanimidad en los que plantean las dudas: hay grupos muy importantes que piensan que este sistema debiera ser estatal, aun después de reformado el sistema. Gente que cree que debe ser estatal por distintas razones, por distintos prejuicios también y va desde lo más simple de una gran Caja Estatal que administra el sistema para todo Chile, hasta esquemas un poquito más sofisticados en el sentido de tener distintas Cajas Estatales para distintos sectores de la población: Sector Público, Sector Privado, con subdivisiones dentro de cada uno de estos dos grandes sectores.

La verdad es que esto tiene una serie de inconvenientes que no viene al caso detallar en forma demasiado extensa; inconvenientes en cuanto a la eficiencia, inconvenientes en cuanto al costo de largo plazo del sistema, en el sentido de que al Estado siempre es fácil pedirle más beneficios sin hacer aportes proporcionalmente mayores que es lo que estaba ocurriendo en el pasado. En suma, esta alternativa tiene una serie de inconvenientes que nos hicieron descartarla. En el otro extremo

tenemos gente que dice por qué este sistema de mutuales, por qué no nos vamos a un sistema completamente privado en que lo único que se le pida a la persona es un certificado de que ha contratado en el sector privado un mínimo previsional, que ha ido a una compañía de seguro, y comprado un seguro de vida, un seguro de salud, en fin todo lo que se quiera. La verdad es que esto se descartó por dos razones:

Porque la seguridad social tiene, en el caso chileno especialmente, una función importante en materia de redistribución de ingreso. Uno de los rubros más gruesos que tiene la Seguridad Social en Chile, es todo el esquema de las asignaciones familiares, cuyo único sentido es entrar a redistribuir ingresos —otra cosa es que lo haga bien o mal en este momento—, pero la verdad es que es una función de recaudación de un impuesto para redistribuir esos recursos entre los sectores de menores ingresos y/o de familias más numerosas. Esa es una de las razones que hace difícil traspasar la totalidad de lo que es la Seguridad Social al Sector Privado y la segunda, que es tal vez más importante que la primera, para no optar por esta alternativa es la idiosincrasia de la gente en Chile. La verdad en nuestra historia es que el sistema previsional ha sido siempre estatal o muy cercano a lo estatal y, es increíble cómo incluso hay gente que con este sistema de corporaciones manejadas por el usuario, ya manifiesta temores, reticencias y preferiría el esquema estatal a pesar de la triste experiencia que se ha tenido en este sentido. En todo caso hay un problema allí de decisión de política con respecto a lo que debiera ser un sistema previsional, y también se descartó esta alternativa.

Nos quedan, por lo tanto, dos grandes líneas de acción:

- 1.— Organizar instituciones previsionales con una fuerte connotación gremial, en torno a distintos gremios de usuarios, y
- 2.— Una organización de Corporaciones en que haya libertad para los usuarios de afiliarse a una u otra corporación sin distinguir a qué gremio pertenece, o a qué empresa pertenece. Más bien una agrupación de usuarios que puede ser geográfica, o puede ser por empresa, dejando abierta la opción a cada individuo.

La organización de tipo gremial se descartó por distintas razones: la primera de ellas es porque no queremos nuevamente entrar a compartamentalizar el sistema, a organizar instituciones a las cuales se inscriban los usuarios por ley y se les diga: si Ud. pertenece a tal sector, necesariamente tiene que inscribirse en tal institución, porque creemos que gran parte de la ineficiencia actual se debe justamente a este hecho, que a la gente la han inscrito por ley en una determinada Institución y que por lo tanto no tienen ningún incentivo para tratar de retener a la gente prestándole un servicio oportuno y eficiente.

También se descartó esta solución por el peligro que existe de que se agrupen, de acuerdo a distintos niveles de ingreso, los distintos gre-

mios; obviamente, esto iría en contra del principio básico que debiera tener la Seguridad Social que es la de dar igual protección frente a una misma necesidad. A medida en que se van estratificando por niveles de ingreso, lo más probable es que el sistema comience nuevamente a discriminar en contra de los sectores de ingresos más bajos. También existe un riesgo serio en esta alternativa de agruparlo por gremios, de que la finalidad propia de la Seguridad Social se vaya desvirtuando y se vaya orientando la acción de estas corporaciones hacia fines más gremiales, o también, por qué no decirlo, podría llegar a pensarse en que se desvirtúe por el lado político, en la medida en que la organización gremial tenga una incidencia fuerte en este campo. Es así como se optó por una organización de usuarios en que no se distingue el origen de éste, todos tienen acceso a la corporación que quieran, y dentro de ciertas reglas del juego, pueden irse moviendo de una corporación a otra, y donde se exigirá cierta uniformidad en cuanto a la información que se le dé al usuario en forma periódica, de modo que pueda tomar una opción inteligente. Esto no descarta que las corporaciones partan de ciertos gremios, pero en la medida que sean muy eficientes se permite que la demás gente se incorpore a ella y, en la medida que caiga su eficiencia porque están desvirtuando sus fines, se permite también que la gente se vaya moviendo hacia otras corporaciones.

Ahora, entrando ya un poco más en materia, cabría preguntarse por qué esta parte de capitalización, por qué no entramos también a satisfacer el área de pensiones y el área de indemnización por años de servicios con un mecanismo de reparto donde lo que se recauda en un período de tiempo determinado sirva para pagar los beneficios de pensiones, de acuerdo a ciertas reglas del juego, en ese mismo período de tiempo. La primera razón importante que hay en esto, es de carácter negativo: en el sistema previsional tradicionalmente han existido niveles de evasión de imposiciones y de pagos muy altos; se estima que el nivel de evasión hoy día en Chile excede el 30%; simplemente consiste en disfrazar las remuneraciones imponibles, transformándolas en otro tipo de pagos abiertos o encubiertos sobre los cuales no se impone. En este sentido, Chile tiene una larga historia de desarrollar distintos mecanismos para ir rebajando ilegalmente las cotizaciones. Obviamente, los sectores de más bajos ingresos no pueden evadir porque si declaran un ingreso inferior al mínimo, estarían violando otra ley y esto es parte de lo que hace tan regresivo el sistema actual y lo hace también tan caro, porque mientras mayor sea el nivel de evasión, mayores tienen que ser las tasas.

En la medida en que al menos una de las componentes de todo este paquete que es la Seguridad Social, opere a base de una cuenta individual, en que lo que uno aporte incide directamente en lo que uno recibe, hay un incentivo a evadir menos. Obviamente que si se pudiera relacionar el 100% de lo que se aporta con el 100% de lo que se recibe, la



evasión debiera ser mínima y mucho menor que en este caso, pero si así ocurriera, dejaría de ser un esquema redistributivo de ingresos. Así, en aquella parte de la Seguridad Social en que existe un riesgo cierto para todas las personas que es el envejecer, donde nadie puede decir que está sujeto a la ley de probabilidades sino que hay certeza de que así va a ocurrir, se optó por un esquema de capitalización en cuenta individual que debiera ayudar a reducir este problema de la evasión, que es permanente.

La segunda razón de por qué hay una parte que opera a base de capitalización individual, es que se están ligando en las pensiones los que son los aportes de los individuos con lo que van a recibir al final de su vida activa, y quisiera explicar por qué esto es muy importante: uno de los componentes más caros de la Seguridad Social en Chile justamente son las pensiones y se han ido encareciendo enormemente a través del tiempo, porque distintos grupos de presión han ido obteniendo una rebaja en los requisitos para poder hacer uso de la pensión, especialmente rebajas en términos de edad para jubilar. Y de hecho se están otorgando pensiones prematuras, muchísimo antes de lo que cualquier análisis objetivo de la situación haría concluir como una edad razonable. Así, ese beneficio se ha desvirtuado totalmente, su costo ha crecido en forma absolutamente desproporcionada y la verdad es que esto ha sido posible, porque a través de un mecanismo de reparto es muy fácil que la población no vea la relación que hay entre los aportes que hacen y los beneficios que reciben. Es muy fácil en un gran fondo de reparto, que un grupo solicite mayores beneficios, rebajas de requisitos sin que en el corto plazo lo asocie con un mayor esfuerzo a edades más tempranas de ese mismo grupo.

Esto ha ocurrido sistemáticamente a través del tiempo en Chile y se ha traducido, primero, en que otros sectores, normalmente de ingresos más bajos y con menor poder de presión, terminen pagando un impuesto más alto para financiar los beneficios de estos sectores privilegiados. Se ha traducido también en aportes crecientes del Estado a través del tiempo y, lo que es más grave, y esto creo que lo han experimentado prácticamente la totalidad de los asegurados en Chile, se ha traducido en una rebaja real de los beneficios a través del tiempo. Por tratar de ir mejorando las cosas para un grupo determinado o por tratar incluso de mejorarlas para la totalidad de los usuarios en el corto plazo, se ha terminado por desfinanciar en forma tan seria el sistema, que en definitiva el valor real de los beneficios que se otorgan ha ido cayendo. Tenemos hoy día que prácticamente el 80% de las pensiones que se pagan en Chile son mínimas o muy cercanas al mínimo por efecto de la inflación, pues no se han desarrollado los mecanismos para hacer reajutable el sistema en cuanto al cálculo del beneficio. La verdad es que no hubo ningún interés en el pasado de hacerlos reajustables, porque la situación hubiera sido explosiva; no se podría financiar el sistema en lo más mínimo.

En el período de transición, cabe hacer presente que se respetan absolutamente las reglas del juego existentes hoy y cada persona puede elegir entre el sistema actual o el sistema nuevo.

Pero, en este ítem de pensiones al tener un mecanismo de capitalización se está ligando directamente el beneficio que se recibe con el aporte que se hace. Y es un rubro en que la solidaridad, la redistribución del ingreso no es necesaria, salvo en los casos que se contempla así. Después vamos a ver que hay un nivel de suficiencia en que hay redistribución de ingreso para aquellos que quedan inválidos, se mueren, o por alguna razón no tienen el nivel de ingreso suficiente como para alcanzar el mínimo, pero la persona normal, que no requiere de la solidaridad del resto del sistema, recibe un beneficio proporcional a lo que ha estado aportando. Y esto, creemos nosotros que es un seguro de vida a largo plazo del sistema y que no va a volver a degenerar con tanta facilidad como lo hizo en el pasado.

La tercera razón para optar por este mecanismo, es una razón de redistribución de riqueza a través del tiempo. La verdad es que parte de los recursos se han estado capitalizando en el sistema actual, aun sin introducir el cambio, pero no ha sido una herramienta de redistribución de riqueza.

Esta misma parte, más lo que se incorpora en el nuevo sistema debería permitir que en el mediano o largo plazo exista, en lo que a capital financiero y físico se refiere, una redistribución más pareja a través del tiempo, entre los distintos sectores de la población.

Las características más relevantes de este esquema de capitalización son:

1.— Opera a través de cuentas individuales. Un cierto porcentaje de lo que paga cada persona como cotización, se registra en una cuenta individual que llevan estas corporaciones de seguridad social, y a esa cuenta individual se incorpora también el retorno prorrateado que obtiene la Corporación, a cambio de la colocación de esos recursos en el Mercado de Capitales y que se expresa periódicamente en términos de reajuste y de interés real. El mecanismo de cuentas individuales opera para lo que es pensiones e indemnización por años de servicios. Este esquema haría que cada persona financie estos beneficios con el capital acumulado en esta cuenta individual, al final de su vida activa, pero estaría revestido por este nivel de suficiencia de que estábamos hablando, en el sentido de que el sistema a través de mecanismos de repartos, garantiza que nadie caiga por bajo un cierto nivel proporcional al nivel de ingresos que tuvo mientras estuvo en actividad.

Este esquema de reparto va a operar especialmente en aquellos casos en que se produzca invalidez, a una edad muy temprana, que se produzca la muerte, en cuyo caso hay que entrar a subsidiar en for-

ma redistributiva o solidaria al grupo familiar y allí opera como una garantía, es decir, si la persona a través de su cuenta individual alcanzó a acumular lo suficiente como para superar este nivel, no es necesario que entre a operar el sistema en forma solidaria. Si no lo acumuló dentro de ciertas reglas del juego preestablecidas, opera el sistema.

- 3.— A las corporaciones se le fijarían ciertas normas o reglas del juego de cómo tienen que operar en sus actividades de colocación de recursos, ciertas normas mínimas sobre composición de portafolio a las cuales se va a referir con mayor detalle Arturo Troncoso y que, contrariamente a lo que alguna gente ha pensado, no son normas que vayan más allá de lo usual, para otros tipos de instituciones financieras dentro del mismo rubro. Es obvio que los fondos mutuos, los bancos, en fin, todas las instituciones financieras tienen ciertas regulaciones propias a su naturaleza, que permiten encuadrarla en un nivel razonable de seguridad para el usuario.
- 4.— Por la naturaleza propia de las Corporaciones de Seguridad Social, las colocaciones que hagan van a tener que tender a ser de mediano y de largo plazo, aunque no se excluye la posibilidad de que las hagan en el corto plazo. De hecho podrían arbitrar pero en un Mercado de Capital que funcione; este arbitraje debieran estarlo haciendo otras instituciones, así es como podrían perfectamente entrar a colocar sus recursos en instrumentos financieros de mediano y largo plazo.

Otra característica de estas corporaciones es la idea de permitirles, si es que ellas quieren, delegar o contratar algunos servicios con instituciones especializadas de modo de poder tener una asesoría completa en materia de colocaciones, dado que del retorno va a depender en alguna medida el número de usuarios que vayan captando a través del tiempo o dejen de perder. Así, tendrían bastante flexibilidad en el sentido de poder asesorarse de la mejor forma posible.

Otra característica es que parte de los recursos que colocan todos los años, pueden colocarla entre sus propios usuarios. La idea es que una fracción pequeña de lo que estén colocando todos los años puedan directamente prestárselo a los usuarios, porque ha sido un servicio que se ha prestado tradicionalmente, aunque en forma bastante poco eficiente.

Ahora está por verse si esta colocación se le va a dejar en forma opcional a las corporaciones para que la hagan en forma directa, o la deleguen en otras instituciones especializadas, o bien se les fuerce a delegar esta función de prestarle a sus propios usuarios.

La duda existe, porque la verdad es que aquí ya se entra a tener operaciones un poquito más complicadas de la que hemos visto hasta ahora. Operación más complicada y que ha creado problemas en las actuales cajas de previsión, desde el punto de vista de su administración, y en ese sentido la verdad es que queda por definir este punto.

Por último, una característica final que van a tener estas corporaciones, es que además de las normas generales sobre colocación de recursos se les va a exigir un mecanismo de luces rojas y luces amarillas que se van prendiendo a través del tiempo, en la medida que haya problemas, se les va a exigir que puedan demostrar una rentabilidad mínima que se está pensando, sea uno o dos puntos por debajo de la tasa cierta que se pueda obtener en cada período de tiempo. Mecanismo que nos pareció necesario desde el punto de vista de tener una norma objetiva para detectar los problemas que se puedan producir en las corporaciones, a tiempo y, también, nos pareció necesaria desde el punto de vista de los usuarios. A los usuarios que pueden adscribirse a cualquiera de estas corporaciones, pero que necesitan un cierto apoyo del sistema en cuanto a información, que les diga cómo se está portando su corporación y que les garantice también un cierto nivel mínimo bajo el cual ya entraría a operar un mecanismo de corrección. Estos mecanismos de corrección en caso de no producirse la rentabilidad mínima, son graduales, el primero de ellos es un mecanismo de préstamo, el segundo un mecanismo de seguro colectivo del sistema interno, y el tercero, ya un último recurso, una garantía del Estado.

La verdad es que ha habido bastante discusión en torno a este punto, pero después de análisis detenidos del problema se optó por este mecanismo, conocido a priori, que signifique una cierta protección posterior al usuario.

Debo hacer notar, que por el hecho de existir el nivel de suficiencia, de todas maneras el Estado entraría a dar esta garantía, o sea, lo que garantiza a través de rentabilidad mínima, no lo tiene que garantizar a través del nivel de suficiencia que opera en caso de ser necesario. Así es como, de todas maneras, por tratarse de un sistema de Seguridad Social, hay que darle un nivel de protección mínimo a la gente porque la finalidad primordial es darle seguridad social.

Creo que el seguro más fuerte que tiene el sistema para evitarle problemas en el mediano y largo plazo, es la simplicidad con que debiera operar; debería ser bastante simple el marco de normas en que se mueve, funciones que tiene, y la libertad de opción del usuario. La verdad es que eso es un concepto bastante nuevo a lo que ha sido tradicionalmente la Seguridad Social en Chile y creemos que es el mejor seguro que tiene el sistema en el largo plazo. En la medida en que empiece a caer el nivel de eficiencia, ya sea en la atención o en la rentabilidad que obtengan en sus colocaciones las corporaciones, los mismos usuarios irán reaccionando, moviéndose de una corporación a otra.

Eso sería, en rasgos muy generales, lo que va a ser este nuevo sistema de Seguridad Social. Cabría finalmente decir que este 13% de que hablábamos de los sueldos y salarios que se está captando, depende del momento en que se tome, pero, equivale a una cifra aproximada de unos

150 millones de dólares anuales. No es una cifra que se acumula indefinidamente, porque el sistema se debería estabilizar en algún punto, en que ya su crecimiento debiera ser normal. Tampoco es un sistema que va superponiendo 150 millones de dólares cada año, por 10-15 años, porque desde muy al comienzo va a haber gente que puede comenzar a girar contra lo acumulado, gente que alcanza a estar 6 meses o un año, o 2, 3 ó 4 años en el nuevo sistema gira lo que ha acumulado y se le complementa a través de un mecanismo de reparto con fondos adicionales proporcionales al tiempo que alcanzó a estar en el antiguo sistema.

Una última característica que me parece importante destacar, es que esta cuenta individual se acumula hasta el momento en que la persona se retira, de acuerdo a ciertas reglas del juego. En el momento de retirarse, con ese saldo acumulado compra un seguro de vida vitalicio en el sentido que le da una renta garantizada a él y a su grupo familiar, que obviamente va a ser mayor, mientras mayor sea el monto acumulado.

**Comentario:** Alfonso Serrano (\*)

### **El rol inversionista del sistema previsional**

El sistema previsional ha desempeñado un papel histórico como inversionista que ha sido significativo dentro de la economía por los montos involucrados en sus inversiones. A modo de ejemplo, el valor de los activos acumulados actualmente en el sistema, excluyendo los activos propios destinados a la operación del mismo, llegan a cifras del orden de US\$ 100 millones.

Debe considerarse, además, que esta cifra excluye la cartera de hipotecas en manos de las cajas de previsión, obtenidas por los préstamos hipotecarios otorgados.

Las principales inversiones del sistema actual, se pueden catalogar en dos grupos:

Por una parte Inversiones de Renta, que incluye la adquisición de bienes raíces como sitios, oficinas, locales comerciales y también inversiones para ser explotadas directamente como predios agrícolas, predios forestales con aserraderos, etc.

La forma en que históricamente se han realizado estas inversiones ha tenido efectos negativos en la asignación de recursos.

---

(\*) Subsecretario de Previsión Social, Ministerio del Trabajo.

Ha manejado una proporción significativa de recursos de capital de la comunidad en proyectos que han generado tasas de rentabilidad bajas.

La razón más importante de este resultado es que todas estas decisiones de inversión se han efectuado al margen del mercado de capitales, es decir, no han estado sometidas a las reglas del mercado para operar como inversionistas y, en consecuencia, la tasa de retorno ha sido un factor poco importante dentro de los considerandos para tomar estas decisiones.

Otra consecuencia de esto mismo, es su efecto sobre la distribución del ingreso. Al estar marginados del mercado de capitales, estos fondos han podido ser manejados por largo tiempo sin criterio comercial, permitiendo que se generen beneficios para ciertos sectores ajenos al sistema de previsión. Como ejemplo de esto, se pueden mencionar los subsidios obtenidos por los arrendatarios de locales comerciales, oficinas, hoteles, teatros y otras propiedades de renta de las cajas de previsión. De esta forma y otras, las inversiones del sistema previsional han constituido una fuente de rentas para determinados grupos de personas, contribuyendo a distorsionar la distribución del ingreso.

Por otra parte, el sistema previsional ha jugado un importante papel en el sector de la construcción. Las cajas de previsión operaron aportando fondos y construcción directamente. Después de la dictación del DFL N° 2, quedó construyendo directamente sólo la Caja de Previsión de Empleados Particulares, la que lo hizo a través de sociedades propias o asociada a otras empresas.

Las otras Cajas han constituido históricamente una importante fuente de recursos para el fisco, por el traspaso de excedentes al Ministerio de la Vivienda.

También, aunque en menor proporción, se han destinado recursos a préstamos de ahorro previo con fines habitacionales.

Los montos empleados a través de las diferentes formas descritas, en el sector de la construcción, durante el período 70-74, alcanzan cifras que fluctúan entre 20 y 80 millones de dólares por año.

A su vez, todas estas operaciones han involucrado subsidios en diferentes grados, por la forma en que han sido manejados por las cajas de previsión.

De esta forma se han generado nuevas distorsiones e ineficiencias en el mercado.

Finalmente, existe otro rubro tomado por el sector previsional como inversionista en los últimos períodos, que han sido instrumentos reajustables del Estado, como Pagarés de Tesorería de largo plazo.

La reforma previsional contempla un cambio radical en la forma que el sistema desempeñará su función como inversionista.

El sistema pasará a convertirse exclusivamente en inversionista en el mercado financiero. Es decir, invertirá sólo en instrumentos financieros que se transan en el mercado formal.

Esta medida tendrá efectos muy claros, puesto que por una parte deberá mejorar la eficiencia en la elección de los proyectos en que se emplearán estos recursos, lo que a su vez, deberá mejorar la tasa de retorno que se obtenga por la utilización de estos fondos.

Por otra parte la misma exigencia del mercado hará que los recursos invertidos se manejen con criterios comerciales.

Esta mayor eficiencia vale tanto para el stock de capital acumulado por las cajas en la forma descrita anteriormente, como para toda la acumulación que se produzca en el futuro fundamentalmente por los fondos generados a través de las cuentas individuales de capitalización.

En resumen, gracias a la mayor eficiencia a lograrse por el cambio del rol como inversionista del sistema, es dable esperar un aumento de la tasa de retorno que obtendrá el stock de capital en la economía.

También se evitarán los efectos negativos sobre la distribución del ingreso descritos anteriormente, ya que se eliminan todas esas rentas generadas en operaciones al margen del mercado.

Otra consecuencia importante será el incremento significativo en la oferta de fondos de mediano y largo plazo que se canalizarán ahora por el mercado formal, que a su vez irá acompañado de un aumento de la demanda de fondos, ya que si consideramos el monto de inversión que ha efectuado el sistema en materia habitacional se concluye que un importante sector de la población que antes recurría a las cajas de previsión para financiar viviendas, ahora deberá recurrir al mercado financiero.

**Comentario:** Arturo Troncoso. (\*)

### **La Previsión como aportante de fondos**

El nuevo sistema de Seguridad Social va a significar un flujo de fondos bastante significativo hacia el Mercado de Capitales. En esto, no tendrá gran importancia el sistema de reparto que incluye parte mayor de las cotizaciones, porque en éste, el flujo de ingreso en un período determinado básicamente calza con el flujo de egreso. Solamente po-

---

(\*) Jefe Docente, Escuela de Administración, Universidad Católica de Chile.

drían existir cantidades importantes de fondos debido a desajustes de corto plazo.

Más importante es el sistema de capitalización. Como dijo Miguel Kast, éste cubre fundamentalmente el problema de la vejez y opera sobre la base de cuentas individuales de capitalización; característica central del sistema es que sus compromisos son de largo plazo. Es un régimen en el cual intervienen millones de imponentes individuales, y por tanto desde el punto de vista de una corporación, existe una certeza prácticamente absoluta respecto al flujo de fondos que se van a tener en el futuro. Cada peso que reciba en un momento determinado, significa exigencias bien determinadas hacia el futuro, un futuro bastante largo, y esto permite decir que el sistema debiera significar un gran aporte de fondos de largo plazo, los que evidentemente hacen mucha falta en nuestro Mercado de Capitales.

El único elemento que atenta contra la provisión de fondos a largo plazo es la necesidad de liquidez que tienen las corporaciones. Los imponentes tienen la posibilidad de cambiarse de una corporación a otra, lo cual representa un mecanismo de competencia. Para no perder la clientela, las corporaciones tienen que esforzarse permanentemente por otorgar el mejor servicio. Esto representa un compromiso eventual de corto plazo, que las obliga a invertir parte de sus fondos en activos líquidos y de bajo riesgo.

Se ha planteado que durante los primeros dos años no se permitiría el traslado de una corporación a otra. Así se hace más fácil iniciar las operaciones y, además, se asegura que en este primer momento se obtendrán fondos de largo plazo.

### **Necesidad de control estatal**

El sistema de previsión tiene una función social que es superior a cualquier otro objetivo, y es necesario imponer ciertos controles para asegurar que esa función se va a cumplir. Además, el sistema consulta una garantía del Estado: como se está tratando de asegurar determinadas necesidades mínimas, la persona que no tiene recursos para cubrirlas tiene que ser subsidiada por el Estado. Por lo tanto, aparece una necesidad de regular la forma en que las corporaciones invierten sus fondos.

La idea fundamental es que los fondos sean invertidos en inversiones de tipo financiero, imponiendo algunos requisitos que indiquen cuáles son los tipos de títulos en los cuales las corporaciones pueden invertir. Estos requisitos se refieren a la seguridad, a las formalidades respecto a la emisión, y fundamentalmente a la información respecto a la marcha de las empresas que están respaldando a los títulos. Evidentemente, no es el sector de la previsión el más capacitado para calificar títulos finan-



cieros en este sentido, y por lo tanto, se espera que aparezca la ley de la oferta pública. Esta ley establecería cuáles son los requisitos que tienen que cumplir los títulos financieros que pueden ser ofrecidos públicamente en el mercado. La previsión, entonces, se acogería a las disposiciones de esta ley y sólo se permitiría invertir en los títulos que cumplan con sus disposiciones. En segundo término, hay requisitos respecto a la distribución o estructura de las inversiones y se ha pensado que se debe limitar el porcentaje de colocaciones que se pueda hacer a una sola institución y la cantidad que una misma empresa puede recibir de una corporación. Estos requisitos no están fuera de lo habitual y la idea es aplicar los mismos porcentajes que existen para otras instituciones financieras.

Respecto a la estructura en cuanto a tipos de títulos, las corporaciones van a tener que distribuir entre títulos de renta variable y títulos de renta fija. Dada la naturaleza del sistema, que tiene obligaciones fijas a largo plazo, se ha pensado que el grueso de las colocaciones tiene que ser en colocaciones de renta fija. En realidad, esto va en contra de la experiencia de los otros países del mundo. Por ejemplo, los fondos mutuos que administran los fondos de la seguridad en EE. UU., invierten cada vez mayores porcentajes en títulos de renta variable, básicamente acciones. La postura que se ha tomado está fundada en cierta desconfianza sobre la capacidad del mercado de títulos de renta variable, indudablemente, no hay nada mágico en que el máximo que pueda invertirse en acciones sea un 10, un 20 o un 80%, pero la idea es que sea muy bajo; se ha pensado en un 10%.

Esto se puede ir alterando en la medida que el mercado de capitales sea capaz de convencer al país que tiene la suficiente solvencia como para recibir estas inversiones.

Por último, se plantea una exigencia respecto a rentabilidad. Se ha dicho que el Estado respalda la inversión y por lo tanto se le exigirá a las corporaciones que sus inversiones tengan un retorno mínimo. Aquellas corporaciones que no lo obtengan serán intervenidas por la Superintendencia de Seguridad Social. Es difícil establecer cuál es la tasa mínima que debe asegurar el sistema a los imponentes, y cuál debiera ser la tasa mínima que deberían obtener las corporaciones. Se había pensado en una tasa del orden del 6%, pero esta tasa aparece relativamente alta con respecto a los mercados mundiales, donde las inversiones sin riesgo rinden menos que 6% real. Por lo tanto se ha preferido dar una cierta flexibilidad y establecer la necesidad de que se vaya fijando la tasa de acuerdo a las posibilidades y condiciones de cada período.

Si se va a exigir una rentabilidad, aparece un problema más difícil que el anterior, que es precisar la forma cómo debe medirse la rentabilidad de una corporación. Concretamente, cómo tendría que ser el sistema contable de las corporaciones. La opción que se ha considerado es básicamente llevar los títulos a valores históricos reajustados, es decir, no aplicar un sistema en que se corrija el valor de los títulos período a pe-

río de acuerdo a las fluctuaciones que pueda tener el mercado, sino mantener su valor de adquisición y esperar que los títulos sean efectivamente liquidados para que se realicen las ganancias o las pérdidas. Este sistema choca bastante con los criterios de Corrección Monetaria que se están aplicando en este momento. Pero, debido a las condiciones muy particulares de este tipo de instituciones, cuyo objetivo es ofrecer seguridad a largo plazo, parece más razonable aplicar un sistema de determinación de rentabilidad que sea relativamente estable, evitando grandes fluctuaciones de período a período. Este es uno de los grandes puntos que todavía está por ser resuelto en forma definitiva.

### **Rol de la empresa privada**

Respecto al rol de la empresa privada en la Reforma Previsional, se puede decir que la única función que la ley le asigna estrictamente a las corporaciones, es asignar los beneficios. Todo lo demás, muy especialmente la inversión de los fondos, podría ser delegado a empresas privadas.

La asesoría en materia de inversiones, debería ser proporcionada a las corporaciones por cualquier entidad privada que esté especializada en este tipo de funciones. En este sentido, es una responsabilidad de la empresa privada ir ofreciendo los servicios que necesitan las corporaciones.

### **Responsabilidad del Estado**

El Estado también tiene una responsabilidad, en cuanto a la estabilidad del sistema. Este debe ser puesto en marcha y luego debe ser administrado de tal manera que no se desvirtúen sus objetivos. Será necesario ir regulando las tasas mínimas de retorno, el tipo de inversiones que se puedan hacer, y es muy importante ir haciendo esas regulaciones de tal manera que se conserven los objetivos iniciales.

Un punto que es de gran importancia es el referente a la deuda pública. La previsión aporta al mercado de capitales una gran cantidad de fondos, pero evidentemente, esto no es el resultado de un milagro. Lo que se está tratando de hacer es que se orienten hacia el mercado de capitales unos fondos que actualmente recibe, al menos en parte, el Estado. Para seguir haciendo frente a sus necesidades, el Fisco se verá en la obligación de captar una parte de los fondos aportados por la previsión. Como este problema es fácil de prever, creo que sería muy importante que fuera planificado. Existirá una tentación muy fuerte de dictar decretos leyes que reserven durante algunos años todos los fondos de la previsión al Estado. Evidentemente, esto destruye totalmente el sistema, sobre todo considerando, como decía Miguel Kast, que el sistema acumula fondos durante un cierto número de años, pero después llega a un nivel que no

sigue creciendo, de manera que el Estado podría adquirir la posición de deudor mayoritario.

**Comentario:** Fabio Valdés (\*)

Yo quisiera tomar la intervención de Miguel Kast analizando el papel que en este aspecto puede aportar el Seguro de Vida como una alternativa privada en la Previsión.

El seguro de vida en su concepto más amplio podría definirse como un contrato en el cual la Compañía de Seguros se compromete a garantizar al asegurado la solución de los problemas económicos que le puedan provocar 4 grandes causas a saber, la MUERTE, la SUPERVIVENCIA (porque la persona requiere de una determinada capacidad económica cuando llega a su edad de jubilación y por tanto necesita seguir viviendo sin trabajar). En tercer lugar, cualquier tipo de ENFERMEDAD (y en este campo se encuentra la hospitalización, la maternidad y todos los gastos médicos corrientes que pueden presentarse en el grupo familiar) y, por último, cualquier tipo de INVALIDEZ que pueda afectar al asegurado y que le impida trabajar parcial o totalmente. Estas son entonces las más grandes fuentes que pueden provocar caídas económicas en el ingreso del grupo familiar y es por ello que el Seguro de Vida entendido en su concepto más amplio es una forma más de previsión.

Ahora quisiera ver hasta qué punto se han ido desarrollando las Compañías de Seguro chilenas y como lo han hecho respecto del mercado exterior. Por ejemplo, tengo en mi poder cifras que hablan de la relación entre capital asegurado vigente en seguro de vida y el ingreso nacional para algunos países para el año 1970. Esta relación alcanza en Canadá a un 195%, en Estados Unidos a un 164%, en Suiza a un 72%, en Venezuela a un 17%, en Portugal a un 8%, en Ecuador a un 3% y la última cifra que tengo es la de Chile donde alcanza a un 2%.

Otras cifras que también podrían mostrarnos el subdesarrollo histórico del seguro de vida en Chile son éstas que se refieren a primas recaudadas por habitante en distintos países en el año 1973. En Estados Unidos por ejemplo, se recaudan US\$ 157 por habitante en seguro de vida, en Suecia 109, en Francia 33, en Israel 21, en España 4,1, en Argentina 1,9, en Perú 1,2 y en Chile apenas 0,05 dólares anuales por habitante. Finalmente otro indicador que puede darnos hasta qué punto han estado históricamente rezagadas las Compañías de Seguro de Vida en

---

(\*) Subgerente Técnico Administrativo de Seguros de Vida, Consorcio Nacional de Seguros.

Chile lo da el comportamiento de la Producción de Seguros del cual tengo aquí cifras a partir del año 1942. Desde esa fecha en adelante y hasta 1974, podemos analizar que se nota una sistemática caída en el desarrollo del seguro de vida en Chile. Por ejemplo, en el año 1943 respecto de 1942 vemos una baja en la venta de primas de seguro de vida de un 5,7%, en el año 1947 la caída alcanza a un 13,8% y luego alcanza a un 42% en el año 1955, a un 77% en el año 1958, a un 78% en el año 1970 y a un 88% en el año 1974. Todos estos porcentajes respecto del año 1942.

Analizando las razones por las cuales se han producido las cifras que acabo de mencionar ya sea en lo relativo al subdesarrollo del seguro de vida respecto del mercado exterior como en su decrecimiento histórico interno, podemos encontrar varias causas entre las que se destaca en primer lugar la **Inflación**. Hasta hace muy poco el seguro de vida no era reajutable, lo que evidentemente produjo una caída muy grande en su contratación y por tanto una importancia relativa muy baja en el global de los activos financieros de la economía (analizaba hace algún tiempo, como dentro de la composición de los activos financieros de la economía en Estados Unidos los Bancos Comerciales ocupaban un 32% o algo más y las Compañías de Seguro de Vida se hallaban en un nivel de un 15%, es decir la mitad. En Chile sin lugar a duda este porcentaje deja mucho que desear).

Otra causa importante de la caída a que nos estamos refiriendo es la **falta de equidad tributaria** a que ha estado sometido el seguro de vida respecto de sus alternativas como lo son las prestaciones de las cajas de previsión. En este sentido basta decir que todo lo que es la imposición actual que va a las diferentes cajas de previsión, está exento de cualquier tributo por cuanto no constituye renta; sin embargo, la prima que debe pagar cualquier persona por concepto de su seguro de vida no puede ser descontada de la base disponible del individuo.

Otro asunto que también ha influido en la caída de estos seguros es la **falta de asistencia técnica** en que las Compañías de Seguros han debido operar, seguramente debido al hecho de que aquí en Chile existe un monopolio reasegurador hacia el extranjero. Con ello no quiero decir que la Caja Reaseguradora cumpla mal su papel, pero lo que sí es un hecho es que la presencia de otros reaseguradores internacionales produciría una competencia beneficiosa para el ramo y aportaría la asistencia técnica que los distintos planes de seguro de vida requieren (planes de pensión, planes mixtos de seguro de vida, planes de seguro de salud, etc.), cuya cantidad y diversidad que hoy existe en el mundo está aún lejos de lo que hoy día sabemos nosotros como Compañía Aseguradora y seguramente de lo que las cajas de previsión saben al respecto.

Ahora veamos un poco lo que ha sido el momento actual. En el caso concreto nuestro, hemos atacado los factores de subdesarrollo que se han mencionado, especialmente el asunto de la inflación a través del establecimiento de la reajustabilidad trimestral de los seguros de vida y nos hemos propuesto entrar al mercado como una alternativa privada de

previsión a través de todos nuestros planes de seguros de vida de pensión, de salud y de invalidez que, como decíamos al principio, constituyen la esencia de la previsión. En esta etapa hemos tenido éxitos bastante importantes, especialmente en el sector de independientes que actualmente no tienen previsión y, además, se han logrado metas bastante importantes en los sectores que aun teniendo previsión ven en el seguro de vida una forma de complementar la que tienen o, en fin, pensando en que el aporte que deben hacer a la respectiva caja de previsión es para ellos un impuesto más al que no se le ve mayor beneficio.

En resumen, cualquier nueva legislación previsional debe siempre contemplar la equidad tributaria entre la alternativa estatal y la alternativa privada así como también el establecimiento de diferentes canales de reaseguro en el exterior con miras a la asistencia técnica que ello significa y de la cual en Chile estamos muy huérfanos. Debe contemplar además una política de reajustabilidad garantizada, además de la posibilidad de una competencia en la tarifa (y no sólo en el servicio como actualmente se propone) para los distintos planes y entre las distintas Compañías de Seguro y futuras Corporaciones de Previsión.

Finalmente, quiero hacer algunos pequeños comentarios respecto de algunos aspectos aludidos por mis interlocutores.

En relación con los problemas de las presiones de grupos y de la alta evasión existente en las actuales cajas a que se refería Miguel Kast, pienso que ello tendería a desaparecer si es que existiera una alternativa privada para la previsión, por cuanto ella, por definición, se preocuparía de no entregar mayores beneficios que los que técnicamente puede ofrecer, solucionando el problema de las presiones de grupos de poder que tienden a obtener cada vez y mayores beneficios de las actuales Cajas. El problema de la evasión se soluciona fácilmente con una buena administración y con el hecho de relacionar fielmente el aporte o primas con el beneficio o prestaciones. Si ese equilibrio no existe, mal podemos quejarnos de la evasión.

En cuanto al comentario referente a la distorsión que hoy existe en la enajenación de los bienes raíces de las actuales cajas de previsión, pienso que ello tiende a no existir en instituciones privadas que tienen propietarios y un objetivo claro en relación con instituciones de propiedad corporativa.

Finalmente, respecto a que la Reforma Previsional no puede optar por un extremo estatal ni por el otro privado, habiéndose llegado al intermedio que son las corporaciones, por el hecho de que la indiosincrasia del chileno así lo recomienda, pienso que no hay tal. La indiosincrasia la da la eficiencia del sistema y en la medida de que exista un sistema que pueda entregar eficientemente el servicio previsional a los chilenos, su indiosincrasia tendrá que ir en favor de él.

Con ello he querido explicar muy someramente cómo el sector privado estaría preparado para intervenir en la Previsión.

### III. NECESIDADES FINANCIERAS DE LAS EMPRESAS: LA FUNCION DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

**Relación: Canio Corbo (\*)**

#### **Problemas financieros actuales de las empresas**

Las empresas tienden a formar su estructura de pasivos según la proporción de deuda y capital que resulte más adecuada, de acuerdo a su giro y a las condiciones en que pueden obtener el endeudamiento necesario de manera de optimizar el retorno sobre su pasivo residual.

En condiciones normales de la economía, las empresas pueden prever anticipadamente sus necesidades financieras y decidir racionalmente la forma más adecuada para conseguirla. En una situación de cambios abruptos en las condiciones económicas el poder de decisión de las empresas se ve considerablemente disminuido, por la celeridad con que se producen los requerimientos de nuevos recursos y por el hecho de que la misma situación que provoca los cambios financieros en las empresas alteran simultáneamente las condiciones del mercado financiero a que éstas recurren para atender tales necesidades.

Durante el año 1975 las empresas industriales debieron afrontar los problemas financieros que se derivan de una abrupta caída en la demanda. En efecto, a partir de mayo de dicho año, se produjo una caída en las ventas de productos manufacturados que hizo bajar el índice del año 1975 en 20% respecto del año anterior mostrando una disminución superior al 40% en algunos sectores, tales como el de los bienes durables, el de transporte, y el de productos intermediarios para la construcción. Esta caída se produjo tan abruptamente que el nivel de las ventas para los sectores más afectados cayó durante 60 ó 90 días en más de 70% respecto al nivel del año 1974. Este cambio tan marcado, escapó a las predicciones de la mayor parte de las empresas, las que enfrentadas al pro-

---

(\*) Gerente General de Pizarreño S. A.

blema no tuvieron otra alternativa que recurrir al endeudamiento más fácilmente accesible para cubrir los aumentos de activos, producto del natural rezago en adaptar sus stocks a los nuevos niveles de demanda, y en muchos casos para cubrir también las pérdidas que ocasiona la operación a niveles tan reducidos.

Probablemente ante la situación descrita, la característica más importante del intermediador financiero era la rapidez con que podrían llegar a las empresas los recursos que éstas demandaban. Seguramente si no hubiese existido suficiente movilidad en esta transferencia de recursos, un número importante de empresas habrían enfrentado situaciones extremadamente críticas.

A los problemas financieros creados a las empresas por la abrupta caída de la demanda debe agregarse en muchas de ellas un problema más trascendente y de más largo plazo, cual es de adecuarse a las nuevas condiciones de la economía, particularmente al efecto que sobre ellas tiene la política de comercio exterior, las nuevas modalidades tributarias y la consecuente reasignación de recursos que se está produciendo en razón de estos cambios.

### **Características actuales del financiamiento en moneda nacional**

El endeudamiento en moneda nacional de las empresas está formado en su casi totalidad por créditos a 30 días plazo. De hecho, estos créditos son renovables según diversas modalidades existentes en los distintos mercados, pero con ello las empresas están sujetas cada vez a una tasa que no pueden prever por más de 30 días y enfrentadas al problema de renegociar cada mes cada uno de los distintos créditos que conforman su endeudamiento. Aparece como una necesidad, el que se establezcan los medios que permitan canalizar una parte de los activos financieros hacia préstamos a plazo adecuados a las empresas. Para este efecto, un elemento necesario es la existencia de una tasa de referencia que permita pactar créditos renovables a plazos que debieran ser cada vez mayores. Esta tasa de referencia debería tener como requisitos el que sea regulada por el mercado, sea susceptible de ser certificada por una entidad independiente y que exista la certeza de que se va a disponer de ella durante todo el período que dure el convenio de crédito. Puede contribuir también a facilitar la creación de un mercado de créditos a mayores plazos la modificación de las disposiciones legales que limitan a un año el período para pactar créditos reajustables, permitiendo tales pactos por plazos desde 90 días.

Además del plazo inadecuado, muchas empresas encuentran un problema adicional en el mercado financiero, cual es el hecho de que las tasas de interés, en general, aparecen diferenciadas más bien por el tipo de institución crediticia que por el riesgo objetivo de la operación.

## **Financiamiento de moneda extranjera**

Muchas empresas han podido atender en los últimos meses sus requerimientos financieros a plazos adecuados mediante la contratación de créditos en el exterior. Especialmente por la necesidad que tiene el financista extranjero de contar en el país con un organismo que eventualmente se ocupe de ejecutar el crédito o liquidar las garantías, estos créditos son concedidos normalmente contra un aval bancario. Las empresas encuentran actualmente mayores dificultades en obtener en el país este aval que en convenir el financiamiento con el exterior. En efecto, la capacidad de aval de los bancos está limitada a un 100% de su capital y reservas. Contra este límite los bancos otorgan avales para distintos propósitos, tales como garantizar contratos con empresas del Estado, garantizar operaciones normales de comercio exterior, etc. En la práctica, cerca del 45% de la capacidad total corresponde al Banco del Estado, un 25% al Banco de Chile y el resto a los bancos comerciales.

Al controlar un banco una parte tan importante del total, permite a esa institución fijar sus propias reglas y tarifas, llegándose al hecho de que el costo del aval representa anualmente alrededor del 50% del costo de los intereses, viéndose las empresas obligadas a incurrir en estos costos cuando la capacidad del resto de los bancos comerciales se encuentra copada. En realidad estas tasas tan elevadas representan simplemente la compensación a un factor artificialmente escaso y constituyen una limitación a las posibilidades de aumentar los financiamientos por esta vía. Parece conveniente, se arbitren las medidas necesarias para lograr que las tasas de aval, tal como ocurre con los intereses, puedan ser fijadas por el mercado, según los riesgos objetivos de cada operación.

## **Financiamiento mediante aumento de capital**

Una forma alternativa en que las empresas puedan atender sus necesidades de recursos financieros es la de aumentar su propio pasivo residual, su capital. Sin embargo, en el momento actual no es viable la colocación de las acciones en el mercado.

La razón de ello está en que el mercado secundario es imperfecto.

El volumen total de las transacciones no es suficiente como para independizar el valor de mercado de las acciones de los montos transados. El hecho de transferir una pequeña parte del patrimonio de la empresa de uno a otro propietario no afecta la rentabilidad de ella y, por lo tanto, no debería afectar su precio de mercado. A su vez el escaso volumen actual de transacciones de acciones podría deberse al hecho que siendo por naturaleza su rentabilidad aleatoria, en ella se refleja el efecto que ha tenido en las empresas la contracción de la demanda.



En realidad durante el último tiempo, la estructura del mercado financiero ha llevado a las empresas a remunerar con tasas más elevadas los pasivos formados por deudas que sus pasivos residuales.

Naturalmente debe esperarse que a largo plazo esta situación se alterará, por cuanto siendo el capital el que realmente absorbe el riesgo, su rentabilidad deberá ser necesariamente mayor que la de los pasivos de renta fija. Probablemente el mercado secundario de las acciones tendrá que reflejar este hecho cuando haya transcurrido un período de tiempo suficiente en el cual las empresas demuestren que esto ocurre en la realidad.

Mientras esto no ocurra es poco lo que las empresas o instituciones financieras pueden hacer por mejorar las posibilidades de allegar recursos por la vía de aumento de capital.

Entre las cosas que pueden hacerse, está el difundir las ventajas que tiene la aplicación, a partir del 1º de enero de 1976, de las disposiciones tributarias que establecen un crédito sobre los dividendos pagados por las empresas con cargo al impuesto adicional que éstas previamente han depositado.

Podría también favorecer esta vía de financiamiento, el resolver los problemas legales que existen para que las empresas puedan emitir títulos convertibles y aprovechar de tal manera el prestigio que ya han alcanzado en el mercado financiero los papeles de renta fija emitidos por algunas empresas.

### **Instituciones financieras y costos de intermediación**

Ya sea que las empresas obtengan los recursos financieros que requieren a través de endeudamientos o mediante aumentos de capital, deberán recurrir para ellos al mercado de recursos financieros. A este mercado pueden llegar directamente o a través de algunos de los intermediarios financieros, los bancos, instituciones financieras o Bolsas de Comercio.

En la medida que se establezca la economía y las empresas puedan planear sus necesidades financieras con mayor racionalidad se plantearán necesariamente la pregunta sobre cuál es la máxima diferencia entre tasa de captación y de colocación que les resulta rentable a pagar al recurrir a un intermediador financiero, frente a la alternativa de actuar directamente en el mercado; tal como lo hacen frente a la decisión de contratación de otros servicios, tales como distribución de productos, procesamiento de datos, etc., que las empresas industriales normalmente demandan.

**Comentario:** Pedro Jeftanovic (\*)

Quiero hacerme cargo de algunas observaciones que ha hecho el Sr. Canio Corbo en su exposición.

En primer lugar, él ha mencionado el alto costo que tienen actualmente los créditos de corto plazo, que es obviamente efectivo, si uno lo compara con cualquier tasa de interés a nivel internacional. En Chile se da la anomalía de que la tasa de interés a corto plazo duplica o triplica en términos reales al año, la tasa de largo plazo anual.

La tasa de interés sobre créditos reajustables por un año o más oscila entre el 12 al 18% anual según qué tipo de operación. Sin embargo, la tasa de corto plazo mensual es del orden del 3 a 5%, a veces hasta el 10% o más. Esta situación es totalmente anormal y no puede continuar. Una economía con este tipo de estructura de tasas de interés es una economía muy extraña que perjudica, sin duda, a la inversión en capital fijo, o sea, la inversión que tiene una maduración relativamente lenta y que es justamente el mayor componente de la inversión necesaria para producir el despegue económico. El problema más serio se presenta en la captación de fondos de más largo plazo, por los cuales se están ofreciendo intereses inferiores que por los fondos de corto plazo.

El crédito a corto plazo a su vez solamente financia el capital de trabajo.

Este costo de corto plazo, yo creo que se explica en parte importante por la falta de reajustabilidad de las obligaciones de corto plazo que proviene del DL. 455 del año 1974 que prohíbe expresamente la reajustabilidad de este tipo de operaciones.

Entonces, la tasa de interés a corto plazo tiene involucrada una inflación esperada, y como la inflación media esperada en Chile hoy día es posiblemente elevada, de un 10 a 15% mensual, y además debe tener un rango muy grande debido a la variabilidad de nuestra inflación.

Debe haber muchas proporciones parecidas de personas que creen que va ser tal vez 10, 15 ó 20% mensual, y entonces esto se refleja en la tasa de interés que involucra una tasa de inflación relativamente elevada. Ahora, si hubiera reajustabilidad por el IPC, sería mucho más sensato y beneficiaría sin duda a la posibilidad de colocar títulos a más largo plazo. Además, en el Mercado de Capitales el costo del crédito se ha visto afectado por los continuos cambios legales y reglamentarios que han ocurrido y que afectan a las instituciones financieras.

---

(\*) Jefe de Estudios, Banco Español-Chile.

Cuando se dictó el DL. 455, en 1974, inicialmente se dejó fuera de sus disposiciones básicas referentes a la tasa de interés, a las instituciones más importantes como los Bancos, el SINAP, el Banco del Estado y las Cooperativas. El dejarlos afuera significó que los que podían operar en términos libres, o sea, tasas de interés libres, es decir, en forma más eficiente, eran instituciones que no habían operado antes, como era el caso de las Financieras que comenzaron con mucho ímpetu al comienzo, porque los otros no podían operar.

Por ejemplo, los bancos estuvieron con una tasa de interés controlada y en términos reales negativa por la mayor parte de sus préstamos durante el año 1974. Recién a mediados del año 1975 se liberó esta tasa de interés bancaria para volver a controlarla entre octubre y diciembre de 1975, para luego liberarla.

Todo este tipo de regulaciones que ha ido cambiando continuamente, sin duda que afectan el comportamiento del Mercado de Capitales. En resumen, el volumen de fondos captados en el Mercado, que es el que financia los créditos en un momento dado, ha disminuido en términos reales. Si se observan las cifras de diciembre de 1974 y las de diciembre de 1975, de todo el Mercado Financiero Chileno reajutable y no reajutable, incluyendo la moneda extranjera, se encuentra que el volumen de fondos ha bajado y el volumen de captaciones ha bajado en 18% en términos reales.

O sea, que con todas estas medidas incompletas y contradictorias que se han tomado, en vez de progresar hemos retrocedido.

En el año 1974 no estábamos muy bien, no estábamos boyantes, en cuanto al desarrollo de las Instituciones Financieras, pues la oferta de crédito en Chile es muy baja en relación al ingreso nacional desde hace mucho tiempo. En 1974 no hubo ningún incremento especial con relación al año 1973 ó 1972 que fueron años, yo creo, de mayor crisis, y sin embargo, en el año 1975, todavía estamos peor y en lo que va corrido del presente año, debemos estar en una situación similar.

El motivo principal de la disminución de los fondos totales captados, ha sido la crisis del SINAP. Como el SINAP ha sido muy importante y la disminución de operaciones que sufrió, lógicamente ha afectado sustancialmente al total de captaciones.

El SINAP decayó en pocos meses y por sutilezas casi desapercibidas. Sus captaciones disminuyeron abruptamente cuando se le obligó a dar reajuste completo sobre los VHR sólo pasados 180 días en agosto de 1974. Cuando este reajuste total se daba a los 60 días no había ningún problema, y el SINAP captaba fondos masivamente y competía muy bien con las financieras en esos momentos, y hasta le sobraba plata, la cual se depositaba en el Banco Central, absorbiendo circulante de este modo.

Después de estas experiencias yo creo que los controles económicos directos hay que adoptarlos con mucho cuidado. Se ha actuado como suponiendo que si ciertas personas adoptan controles, éstos serán acertados. Puede ser una persona muy bien intencionada la que adopte un mismo tipo de control que una persona mal intencionada y el efecto sea posiblemente el mismo. No creo que dependa de quién lo adopte, sino de qué tipo de medida es.

Volviendo a políticas más generales, además de las fluctuaciones que ha tenido la política referente a Mercado de Capitales en sí, yo creo que el Mercado Financiero en Chile no se va a desarrollar mientras sigamos con la tasa de inflación actual, porque es imposible ni con reajustabilidad diaria en las operaciones que un mercado opere eficientemente porque una inflación muy alta y muy variable trae muchas complicaciones, entre ellas que los índices de precios se transforman en obsoletos.

Después de la inflación que ha habido en Chile los últimos 3 ó 4 años, estimo que la composición del Índice de Precios al Consumidor tiene muy poca validez y sus variaciones posiblemente no reflejan la verdadera inflación. Obviamente que es muy difícil cambiar la base del índice cada año, sería muy costoso. Entonces, mientras nuestra inflación sea alta y muy variable, el Mercado de Capitales no va a poder progresar mucho.

Volviendo al caso de los intereses de corto plazo, sabemos que debido a su nivel muchas empresas han obtenido créditos en el exterior a corto plazo avalados por los bancos comerciales.

Se dice que el capital de los bancos comerciales que fija el monto de avales que legalmente pueden otorgar los Bancos, es de 400 mil dólares. La oferta de crédito en moneda nacional, yo creo que no alcanza esa suma. Además, no todos estos avales están respaldando créditos externos de corto plazo, porque están también respaldando operaciones de Comercio Exterior. Sin embargo, ha habido una entrada masiva de créditos de corto plazo en moneda extranjera a tasas de interés relativamente bajas (1% mensual, en dólares). Pero la tasa de intereses en Chile, en pesos, no ha bajado en términos reales. Este hecho parece indicar que son las expectativas de inflación las que están influyendo en la tasa de interés en moneda nacional.

En todo caso, sería conveniente facilitar la entrada de préstamos de corto plazo del exterior, como decía Canio Corbo, liberando a los Bancos para otorgar avales en volúmenes superiores a su capital y reservas.

Para finalizar, todas estas fluctuaciones de la tasa de corto plazo, afectan, como decía el relator, la rentabilidad de las empresas y esto unido a una inflación elevada y a una política económica también cambiante, torna arriesgadas las actividades empresariales. Todavía las reglas de juego en Chile no están muy claras. Por ejemplo, sigue vigente el decreto 520, de 1932, con que la UP expropió 500 industrias y la Ley de

Reforma Agraria que expropió a más de 5.000 predios. Todo eso se refleja en el riesgo de dedicarse a una actividad productiva, y sin duda que se refleja en la Bolsa de Comercio. Las cotizaciones de la Bolsa han caído tanto y la Bolsa es un negocio muy malo para los accionistas, porque la rentabilidad es muy variable, y es variable porque son tan cambiantes y contradictorias las medidas de política económica que se han tomado que, en general, han tendido a perjudicar al inversionista. Mientras no tengamos reglas del juego claras y permanentes, o sea, que duren un tiempo relativamente largo y que incentiven a la actividad empresarial, yo creo que el país no podrá progresar mucho económicamente.

El caso de la Bolsa de Comercio, es un problema que impide a las empresas captar fondos mediante emisión de acciones de pago, debido al tamaño reducido del mercado.

Entonces hay que basarse en créditos externos o retención de utilidades para financiar las inversiones, dificultando el crecimiento de las empresas.

Todo esto está creando como un círculo vicioso, que si no se soluciona, creo que va a ser difícil que progrese económicamente a tasas elevadas, que es lo que todos deseamos.

### **Comentario:** Elías Elton (\*)

Voy a ser sumamente breve en mi exposición.

El diagnóstico del funcionamiento de la empresa en el término medio de estos 2 años es el mismo, la empresa ha tenido créditos para operación y no para expansión y el crédito para operación ha tenido dos características fundamentales que son:

- 1.— Una alta tasa de interés, y
- 2.— Un plazo demasiado corto.

Voy a mencionar 4 causas por las cuales creo que el crédito de operación de la empresa ha tenido esas características.

- 1.— El bajo nivel de ahorro, debido a los bajos ingresos producto de la restricción económica que ha existido durante el año 1975.
- 2.— La alta rentabilidad, por esta misma causa, de los proyectos de operación y dado que a las empresas, debido a los enormes costos fijos,

---

(\*) Gerente General, Nacional Financiera S. A.

producto de una alta capacidad instalada ociosa, se les hace altamente rentable el proyecto de, en un extremo operar o no operar, o sea, para mantenerse operando le conviene pagar altas tasas de interés.

- 3.— El impuesto de encaje que ha existido. Si una Financiera hace un año depositó 100 en encaje y dado el parámetro de inflación de 300% por ejemplo, al final de un año debiera devolversele 400, no se le devuelven los 400 sino que solamente el 25% de eso, o sea, los mismos 100 que depositó inicialmente con la pérdida del poder adquisitivo. Este impuesto de encaje tiene un costo aproximado dado que los parámetros actuales son de un 12% anual.
- 4.— La baja competencia que ha existido dada la congelación de las colocaciones bancarias y la razón deuda capital permitida a las Instituciones Financieras.

Ahora, haciendo un paréntesis de lo que ha sido para atrás y de lo que se prevé a futuro, si la situación de la economía y la Balanza de pagos permite una expansión del dinero sin afectar el nivel de precios, es decir, que se absorba por producción, y esta expansión de dinero se da por aumento del crédito, tanto interno como externo, debiera producirse una caída de la tasa de interés y un aumento del plazo.

Parece no existir ninguna razón lógica para que la tasa de interés interna sea diferente a la tasa de interés internacional.

Creo que si se elimina la restricción de dar aval solamente por el capital y reservas, en el caso de los Bancos para el crédito externo y, o se elimina el impuesto de encaje o éste, baja substancialmente al haber tasas de inflación decrecientes, y esto sumado a las nuevas normas de colocaciones que ya se han dictado recientemente, debería haber un mucho mayor competencia, se produciría una caída substancial de la tasa de interés y la empresa lograría financiamiento no solamente para otorgar crédito para capital de trabajo, sino también financiamiento de nuevos proyectos de expansión.

Sin embargo, quiero hacer algunos alcances más; es posible que hoy por efecto de las nuevas condiciones que se han dado en los bancos, suceda esto. Sin embargo, el crédito total que recibe la empresa, en el próximo mes se va a ver fuertemente disminuido porque se le corta fundamentalmente el crédito que le da el Fisco para el pago del impuesto. No lo he cuantificado, pero puede ser bastante substancial y el mayor crédito bancario, simplemente reemplace el crédito que otorgaba el Fisco, y la empresa no tenga un aumento total del crédito.

Otro alcance que quiero hacer, para situarnos exclusivamente en este momento y de aquí para adelante, dado los parámetros que actualmente existen puede que se disminuya, en vez de aumentarse la competencia entre los bancos y las financieras. Dado los parámetros actuales de tasa de captación, de inflación y de encajes para los bancos y encaje y

reserva técnica para las financieras, el costo de encaje es de aproximadamente 9 puntos anuales superiores que el de los bancos, lo que se puede tomar como un subsidio a los bancos por los altos costos de operación o un castigo a las financieras por sus bajos costos de operación.

Esto puede llevar a que en los próximos meses no exista una mayor competencia, simplemente exista un transvasige de las financieras hacia los bancos.

Otro alcance que quiero hacer se refiere a lo que dijo el señor Baraona al iniciar la reunión, es muy cierto. A las financieras actualmente sólo les está permitido operar como los bancos operan en depósitos a plazo y nada más. Creo que es fundamental para el futuro nuevos tipos de operación de las Financieras, especialmente para el financiamiento de mediano plazo de las empresas. Actualmente no le está permitido por ejemplo, actuar como colocadoras de papeles, que es fundamental para trabajar con papeles de renta variable.

Finalmente, quiero hacer un último alcance respecto a lo que dijo el señor Corbo. Creo que el Mercado se regula automáticamente por la oferta y demanda de fondos, y no creo en la tasa de referencia ni fijada ni insinuada, pues produce distorsiones como la del año pasado, que son perniciosas. Más bien, al permitirse diversos tipos de operaciones a las Instituciones Financieras, se va a lograr que automáticamente se pacten tasas a 90 días, a 180 días o tasas anuales hasta llegar a tasas de interés similares a la de los Mercados Internacionales.

# **SEGUNDA JORNADA**

**30 de abril de 1976**



## I. EL SECTOR GOBIERNO EN EL MERCADO FINANCIERO: OPERACIONES CON PAGARES DE TESORERÍA.

**Relación: Tomás Aguayo (\*)**

En esta oportunidad, pretendo analizar los pagarés descontables de Tesorería, fundamentalmente, en cuanto a las restricciones que ellos tienen, o sea, los problemas que representan en relación a su licitación, emisión, tasas y las colocaciones en el mercado secundario. En seguida, las modificaciones que debieran efectuarse a este documento y al final la significación del mercado abierto con relación a los pagarés de Tesorería.

Las restricciones las hemos ido analizando a través del tiempo, desde abril de 1974, en que se iniciaron las primeras colocaciones, hasta el momento actual. Las licitaciones han tenido varias modificaciones; para los efectos de esta relación las he dividido en cinco períodos que son muy claramente determinados.

En el primer período que va de abril a octubre del 74, se utilizó el sistema de llamar a propuestas una vez al mes; se emitían a plazo fijo y a tasa precisada. Siendo la lámina en aquel instante de 200 millones de escudos, o sea, el equivalente de 200 mil pesos actuales, la tasa con que se inició fue un 17%, los plazos eran de 90 días. El total colocado en ese período ascendió a un total de setenta y un millones cuatrocientos mil pesos nominales, que equivalen en dólares a cincuenta y siete millones ciento veinte mil dólares. El segundo período, va de octubre del 74 a mayo del 75, entre ambas fechas no hubo modificaciones. La licitación se hizo de la misma forma que la anterior, una vez al mes, se emitían también a plazo fijo de 90 días pero el proponente ofrecía una tasa de descuento para la adquisición de este documento. La Tesorería entonces, adjudicaba dichos documentos con relación a la tasa que nos habíamos prefijado como límite, y resultó que en este período ascendió

---

(\*) Tesorero General de la República.

a doscientos ochenta y tres millones doscientos mil pesos en valores nominales que equivalen a sesenta y cinco millones ochocientos sesenta mil cuatrocientos sesenta y cinco dólares, lo que significó un aumento real con relación al período anterior de un 15%.

El tercer período va desde junio a noviembre de 1975; la licitación fue exactamente igual a la anterior, pero hubo una modificación en el corte de las láminas que se hizo desde diez mil pesos hasta un millón de pesos y en relación a los plazos se hizo desde 30 hasta 90 días. Se cambió la emisión de mes a mes por una semanal en la cual se licitaba los días jueves y se emitía los días viernes.

El monto colocado en este período, es de seiscientos dieciséis millones novecientos ochenta mil quinientos setenta pesos en valores nominales, lo que equivale a setenta y nueve millones cien mil ciento setenta y tres dólares, que marca un aumento real con relación al período anterior de un 20%.

El cuarto período es de diciembre 1975 a febrero del 76. En relación a licitación de tasas es igual que la anterior, se cambió sí en relación al plazo que fue de 35 días en múltiplo de 7 hasta 91. En relación a fecha de licitación se llevó a 2 veces por semana que eran los días martes y los días jueves. El monto colocado en este período, ascendió a un millón trescientos tres mil, trescientos sesenta y siete pesos en valores nominales y equivale en dólares a ciento veintiséis millones quinientos seis mil quinientos cuarenta dólares en ese período, lo que significa que en relación al período N° 3 un aumento del 60% en términos reales.

El último período partió en marzo del presente año, se licita todos los días hábiles de cada semana, con la emisión al día siguiente de la licitación. El monto de marzo a abril asciende a dos millones doscientos un mil quinientos ochenta y cuatro pesos, en valores nominales, y en dólares la cifra es de ciento ochenta y seis millones quinientos setenta y cuatro mil novecientos dieciocho dólares.

Esto significa que en este período de sólo dos meses, con relación al anterior existe un aumento real de un 67,85%.

En relación a esta secuencia que he descrito, se puede concluir que hemos ido mejorando ciertas características en la emisión y en las tasas y se ha ido colocando una mayor suma.

Sin embargo, nosotros hemos detectado, por las conversaciones que corrientemente tenemos tanto con los organismos financieros, bancos, asociaciones de ahorro y Banco Central, varios problemas. Uno, por ejemplo, es el hecho de la licitación en un día para hacer la emisión al día siguiente, ya que el mercado financiero es extremadamente sensible; sucede a menudo que por mucha seguridad que uno pretenda en la captación que va a tener al día siguiente, siempre recorta un poco

por si alguien falla. Entonces no se presentan a la licitación por el total de las expectativas que tienen.

Nosotros hemos pensado que la solución en este aspecto podría ser la licitación y emisión en el mismo día. Esa sería una de las alternativas de modificación en la licitación; podría también existir otra variable con relación a la emisión, por ejemplo, que el Servicio de Tesorería fijara un monto diario de colocaciones de pagarés y los proponentes compraran en forma directa, ofreciendo tasa. El Servicio de Tesorería de acuerdo con la tasa ofrecida, si está dentro de los límites que se ha dispuesto pagar, vende en forma directa e inmediata. Esto podría sí crear un problema, si el monto que se fija en Tesorería para la colocación diaria resultara insuficiente con relación a las expectativas. Pero esto también se podría solucionar: la persona que llegase después de cumplido el monto de colocaciones que tenía prefijado Tesorería, puede convenirse directamente con el licitante la tasa de interés, que podría ser inferior a los límites mínimos y máximos de la colocación del día. Indudablemente, el proponente sabrá si la acepta o no la acepta. Esta medida podría llevarnos a una real competencia de tasas y a la vez nos permitiría a través del tiempo, tal vez, ir bajando en algo las tasas.

En seguida, voy a pasar a referirme a cómo han ido variando las tasas en los mismos períodos y con la misma secuencia que manifesté anteriormente en las licitaciones.

En el primer período que era de octubre a abril del 74, fue una tasa fija del 17% de descuento a noventa días que da un 6,41% vencido a 30 días.

El segundo período va de octubre a mayo del 75, la tasa fue ofrecida por los licitantes, la variación de ella fue que subió prácticamente en forma continua de mes a mes, comenzó desde un 22% anticipado a 90 días y llegó hasta un 30% anticipado en 90 días, que en interés vencido de 30 días va desde un 8,65% a 12,62%. El tercer período fue de junio a noviembre de 1975, aquí hay un hecho que es distinto a los otros períodos en relación a las tasas; fue cuando se llegó a acuerdo conjunto con el Banco Central en bajar las tasas. La tasa a 30 días partió desde 15,5 y llegó hasta un 7%, ambos porcentajes, anticipados. Los intereses vencidos, a 30 días en ambos casos, se redujeron desde 18,34% hasta el 7,53%. El cuarto período, diciembre 75 a febrero del 76, se inició con tasa de descuento a 35 días, porque en este período fue cuando se cambió la emisión desde 35 días en múltiplo de 7 hasta 91 días. La tasa de descuento a 35 días se inició con un 8,75% anticipado y terminó en el mismo período con un 10,9% anticipado, en interés vencido a 30 días nos da 7,42% para el primer caso y 10,11% para el segundo.

El quinto período que va de marzo a abril del 76, tiene el cambio de la licitación diaria, se inició con un 10,95% anticipado en 35 días y ter-

minó el período, vale decir ahora en el mes de abril, con un 11,2% anticipado a 35 días, lo que nos da un interés vencido a 30 días de 10,4% para el primer caso, y de 10,6% para el segundo caso. En las licitaciones que hacen los proponentes con relación a las tasas, nos ha llamado poderosamente la atención, que salvo algún despistado, la mayor parte de las cartas vienen exactamente a las mismas tasas de interés. Pareciera que realmente hubiese una asamblea previa antes de mandar las cartas de licitación. Yo no sé si realmente aquí ha sucedido el hecho de que cuando se inició el año 1974 la emisión de pagarés se hizo a tasa fija, posteriormente hubo un período cuando se determinó bajar las tasas, en que realmente hubo un manejo de ellas, y esto ha ido creando una imagen que es exactamente lo mismo que se presente cualquier tasa, porque la tasa ya se ha convenido y nosotros vamos a operar a dicha tasa convenida. Yo quiero manifestar a ustedes que no es así. Si nosotros no hemos variado la tasa, es porque parece que nadie tiene interés en variar las tasas, no es porque nosotros no queramos hacerlo. Pero esto, realmente nos llama la atención, ver semana a semana que todos los proponentes en las cartas se presentan a una misma tasa. Salvo, digo, por ahí algunos que creen que van a bajar mucho porque están 2 ó 1 y medio abajo.

Esto es igual que concurrir a un remate al que puede ir cualquiera de nosotros, si uno tiene interés por algo, indudablemente que uno hace postura por ese algo que quiere rematar. Y se rematará al mejor precio, si no, no me imagino lo que sucedería en un remate en que todos los postores quieran lo mismo por algún bien que se está rematando.

Es lo mismo que nos está pasando a nosotros con nuestros documentos.

No sé yo qué es lo que realmente piensan ustedes sobre esto, probablemente lo podamos conversar más tarde.

Ahora, en relación a la colocación del documento dentro del mercado secundario. También tenemos plena conciencia de que este documento no se intermedia exactamente igual en una asociación de ahorro, que en una institución financiera o banco, es decir, hay limitaciones en las financieras y bancos, que no las tienen las asociaciones de ahorros. Estas, por ejemplo, pueden colocar en plazos inferiores a 4 días, las instituciones financieras y bancos no lo pueden hacer por imposición de la Superintendencia. Las asociaciones pueden vender, por ejemplo, en forma definitiva, las instituciones financieras y los bancos tiene que ser exclusivamente con pacto de retrocompra. En el fondo, la única operación que en estos momentos no pueden hacer ni una ni otra, son las ventas a futuro o arriendo de estos documentos. Indudablemente las asociaciones tienen ventajas sobre los bancos y las financieras en la operación de este documento. Ahora, indudablemente estas restricciones, creo yo, son las fundamentales, vale decir, problemas de tasas y los problemas característica del documento para poder intermediarlo,

las que a nuestro modo de ver, han hecho crecer desmesuradamente el mercado informal.

Lo del mercado informal es exactamente igual a un secreto a soto voces, porque todos lo niegan, pero existe y eso es algo absolutamente real. Nosotros creemos que este hecho, fehacientemente comprobado, hace que el riesgo que se está corriendo en este mercado informal es bastante grande ya que nos hemos encontrado con operaciones que se están haciendo directamente con cheques de empresas o de industrias. Indudablemente, si el día de mañana, porque en el fondo las operaciones que se están haciendo son las ventas de un cheque a fecha, se ponen de acuerdo dos o tres personas que tienen necesidad de dinero, lo van a cobrar al banco, y yo me pregunto, ¿qué va a pasar? Y el que ha ido a colocar sus dineros en ese lugar, no le va a echar la culpa ni a la empresa ni a los bancos, sino lo que van a decir será: esto es lo que pasa con el famoso mercado de capitales, y vamos a desprestigiar un sistema completo. Creemos realmente, que lo que hay que hacer es mejorar los documentos que hay en plaza con plena garantía para evitar que esto suceda.

Y que algunos alumnos aprovechados, desaprovechados para nosotros, vuelvan un poco al redil, porque creo que honestamente el riesgo que se está corriendo, en el sentido del sistema global, es demasiado grande, es decir aquí podríamos decir que poco menos quieren matar a la gallina de los huevos de oro. Y esto realmente nos preocupa. Eso es lo que nosotros hemos visto como problema general o restricciones de este documento. Ahora, qué hemos pensado con relación a las modificaciones que debiera tener este documento, al margen indudablemente, de que los licitantes se presenten a tasas que le signifiquen una real expectativa del negocio para cada cual. Que se saquen un poco de la mente el hecho de que nosotros estamos "manejando" la tasa y no se saca nada con hacer una licitación a tasas distintas a la que salió el día anterior porque no se va a modificar. Ahora, lo fundamental, es que las modificaciones de este documento, sean modificaciones que la operación de él sea exactamente igual para todos, vale decir para las asociaciones, para los bancos y para las instituciones financieras, que no haya diferenciación en la intermediación de este documento, que uno tenga más y otros tengan menos.

Para ello, hemos pensado, primero que todo, que pueda efectuarse la intermediación de este documento por todos los organismos, que se puedan realizar ventas a futuro del pagaré descontable de Tesorería, vale decir el arriendo también por todos los organismos. Esta es la única operación que en este momento las asociaciones no hacen, por una disposición expresa de la Caja Central, que todas las operaciones tienen que ser al contado.

Que se pueda adquirir y vender al público con pacto de retrocompra, que se pueda vender al público en forma definitiva y eliminar la disposición de los plazos superiores a los 4 días.

Esto último, fundamentalmente, va dirigido a las operaciones inter-instituciones y que en muchas oportunidades se pueden requerir por dos o tres días. En este instante, las instituciones financieras, le pueden comprar a las asociaciones y éstas vender con menos de 4 días. Pero a su vez, las asociaciones no pueden comprarle a las instituciones financieras por menos de 4 días, ni entre instituciones financieras tampoco pueden hacer las operaciones por plazo menor de 4 días.

Si nosotros logramos obtener que se lleven a cabo todas estas modificaciones, creemos que el documento llegaría a ser un documento realmente importante dentro del mercado.

Para cerrar el ciclo de estas modificaciones, también hemos pensado en lo que llamamos las operaciones por ventanillas, o sea operaciones de mercado abierto, dentro del Banco Central con estos documentos. En el fondo, se obtendrían dos beneficios básicos. En el momento que la ventanilla en Banco Central compra excedentes de documentos del mercado, se reflejaría inmediatamente con baja de la tasa de interés a la vez que hay un aumento en la cantidad de dinero y por ende en el crédito bancario. Con las operaciones de venta que en un momento determinado se desee hacer, se produce indudablemente, el efecto contrario, o sea, viene un aumento en las tasas de interés, y una disminución del dinero y por ende también del crédito bancario. Creemos que es fundamental para la operatoria el llegar a las operaciones de mercado abierto, porque eso daría bastante más agilidad al mercado, y los riesgos que se correrían son bastante menores, es decir, prácticamente, los organismos de intermediación estarían exclusivamente corriendo un riesgo de rentabilidad. En esta parte, prefiero no extenderme mucho más porque sé que Sergio de la Cuadra y Frank Veneroso se van a referir específicamente a este tema.

### **Comentario:** Sergio de la Cuadra (\*)

Voy a referirme principalmente al rol de las operaciones de mercado abierto como instrumento de política monetaria. Comenzaré por precisar los objetivos que se persiguen en una operación de mercado abierto; éstos son básicamente dos: 1) producir un cambio, por una vez, en el stock de dinero, actuando a través del stock de emisión, es decir, del

---

(\*) Director de Crédito Interno y Mercado de Capitales, Banco Central de Chile.

dinero de poder expansivo, y 2) reducir la inestabilidad en la tasa del crecimiento del dinero.

En la realidad actual de la economía chilena, ¿cuáles pueden ser las principales causas que hagan necesario desarrollar operaciones de mercado abierto? Como mencionó el Presidente del Banco Central en su exposición, la política económica en uno de sus aspectos, persigue una apertura de la economía al exterior, tanto en los mercados de bienes y servicios como en el mercado financiero. Una política de apertura al exterior, progresiva, junto a una política de tipo de cambio fijo, en el sentido que el Banco Central compra o vende todas las divisas que le ofrezcan o demanden a la cotización que ha fijado el Banco, conduce a una pérdida creciente del control monetario. Las emisiones por operaciones de cambio, han provocado en los últimos meses alteraciones violentas en el stock de dinero y también ha hecho muy inestable su tasa de crecimiento. En segundo término, como causas de la necesidad de operaciones de mercado abierto, mencionaría la inestabilidad que introducen a la emisión, las operaciones de Tesorería. Y, en tercer término, agregaría que hay una gran inestabilidad en las operaciones de crédito interno del mismo Banco Central.

Los tres principales elementos de la emisión: compraventa de divisas, operaciones con Tesorería y créditos internos del Banco son altamente inestables. Respecto a la inestabilidad de la tasa mensual de crecimiento del dinero privado, en el período enero del 75 a marzo del 76, tenemos que el rango de variación de la tasa de crecimiento va de 260% a menos 59%. Esto significa, por ejemplo, que si en un mes el dinero crece en 10%, al mes siguiente puede crecer en 36% o solamente 4%. El coeficiente de variación de la tasa de crecimiento del dinero es de un 800%.

La inestabilidad de la emisión por operaciones de cambio está reflejada en un rango de variación que va de cinco mil trescientos por ciento a menos sesenta y nueve por ciento y en un coeficiente de variación de 240%. O sea, de un mes a otro se multiplicó hasta por 54.

Las operaciones de Tesorería tienen un rango de variación de 432% a —200%, y un coeficiente de variación de un 250%. Los refinanciamientos y los redescuentos del Banco Central, tienen un rango de variación de 813% a —300%, y un coeficiente de variación de 400%. Estas cifras son suficientes para sacar conclusiones, la principal es la gran inestabilidad en la tasa de crecimiento del dinero del sector privado. El análisis de los tres componentes de la emisión (operaciones de cambio, operaciones con Tesorería y crédito interno) indica que éstos son altamente volátiles y que la apertura de la economía al exterior lleva a una pérdida creciente del control monetario.

Surge entonces, la necesidad de desarrollar instrumento de política monetaria que permita por una parte esterilizar cambios por una vez, no

deseados, en el stock de dinero y por otra disminuir la variabilidad de la tasa de crecimiento del dinero. Entre estos instrumentos, el primero a ser considerado son precisamente las operaciones de mercado abierto, un segundo instrumento alternativo y/o complementario del anterior son las operaciones de redescuento del Banco Central, el cual actúa a través de la tasa de interés. Es posible que dadas las tasas de inflación actual sea preferible actuar en un comienzo desarrollando más fuertemente las operaciones de mercado abierto, en vez de actuar a través de las tasas de redescuento; porque la sensibilidad que puede tener una variación de la tasa de redescuento sobre la masa de dinero que se quiere afectar puede ser menor que si se actúa directamente a través de operaciones de mercado abierto.

Una opción que debe ser seriamente considerada ante la apertura de la economía al exterior es un movimiento hacia un tipo de cambio libre. Así como hay libertad en el movimiento de bienes capitales, también lo debe haber en la fijación del precio de la divisa. Existen varios problemas para desarrollar las operaciones de mercado abierto y probablemente el más serio sea la dificultad de proyectar, especialmente en el caso chileno, en que la masa de dinero real es demasiado pequeña y por lo tanto cualquier error en la proyección significa que andamos bastante lejos de lo que sucede efectivamente.

Si bien podemos llevar una estadística al día de lo que ha sido el crecimiento del dinero, resulta bastante complicado proyectar las tasas mensuales de crecimiento de los próximos tres meses. Lo reducido de la masa monetaria explica el porqué de la gran inestabilidad de la tasa de crecimiento del dinero.

Una segunda dificultad de desarrollar operaciones de mercado abierto proviene de la capacidad de tener un mercado de bonos lo suficientemente amplio que permita hacer frente a variaciones tan significativas de la cantidad de dinero. Para desarrollar este mercado es necesario llevar a cabo las recomendaciones hechas en el trabajo presentado por Tomás Aguayo, referente a los pagarés de Tesorería.

**Comentario:** Alfredo Arce (\*)

Debo referirme, a modo de comentario, a los problemas de operación que tienen las instituciones financieras en el manejo de los Pagarés de Tesorería.

Después de lo expuesto por Tomás Aguayo, que ha cubierto el grueso de los problemas que tienen las instituciones para intermediar este

---

(\*) Gerente de Promoción, Ahorromet.



papel, deseo enfatizar en algunos de los puntos mencionados y desde un punto de vista más operacional. De acuerdo a las cifras que han mostrado el crecimiento de la emisión de Pagarés de Tesorería, aun teniendo en cuenta las dificultades que tienen los compradores para proyectar con 24 horas la compra de estos documentos, podemos aceptar que este pagaré tiene un mercado cada vez mayor. Pero, por su proceso de emisión, ocurre frecuentemente que una institución, en un día determinado, tiene una demanda importante de papeles y no puede satisfacerla por no tener acceso a la compra de pagarés en el mismo día. Ocurre entonces, que las instituciones se proveen de papeles comprando a otras instituciones financieras, provocando como consecuencia, un aumento en la tasa de interés. Si existiera entonces, la posibilidad de comprar pagarés dentro del mismo día, la demanda sería cubierta sin provocar distorsiones en el mercado.

Aun teniendo la posibilidad de efectuar compras de pagarés dentro del día, la institución debe asumir un pacto de retrocompra para una fecha dada, y el monto de compromisos dependerá de la capacidad que se tenga de volver a vender papeles ese día. De esta manera, la institución financiera asume un riesgo de liquidez por la posibilidad de no poder readquirir el volumen pactado.

Este problema podía ser solucionado mediante la creación de un poder de compra por parte del Banco Central.

Además de los problemas mencionados, debemos reconocer la existencia de una competencia fuerte a través del mercado informal, que normalmente opera uno o dos puntos más arriba de lo que paga el Pagaré de Tesorería.

Referente al problema de los 4 días hábiles, no tiene gran importancia en términos de que haya gran demanda por parte de los inversionistas, pero tiene la ventaja que mencionaba Tomás Aguayo, en el sentido de permitir efectuar traspasos de recursos entre las instituciones financieras que están intermediando el Pagaré.

Otro punto que se mencionaba, y que es importante para permitir la creación de un mercado de crédito del dinero por menos de 30 días (a tasas de interés deseablemente menores que las de hoy), es la compraventa del Pagaré a plazo. Teniendo presente la rigidez del mercado actual que opera sólo entre 30 y 60 días, las empresas que requieren recursos por plazos de 4 ó 6 días, los tienen que conseguir en base a la tasa de 30 días.

Ahora bien, con la creación de una ventanilla del Banco Central para efectuar operaciones de mercado abierto, muchos de los problemas mencionados se resuelven, teniendo además, efectos cuantitativos en la cantidad de dinero y del crédito, como también efectos cualitativos en el sentido de influir sobre las tasas de interés en los momentos que se produzcan desequilibrios entre la demanda y oferta de este papel. El

énfasis que se les pueda dar a estas operaciones de mercado abierto dependerá del grado de desarrollo que tenga el mercado, y yo no creo que el mercado que tiene este papel sea un mercado que cumpla con esas condiciones, en el sentido de amplitud, ni tampoco de su profundidad y sensibilidad para poder definirlo como un mercado desarrollado. El énfasis que habría que imprimir a estas operaciones de mercado abierto, tendría que ser gradual en la medida que el mercado se vaya desarrollando. Esto significa ir realizando las operaciones gradualmente, para en una primera etapa no tener efectos cuantitativos, sino que lograr una estabilización del mercado del pagaré, por lo menos en términos de la tasa.

Debo mencionar también, que las modificaciones de encaje hechas a los bancos e instituciones financieras, en el sentido de eliminar el Pagaré de Tesorería como alternativa de Reserva Técnica, significa una ventaja para producir los cambios mencionados. Pero al mismo tiempo, debe tenerse presente que durante el mes de mayo va a existir una gran cantidad de papeles en el mercado provocando distorsiones en la tasa de interés. Yo esperarí que en mayo, las compras a Tesorería sean muy bajas, primero porque los bancos no necesitan el documento y segundo porque las financieras deberán reemplazar este papel por el Pagaré del Banco Central.

Un poder de compra por parte del Banco Central podría aminorar los efectos anunciados.

**Comentario:** Frank Veneroso (\*)

Quiero hacer una distinción entre el dinero y los Pagarés de Tesorería con el objeto de referirme a las operaciones de mercado abierto, particularmente bajo las condiciones prevalecientes en Chile.

Los actuales Pagarés de Tesorería tienen un vencimiento de 30 días y pueden colocarse hasta por plazos tan cortos como cuatro días. Es evidente entonces, que estos instrumentos tienen un alto grado de liquidez. Yendo un poco más lejos y pensando en una forma institucional que permita endosar estos pagarés de una persona a otra y así tender a un cortísimo período de vencimiento, podemos acercarnos al concepto de dinero.

La pregunta pertinente es entonces si un aumento en la cantidad de dinero realizado en esta forma será o no inflacionario. La respuesta es simple: el crecimiento de este dinero —que paga una tasa de interés igual a cero— es inflacionario porque la gente no desea mantener este

---

(\*) Asesor Programa Mercado de Capitales, OEA.

dinero extra en su cartera y en vez de ello, efectuará el ajuste adquiriendo más bienes en relación a la cantidad de dinero. Al hacerlo, los precios de estos bienes, y en definitiva el nivel de precios, aumentará. Vale decir, el aumento excesivo del dinero se traduce eventualmente en un incremento de los precios, con lo cual el poder de compra del dinero —o los saldos monetarios reales— sólo aumentan transitoriamente.

Sabemos que los saldos monetarios reales en Chile son extremadamente bajos y sabemos asimismo que si la tasa de interés pagada sobre el dinero no fuese tan baja como es en la actualidad, sino la correspondiente a un nivel de precios estable por ejemplo, el nivel de saldos monetarios reales sería varias veces superior al actual.

De esta manera, emitir Pagarés de Tesorería no importando cuán corto sea el plazo —no importando cuán líquidos estos sean— las personas tenderán a mantenerlos sin ajustar la relación dinero/bienes y, por lo tanto, sin que los precios de los bienes tiendan a subir por este motivo. Emitir pagarés en vez de dinero tiene un efecto neto deflacionario, puesto que de hecho se ha agregado un activo atractivo a la cartera de las personas que mantienen riqueza. Esta operación de mercado abierto es antinflacionaria en el mismo sentido que lo sería incrementar la tasa de interés promedio al dinero emitiendo dinero que pagase una alta tasa de interés. La tasa de interés promedio sobre el dinero aumenta aun si el pago de intereses se efectúa en forma marginal ya que se agrega un dinero que tiene una alta tasa de interés al stock de dinero original que tiene una tasa de interés cero. Y este efecto es definitivamente antinflacionario aun si los Pagarés de Tesorería son totalmente líquidos.

Vayamos ahora a analizar los instrumentos con un vencimiento más largo. En 1974 se emitió una cantidad bastante apreciable de instrumentos bajo condiciones tremendamente restrictivas en lo que se refiere a su colocación y distribución, y en un período relativamente corto de tiempo, pero con una tasa de interés muy superior a la del año anterior. Esto indica que quizás haya mayor capacidad de absorción de instrumentos de mayor plazo del gobierno que el que se piensa.

En términos prácticos quiero hacer la siguiente recomendación para maximizar la demanda de los instrumentos de mercado abierto.

Las operaciones de mercado abierto pueden realizarse a través de una canasta de instrumentos, Pagarés de Tesorería de una tasa normal de interés, instrumentos reajustables por el IPC, el éxito del CEPAC indica que también existen posibilidades amplias para los instrumentos atados al dólar. Instrumentos con una tasa flotante pueden ser también atractivos. Al mismo tiempo, me parece que puede utilizarse más ampliamente un sistema de distribución apropiado de tal manera que se eliminen aquellos impedimentos a las instituciones financieras para actuar como "brokers", para que coloquen indirectamente los pagarés y otros instrumentos del gobierno.

A su vez, la venta de pagarés del gobierno directamente al público proporcionará más liquidez a sus tenedores y puede ser más conveniente que colocar estos instrumentos a través de los departamentos de ahorro e inversión de los bancos comerciales.

## OPERACIONES DE COMERCIO EXTERIOR: LA FUNCION DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS.

**Relación: Andrés Concha (\*)**

En esta primera parte nos interesa comentar, brevemente, el nuevo ambiente que estamos viviendo en el comercio exterior en virtud de la apertura de la economía hacia el mundo externo que ha iniciado el Gobierno y las perspectivas que se proyectan para el sector financiero.

En los gobiernos pasados la economía chilena se vinculaba con el mundo externo principalmente mediante la importación de insumos para la industria, alimentos y bienes de capital, actividad que se caracterizaba por una baja competitividad de proveedores extranjeros toda vez que el importador nacional concentraba su esfuerzo más que nada en obtener acceso a la divisa que estaba generalmente subvaluada más que la búsqueda de un proveedor que le ofreciera el mejor producto en las mejores condiciones.

Por otra parte, han existido unos pocos que se proyectaron hacia el mundo externo vía exportaciones (me refiero a las exportaciones no-mineras, actualmente denominadas no-tradicionales, concepto que además excluye a la harina de pescado, celulosa, papel y cartón), pese a la ausencia de un esquema nacional y coherente de promoción de exportaciones.

El esquema de apertura al mundo externo demandará de la comunidad financiera mecanismos de financiamiento más sofisticados, mejor servicio y mayor flujo de información en materia de adecuados contactos en el exterior tanto para exportar como para importar en mejores condiciones.

Durante los últimos dos años hemos visto cómo la economía se ha estado ajustando en función de una estructura de precios interna realista

---

(\*) Director Económico de ProChile.

que contempla entre otros un nivel de precio para la divisa tal que permitirá reflejar en mejor forma las ventajas comparativas de la economía nacional.

En esta primera etapa, los importadores no han presionado al sistema bancario por crédito y servicios ya que al caer la demanda interna se redujo el volumen de importaciones. Sin embargo, la presión de los exportadores se ha incrementado notablemente.

Pese a que las exportaciones caen en una cifra cercana al 50% en 1975 con relación a 1974 producto de la caída en el precio del cobre, las exportaciones denominadas no-tradicionales aumentan desde US\$ 115 millones que alcanzaron en 1973 a US\$ 248 millones en 1974 y a US\$ 408 millones en 1975. Este incremento se ha traducido en un marcado interés del sistema financiero por desarrollar sus servicios de exportaciones, los que en el pasado nunca desempeñaron un rol de primera importancia.

Las causas de este incremento en las no-tradicionales se deben en primer lugar a las medidas de tipo económico adoptadas por la autoridad y en segundo lugar a la gran actividad desarrollada por el sector privado a fin de buscar mercados en el exterior. Veremos en seguida las principales medidas de tipo económico adoptadas y que han facilitado este notable incremento.

La primera medida es la fijación de un nivel de tipo de cambio que permite reflejar las ventajas comparativas que Chile tiene en una serie de actividades. Además permite a los exportadores recuperar en el precio el incremento que experimentan los costos debido a la inflación interna;

La segunda es un producto de una serie de decisiones destinadas a sanear la economía y que indirectamente han permitido incrementar la oferta exportable chilena. Me refiero a las medidas de restricción de gasto público, política de libertad de precios, eliminación de subsidios en la venta de servicios de utilidad pública, tasas de interés a nivel de mercado y otras. Todas estas medidas, además de la caída global en la demanda han obligado al consumidor a destinar un porcentaje mayor de su ingreso disponible a la alimentación, educación y servicios de utilidad pública dada la nueva estructura de precios que estos ajustes han provocado. Como consecuencia de todo esto ha habido sectores como el de la construcción, químicos, textiles, calzados, artículos del hogar, y otros que al no poder vender en el mercado interno han buscado en el mercado internacional la posibilidad de reorientar sus actividades presentes y futuras.

El tercer factor importante ha sido la exención de pago de IVA en las ventas al exterior. Esta medida ha significado colocar al exportador en igual condición competitiva que la competencia internacional que universalmente se acoge a esta franquicia reglamentada dentro del GATT.

El cuarto factor ha sido la política de crédito para la exportación, que si bien ha estado sometida a continuos cambios de reglamentaciones per-

mitió durante el año 1974 y parte de 1975 obtener créditos con tasa de interés real igual a 0, ya que se cargaba sólo la devaluación del peso. Esta política ha sido discriminatoria en favor del exportador a nivel nacional, pero no podemos decir lo mismo para el nivel internacional en donde los exportadores de todo el mundo cuentan con amplias líneas de crédito generalmente subsidiadas. Recientemente las medidas adoptadas por la autoridad han elevado el costo del crédito en términos tales que en promedio el exportador sólo puede obtener créditos a tasas superiores a las internacionales.

El quinto elemento ha sido la positiva actitud de los organismos públicos que han simplificado los trámites pese a las restricciones legales y psicológicas de raíces históricas muy profundas, muchas de las cuales aún persisten.

Finalmente, es necesario destacar que recientemente ha sido promulgado un nuevo régimen aduanero que permitirá a los exportadores internar sus insumos importados sin pago de la tarifa normal arancelaria. Es decir, los insumos de los exportadores están con arancel 0.

Decíamos que el desarrollo de las exportaciones se debía a dos razones principales. La primera, la acabamos de ver y corresponde a las medidas de carácter económico; y la segunda corresponde al gran empeño de algunos empresarios del sector privado que en muchos casos sin una organización especializada de respaldo, sin canales de información permanentes, sin mayores conocimientos de los estándares internacionales en materias secundarias, pero vitales, como el diseño y el embalaje, con sistemas de control de calidad imperfectos, con una tramitación desconcertante para obtener el transporte adecuado y lo que es más grave, con una demanda internacional disminuida, han sido capaces de abrir mercados en los lugares más distantes de la tierra.

No cabe duda que el nivel de preparación del empresario chileno no debe constituir un escollo a la implementación de la política de apertura al comercio exterior.

Nos queda por ver con más detalle el rol de las instituciones financieras frente a este sector de comercio exterior que ya se expande vigorosamente por el lado de las exportaciones y que próximamente lo hará vía importaciones.

Una economía que se expande lo hace en base a proyectos de inversión que demandan crecientes cantidades de capital. Para ello las instituciones financieras deben ser eficientes en la intermediación a fin de captar la cantidad de recursos necesarios para financiar todos aquellos proyectos con retorno igual o superior a la tasa de costo de capital.

Las medidas adoptadas por el Gobierno a fin de liberar de restricciones al mercado de capitales, junto con la autorización para operar a los bancos extranjeros, está permitiendo un rápido desarrollo del sector

y una creciente sofisticación de los instrumentos destinados a captar ahorros de la comunidad. Falta aún avanzar en la liberación de restricciones de tal manera que exista un flujo normal de ahorros externos destinados a financiar proyectos del sector privado. Subsisten severas restricciones en cuanto a los márgenes de colocación, endeudamiento y avales en moneda extranjera para los bancos comerciales. Estas restricciones impiden una nivelación de tasas de interés entre créditos en moneda nacional y en moneda extranjera que por momentos ha superado al 4% mensual.

Con relación a la colocación de líneas de crédito para operaciones de comercio exterior ellas van destinadas a usos por todos conocidos: financiamiento para compra de activos fijos, para compra de insumos, para incrementar stocks por motivos estacionales o mantenerlos durante períodos con expectativas de alzas de precios; para otorgar créditos comerciales, etc. En el caso específico de las exportaciones surgen además una serie de operaciones especializadas que demandan cantidades relativamente menores a las anteriores como por ejemplo: investigaciones de mercado; participación en ferias; misiones comerciales hacia el exterior o de compradores desde el exterior, etc.

En un mercado financiero abierto y altamente competitivo los importadores y exportadores demandarán del sector financiero crédito barato (la tasa de interés fija generalmente el mercado, pero los cobros adicionales como son, comisiones, suelen fluctuar bastante de banco en banco), garantías mínimas, servicio rápido y seguro. La carta de crédito que es el instrumento más desarrollado por la Banca Comercial para reducir los riesgos implícitos, suele no ser del agrado de importadores y exportadores tradicionales ya que el costo es mayor, limita los márgenes de endeudamiento de los importadores y resta competitividad a los exportadores.

De todas formas los créditos que se otorguen a importadores y exportadores dependen del análisis de los mismos factores que deben considerarse ante una solicitud por créditos de una operación de mercado interno: características de la operación; análisis de la empresa; de sus ejecutivos; competitividad; plazos, etc.

Sin embargo, la evaluación del riesgo en una operación de comercio exterior obliga a tener un conocimiento sobre las condiciones del mercado externo, compradores o vendedores, características de la competencia, restricciones arancelarias y para-arancelarias, etc., que obliga al departamento de créditos respectivo a especializarse en el Análisis de las variables que inciden en una operación de comercio exterior no sólo para evaluar una operación determinada sino también para evaluar la situación global de un cliente habitual con carteras de operación importantes en comercio exterior.

El análisis tiende a simplificarse en la medida que los clientes sean tradicionales y solventes en donde el riesgo es menor. Sin embargo, la



situación actual se caracteriza por ser un período de penetración de mercados, de búsqueda de nuevos proveedores, de ajuste de las condiciones de tecnología, calidad, diseño, embalaje, montaje de sistemas de información, etc., todo lo cual hace más riesgosas las operaciones de comercio exterior. En la medida que la capacidad de análisis del sector financiero sea reducida, este riesgo parecerá ser aún mayor.

Quedan aún por mencionar acciones específicas de servicios que es interesante que desarrolle el sector financiero.

Tradicionalmente las únicas empresas autorizadas para operar en Comercio Exterior han sido los bancos comerciales. Recientemente se ha facultado a los Bancos de Fomento para iniciarse en este tipo de actividades.

Hasta la fecha las limitaciones existentes para operar en operaciones de comercio exterior ha impedido una real competencia de servicios.

Solamente existen funcionarios especializados en el manejo de la gran cantidad de papeles necesarios para realizar una importación y/o una exportación.

Sin embargo, creemos que un Departamento de Comercio Exterior debe ir más allá del solo procesamiento eficiente de los papeles y asesorar a los clientes en negociaciones comerciales, determinación de precios, análisis de costos de importación y exportación, contratación de fletes terrestres, contratación de seguros, visaciones consulares, tramitación en general, etc. Además, una entidad que opere en Comercio Exterior deberá mantener informado a su cliente aprovechando para ello a sus corresponsales y agencias, sobre diversos aspectos importantes del mercado internacional como ser: situación de Balanza de Pagos de países externos, reglamentaciones de importación, requisitos de control sanitario y de calidad, contactos, competencia, estadísticas, tendencias de precios, etc.

Los contactos que un banco mantiene con el exterior le permiten llegar a obtener un conocimiento más exacto de posibles compradores o vendedores en el exterior, los cuales pueden ser visitados personalmente por personal especializado en la función de marketing, de manera tal que el cliente reciba del banco un verdadero apoyo en materia de información comercial.

Las funciones de apoyo al importador o exportador pueden ser realizadas directamente desde el banco, o bien, a través de una oficina especializada de Promoción de Exportaciones, lo cual facilitaría la agilidad en la gestión de promoción.

Esta podría, además, contribuir a reducir costos de los interesados en transporte mediante el acopio de carga y facilitar la venta o la compra en el exterior mediante el uso de agentes especializados radicados en los mercados externos, o bien, que estén viajando constantemente a ellos.

En resumen, estamos ciertos que existen amplias posibilidades de desarrollo en materias de servicios de comercio exterior de modo tal que el proceso de importar o exportar pueda ser sintetizado mediante la acción integradora de un Agente Financiero que no sólo capta recursos y los presta evaluando los riesgos de la operación, sino que también motiva, capacita y apoya al interesado en las numerosas etapas de esta compleja actividad denominada Comercio Exterior.

### **Comentario:** Jorge Armanet (\*)

Me referiré a un tema muy específico relacionado con la evaluación del riesgo de crédito en las exportaciones no tradicionales. Para los efectos de este breve análisis consideraremos al exportador no tradicional en su sentido más amplio, es decir, no tradicional en el producto que exporta como no tradicional en sus relaciones comerciales históricas. Quiero hablar sobre esto, con el objeto de discutir la inquietud que existe en el sentido de pensar, si el crecimiento que se ha originado en el sector exportador no tradicional, podría mejorarse con una más adecuada política de crédito a ser seguida por las instituciones financieras que hoy operan en el mercado de capitales chileno. Teorizando sobre el tema, cabe pensar que estos exportadores no deberían tener problemas diferentes en la obtención de crédito a los que enfrentan hoy día productores que también recién se inician en sus relaciones comerciales produciendo un servicio o bien a ser vendido en el mercado interno. Si algo hay de esto hoy día, creo se debe a problemas transitorios, que brevemente debieran desaparecer en la medida que las instituciones financieras estén en condiciones de evaluar en forma correcta, variables tales como:

- a) Conocimiento del negocio propiamente tal;
- b) Capacidad gerencial para llevar el negocio en forma exitosa, dentro de un determinado contexto de política económica;
- c) Integridad y reputación gerencial;
- d) Conocimiento de la situación financiera, clave para determinar el propósito, la magnitud del crédito, el momento a ser otorgado y el plazo;
- e) Rentabilidad de la operación para la Institución Financiera.

Las variables mencionadas, son válidas en cualquier problema de crédito que se presente. Obviamente, el análisis de ellas se dificulta cuando estamos frente al caso de un exportador no tradicional tal como lo definimos anteriormente.

---

(\*) Gerente de Créditos, Colocadora Nacional de Valores S. A. Financiera.

## El rol de la tasa de interés

Una de las variables que se mencionó, es la rentabilidad de la operación para quien otorga el crédito. Vía la tasa de interés y conocidas en mayor o menor grado las otras variables, la institución financiera fija las prioridades en la canalización de sus recursos con el objeto básico de maximizar la relación riesgo retorno. En un primer momento, los negocios nuevos y/o los empresarios nuevos, presentan mayores dificultades de evaluación, y esto se traduce en una mayor tasa de interés a ser pagada por el usuario del crédito; tasa la cual puede ser considerada como parte de la inversión inicial, tanto como la compra de un bien físico, patente, etc.; es parte del precio de ser nuevo en el negocio. Esa mayor tasa debiera bajar rápidamente una vez que el empresario demuestra con hechos concretos que sus proyecciones en alguna medida se han cumplido. El mundo comercial es social y económicamente bastante interdependiente siendo los éxitos y fracasos conocidos con prontitud. La relativamente alta tasa de interés que en un primer momento parecía ser un obstáculo, al final se convierte en el mejor aliado de aquellos empresarios que sólo tienen como carta de presentación, su negocio propiamente tal, su capacidad gerencial, etc.

Es evidente que el otorgamiento de crédito a negocios establecidos, a empresas multinacionales, a empresas con alta protección de sus productos, etc., es más fácil que el otorgamiento de crédito a sectores no tan obvios crediticiamente; pero también es cierto que la rentabilidad de esos negocios es relativamente pequeña. Por otro lado, el resto de los sectores no tan obvios, son atendidos por prestamistas operando a altas tasas de interés dejando las instituciones financieras y quienes en ellas invierten sus recursos de obtener mejores retornos. Esto último, es importante dado que un aumento en la eficiencia de las instituciones financieras en el otorgamiento de crédito, es una condición necesaria, no sólo para el buen éxito de su negocio, sino que también, para aumentar el tamaño real del sistema financiero formal. Por esto creo que quienes debieran estar más preocupados con el auge de las exportaciones no tradicionales y de los futuros negocios internos que surgirán con la reactivación de la economía son las mismas instituciones financieras, las cuales si no se mueven ágilmente y con un alto grado de profesionalismo serán desplazadas por aquellas que así lo hagan.

**Comentario:** Frederick E. Berger (\*)

El papel fundamental del sistema bancario y financiero en el nuevo ambiente de apertura de la economía chilena, ha sido destacado por An-

---

(\*) Asesor del Banco Central de Chile.

drés Concha. Yo quisiera enfocar este mismo problema desde el punto de vista de la compatibilización de las políticas del sector externo por un lado y las políticas monetaria y financiera por el otro. Concretamente, quiero analizar una cierta preocupación que existe en el sentido que la reciente evolución del sector externo complique cada vez más el control monetario y la reforma financiera y, que por ese motivo, surjan presiones que atenten contra la coherencia y la estabilidad de las políticas del sector externo.

La existencia de conflictos entre los objetivos internos y externos parece haber sido un problema persistente en la historia económica de Chile. Incluso durante el período 1974-75, por ejemplo, es notorio el impacto negativo que tuvo el sector externo en el control monetario. Basta con mencionar que la caída en el precio del cobre aumentó fuertemente el déficit público y la compra de divisas para financiar el déficit público y la compra de divisas para financiar el déficit en moneda extranjera fue una importante fuente de emisión. Sin embargo, la gravedad de la crisis de balanza de pago fue de tal magnitud, que las autoridades económicas y, en general, la opinión pública, asignaron una primera prioridad a las políticas del sector externo y no se permitió que el problema de control monetario desvirtuara el manejo de dichas políticas.

Así, durante el bienio pasado se logró una corrección sustancial en el tipo de cambio real y una amplia concientización de la importancia de la diversificación y dinamización de las exportaciones chilenas. Entre junio de 1974 y julio de 1975, mientras se mantuvo deprimido el precio del cobre, Chile sufrió una pérdida continua de reservas internacionales y estos dos factores sin duda contribuyeron a que las autoridades económicas persistieran en la corrección cambiaria y el apoyo a las exportaciones no tradicionales.

Entre agosto y diciembre del 75, se estabilizan las reservas internacionales y comienzan a surgir algunos conflictos entre las políticas internas y externas. Por ejemplo, las compras a futuro de divisas, como apoyo crediticio oficial a los exportadores ante el alto costo del crédito privado interno, se fueron limitando y por último se eliminaron porque siendo un crédito público subsidiado, se constituyeron rápidamente en una nueva fuente de emisión, cuando a partir de abril de 1975 se discontinuó el proceso de devaluación del tipo de cambio real. Este comenzó a fluctuar a partir de entonces, en torno a un nivel relativamente estable que representa una devaluación real de aproximadamente un 10 por ciento, en relación al tipo de cambio real vigente en el período 1968-69. A raíz de esta evolución del tipo de cambio real, se reduce la rentabilidad real de los CEPAC que no pagan interés, por lo cual el Banco Central no pudo detener la desacumulación de los mismos, que a su vez creó nuevos problemas de emisión.

En el último trimestre de 1975 comienza un nuevo fenómeno de gran importancia, tanto para las políticas internas como externas. Cuando el

costo del crédito interno sube vertiginosamente, después de la reforma financiera de abril de 1975, se da un cambio radical en el costo relativo del crédito interno versus el externo y, a partir de octubre, comienza el proceso de endeudamiento externo a un ritmo mensual de aproximadamente quince millones de dólares, con tendencia hacia arriba. Las operaciones de cambio adquieren una dominancia cada vez mayor en el total de la emisión y los ingresos de los mencionados créditos externos representan de por sí una emisión del orden del 7% mensual, partiendo de la base de un M-1 de unos \$ 250 millones.

El primer trimestre de 1976 presenta una aceleración de las tendencias observadas hacia fines del año anterior. El precio del cobre, como es muy sabido, comienza un alza fuerte e inesperada. Durante el primer trimestre de este año, por primera vez en 18 meses, comienza una acumulación de reservas que suma un total de 150 millones de dólares. Las exportaciones no tradicionales, como consecuencia de dos años de insistencia oficial en la dinamización de las mismas, destacan un importante crecimiento. A esto se agrega la continuación y aparente aceleración del endeudamiento externo, sobre todo del sector privado. En las condiciones emergentes, del comienzo de este año, existirá una necesidad cada vez más importante de controlar el impacto monetario de esta nueva evolución del sector externo. Esto podría traer dos consecuencias: 1) en el sentido de reducir la primera prioridad anterior respecto del manejo del sector externo, y 2) una mayor propensión a reorientar las políticas del sector externo con fines de utilizar este sector como instrumento para absorber liquidez, posiblemente subordinándose a ese objetivo la estrategia de largo plazo de una fundamental re-estructuración y apertura de la economía.

En resumen, la actual evolución del sector externo se podría caracterizar como un fenómeno de una aguda escasez social de divisas que se transforma a raíz de algunas distorsiones de precios relativos financieros, en un aparente exceso de oferta, complicando por un lado el control monetario y transmitiendo señales incorrectas respecto de la escasez real de divisas que pueden inducir a errores o inestabilidad en las políticas cambiaria, arancelaria, de exportaciones y financiera externa.

El tipo de cambio real durante el primer trimestre de 1976 ha sufrido una sustancial revaluación, en condiciones que fundamentalmente parecerían implicar un desequilibrio financiero externo importante.

Es muy difícil evaluar el grado preciso del desequilibrio, porque su definición depende por último de la evaluación social del consumo presente versus futuro y debiera también reflejar la actitud social hacia el riesgo de futura inestabilidad en los ingresos externos. Me refiero en esto no ya a un equilibrio en el sentido del flujo de fondos año a año, como aparecen en la balanza de pagos, sino más bien en el sentido de la solvencia y liquidez externa de la economía para poder hacer frente a las grandes fluctuaciones tradicionales del comercio y financiamiento

externo del país. Estos son problemas de difícil medición y aún más difícil evaluación, pero obviamente tienen una enorme importancia para Chile y de una forma u otra han influido profundamente en la definición de la política económica del actual Gobierno.

De acuerdo a los tradicionales cálculos técnicos en esta materia, Chile debería reducir su pasivo externo neto de unos \$ 6.000 millones, incluyendo reservas netas, a un monto bastante inferior y esto particularmente mediante la acumulación de reservas netas positivas, justamente para tener la capacidad de financiar las fluctuaciones de la balanza de pagos sin recurrir a la masiva contracción de la actividad económica interna del país, cada vez que ocurre una caída en el precio del cobre o cualquier otra perturbación en los flujos comerciales y financieros normales del país. Sin embargo, y no obstante la extraordinaria descapitalización externa e interna que ha sufrido Chile durante esta década, existiría una sensación, al menos pública, de holgura de divisas, parcialmente como consecuencia de los créditos externos que han ingresado en los últimos meses.

La esencia del problema que todo esto plantea, a mi juicio, radica en la noción del costo social de la divisa a futuro. En las circunstancias actuales de Chile, no existe formalmente un mecanismo capaz de transmitir al sector privado y a las empresas estatales descentralizadas, el precio sombra de la divisa a futuro. Esto significa que los eventuales prestatarios chilenos en el exterior utilizan su precio **esperado** de la divisa para calcular el costo efectivo de los créditos externos, y ese precio esperado es altamente sensible a la evolución reciente del tipo de cambio real. A medida que la revaluación real del primer trimestre de 1976 ejerce una influencia depresiva sobre las expectativas privadas respecto del precio real de la divisa en el futuro, obviamente se hace más rentable, en términos privados, endeudarse afuera.

La acumulación de reservas que ha ocurrido en los primeros meses de 1976 obedece en parte al ingreso de créditos externos, que a su vez estaría determinado por un costo privado diferente al costo social. La evaluación social de la divisa a futuro indica que para lograr un nivel de solvencia y liquidez externa suficiente para poder hacer frente a la variabilidad del sector externo, Chile debería generar un ahorro en divisas que durante el período arbitrario de referencia del quinquenio 1976-80, representaría algo del orden del 25 por ciento del incremento total acumulado de su producto nacional bruto. Cabe destacar naturalmente que el ritmo de esa acumulación, así como las mismas metas finales, dependen de la preferencia social por el consumo presente versus futuro, pero las cifras indicadas permiten una visión muy aproximada del grado de escasez social de divisas a futuro.

Pero todos los cálculos del precio de escasez de la divisa a futuro suponen de algún modo, igualdad de condiciones en los mercados financieros internos. Pero el costo privado del crédito interno actualmente

pareciera estar bastante por encima de su costo social y esa diferencia ejerce a su vez, una presión adicional sobre la demanda por crédito externo. Incluso, este segundo factor en la explicación del endeudamiento externo parecería ser más importante que la distorsión de los precios a futuro.

Si fuera correcto este diagnóstico, ¿cuáles serían algunas medidas posibles para controlar el ingreso de los créditos externos? En primer lugar, avanzamos la hipótesis que la fundamental distorsión del mercado financiero consiste en que la liberalización financiera se ha concentrado en los sectores extrabancarios, mientras que se persigue una absoluta represión del sector bancario mediante el encaje de 100% sobre cuentas corrientes.

En una economía relativamente poco sofisticada en materia financiera, una estrategia enfocada en promover los intermediarios e instrumentos sofisticados extrabancarios, podría ser relativamente ineficiente en un mediano plazo, por cuanto esos mercados son poco profundos, ineficientes en una industria de intermediación que en todos los países del mundo se caracteriza por sustanciales economías de escala.

Parecería que la liberalización extrabancaria ha tenido un resultado decepcionante cuando se considera que a fines de 1975, el **total** de activos financieros y monetarios estaban a un nivel de 24% por debajo del nivel real en diciembre de 1974, en comparación a una caída del ingreso de un 15 por ciento. En consecuencia, la masa monetaria real, actualmente de 2,9% del producto nacional bruto, seguiría siendo el principal factor de depresión del ahorro monetario y financiero. Pareciera que el grueso del público chileno tiene una preferencia tan marcada por la liquidez máxima obtenible, que responden en promedio con poca elasticidad de sustitución entre activos líquidos bancarios y cuasi-líquidos sofisticados y que la masa de ahorrantes medianos y pequeños no tienen confianza ni experiencia con los instrumentos sofisticados que han surgido en Chile.

Lo que esto implicaría es que cualquier intento de esterilización de los ingresos en divisas será relativamente ineficiente a medida que los instrumentos de mercado abierto sean accesibles a un limitado mercado. Si la demanda por los instrumentos sofisticados de las operaciones de mercado abierto se limita al sector sofisticado, si así se puede caracterizar al sector, en especial al sector empresas; la política de esterilización, en consecuencia, tendrá un costo marginal rápidamente creciente. En otras palabras, nuestra hipótesis implica bastante escepticismo respecto de la efectividad de instrumentos sofisticados de las operaciones de mercado abierto. Como corolario de lo anterior, habría un instrumento de esterilización menos costoso y con la posibilidad de absorber liquidez en montos mucho mayores, que sería la "emisión" de activos líquidos bancarios, con una tasa de interés nominal suficiente para reducir el costo de mantener activos M-2 a niveles en torno a 0% anual real. Al aumen-

tar de esta manera la demanda por dinero real, aumentaría al mismo tiempo el crédito bancario real, tendiendo a reducir el costo promedio del crédito interno y así el incentivo al endeudamiento externo.

Cabe señalar también un segundo aspecto. A medida que la esterilización de fondos que ingresan al país se hace mediante la emisión de instrumentos sofisticados con alta rentabilidad nominal, se están creando activos de liquidez y ahorro que son accesibles básicamente a un mercado limitado que probablemente es un sector que cae dentro de la parte superior de la distribución del ingreso. Mientras que simultáneamente uno de los principales motivos por los cuales se hace necesario una operación tan grande de esterilización, es la represión, como hemos argumentado, de M1 y M2. Dada la estructura financiera y la distribución de tenedores de activos financieros en Chile, los tenedores de saldos bancarios son básicamente de una parte más baja de la distribución del ingreso. Entonces, en cierto modo surge un problema que no hemos planteado en la teoría de esterilización, que es el impacto redistributivo de formas alternativas de esterilización.

Pareciera entonces que habría un instrumento de esterilización no solamente menos costoso y con la posibilidad de absorber liquidez en montos mayores, que sería la "emisión" de activos de encaje, con una tasa de interés nominal suficiente para reducir el costo de mantener activos bancarios a niveles en torno de 0% real.

Recuérdese en este contexto que en Chile, antes de 1970, con una inflación de 30%, M1 fluctuaba en torno a 10%; Taiwan y Corea son países que han hecho reformas financieras semejantes a las que estamos discutiendo para Chile, con efectos muy notables en materia de inducir e incentivar una acumulación muy fuerte de M1. M1, por ejemplo, ha llegado en esos países a cifras por encima de los 20% y M2, al liberalizarse si se quiere el costo de tener M1, ha crecido entonces fuertemente. En Taiwan, después de las reformas financieras persistentes que hicieron ellos, M2 llegó finalmente, de acuerdo a las últimas cifras disponibles, a un orden de magnitud de 60% del producto interno bruto. Es decir, por el lado de la liberalización bancaria pareciera que habría una capacidad muy importante de esterilización o de captación de ahorros visto de este otro punto de vista. Este antecedente no es suficiente para tener una seguridad absoluta respecto de la efectividad de una liberalización bancaria en Chile, pero cuando se observan además los niveles de M1 y M2 en Chile antes de 1970, no pareciera tampoco justificable un pesimismo respecto de la elasticidad de demanda por activos bancarios en el rango de los 3% del ingreso que actualmente representan.

En resumen, una capacidad de manejar el control monetario en forma efectiva y estable ante las fluctuaciones normales e imprevistas de la balanza de pagos, podría requerir como medida fundamental aumentar los saldos monetarios reales a niveles mucho mayores para que así



las normales perturbaciones del sector externo tengan un efecto menos desestabilizante y sea posible una mayor independencia entre la política monetaria y la del sector externo.

De todas maneras, faltaría un segundo instrumento sin el cual se hace difícil lograr esa independencia en una economía abierta con un tipo de cambio real fijo y una paulatina liberalización de los mercados cambiarios. Es un teorema conocido en la teoría de balanza de pagos que en ese tipo de economía, las autoridades pierden por último, autonomía en su control monetario, a medida que dicho control requiera un diferencial entre las tasas de interés vigentes en el mercado interno y la tasa de interés vigente en el exterior. Un análisis más exhaustivo de este problema indicaría que sería útil la creación en Chile de **un mercado de divisas a futuro** que pueda ser manejado como instrumento de política complementaria a la política monetaria, para igualar o influir en el costo relativo del crédito interno o externo, para de esa manera, restablecer la autonomía de la política monetaria sin desvirtuar la estructura de las políticas del sector externo. El uso del precio de la divisa a futuro como instrumento de control monetario tiene una larga trayectoria, que incluso data desde una propuesta al respecto hecha por Keynes en 1923.

### **Discusión:**

Pregunta.— Ud. dice que Chile tiene una relación deuda-producto muy alta, ¿cuál cree usted que es una relación deuda-producto razonable para el país?; y, además, ¿hay algún problema de concentración de la deuda? Lo otro que no entendí muy claramente, es que el costo social del crédito externo es muy diferente al del costo privado.

Respuesta.— Bueno, creo que es muy difícil especificar un coeficiente único óptimo entre el total de la deuda y el producto, pero entre todos los coeficientes que uno pueda analizar en esto —y hay que analizarlos todos para tener una visión global— éste es uno que me parece bastante importante, sobre todo cuando uno observa que la estructura de esa deuda es muy mala, es decir, tiene un perfil de vencimiento muy desfavorable. Se me ocurre que el coeficiente deuda-producto que tiene Chile podría ser factible si tuviera un perfil realmente muy alargado, donde los vencimientos en cada año representarían el tradicional 15 ó 20% de las exportaciones, pero en este momento como ustedes saben, representa alrededor del 45% de las exportaciones, de manera que es un pago realmente fuerte.

P.— Es más o menos un problema de estructura de la deuda, más que de el nivel de la deuda.

R.— Ciertamente, en realidad yo quisiera aclarar que un análisis cabal de cuál es la deuda óptima de un país, depende de la actitud del país hacia el riesgo o “vulnerabilidad” externos y hay que tomar en cuenta una

cantidad de coeficientes y éste es uno que diríamos tal vez como que resume un poco, de una orden de magnitud de donde estamos. Ahora, el segundo punto en cuanto a qué significa el riesgo para Chile de esta deuda, yo creo que el argumento se reduce a que si Chile está sobreendeudado, disminuye su solvencia; a medida que disminuye su solvencia, obviamente se disminuye su capacidad de financiar cualquier situación en su balanza de pagos y creo que el caso de Chile en 1974-75, es una de las experiencias más impactantes de la historia moderna del costo social que implica ese riesgo de estar sobreendeudado. ¿Qué pasó en 1974-1975? Cayó el precio del cobre, Chile no tenía ni solvencia ni liquidez para hacer frente a esta caída y la única forma que tuvo de ajustarse a ese precio era una masiva contracción de la actividad económica interna, como ha dicho el Ministro Cauas. Entonces, en términos muy intuitivos, diría que el costo social de este riesgo de estar sobreendeudado sería medible, cuantificable en relación al costo que significa tener que hacer una gran contracción económica para ajustarse a una variación de la balanza de pagos.

### III. PROBLEMAS Y ALTERNATIVAS DE LA CORRECCION MONETARIA Y LAS TASAS FLOTANTES.

**Relación: Roberto Guerrero (\*)**

Recuerdo muy bien cuando hace aproximadamente dos años se celebró en Santiago un Seminario sobre el Mercado de Capitales, y entre los diversos temas que allí se analizaron, tuvieron una enorme importancia las consideraciones que se formularon a la legislación sobre crédito de dinero y tasas de interés.

En esa oportunidad se planteó en forma explícita la conveniencia de introducir reformas sustanciales a nuestra legislación, con el objeto de permitir en forma clara la reajustabilidad de las obligaciones. Estas ideas se tradujeron en el D.L. 455, de mayo de 1974, que innovando y revirtiendo la tesis nominalista de nuestro Código Civil, incorporó el concepto valorista respecto de las obligaciones de dinero y consecuentemente consagró la posibilidad de la reajustabilidad de las mismas, con algunas variantes que son de ustedes conocidas. En efecto, este D.L. 455 sólo permitió la reajustabilidad de las obligaciones de plazo superior a un año, si bien es cierto que para los efectos de carácter tributario y demás efectos legales consideró interés a lo que nosotros denominamos el interés real, esto es, la cantidad de dinero que exceda del valor del capital mirado en moneda del mismo poder adquisitivo.

Recordados estos antecedentes y centrados en el tema que nos preocupa en esta oportunidad, vale la pena precisar que en nuestro concepto la corrección monetaria es un procedimiento que tiene por objeto ajustar el valor de los bienes u obligaciones expresados en dinero, al valor real de los mismos cuando ha transcurrido un determinado período de tiempo.

En el campo financiero, podríamos decir que la corrección monetaria consiste en ajustar el valor monetario, de manera de mantener és-

---

(\*) Fiscal del Banco Central de Chile.

te próximo a su valor real, o más bien equivalente a su valor real. Corresponde entonces la corrección monetaria a lo que comúnmente se denomina las cláusulas de reajustabilidad o cláusulas de mantenimiento de valor de las obligaciones.

De más está decir, que la razón de ser de su establecimiento y aplicación reside, por una parte, en la falta de estabilidad monetaria y por la otra, en la dificultad de poder prever el ritmo de la inflación. En estos términos, siempre se ha pensado que lo óptimo es extender la corrección monetaria a todos los activos reales y financieros y a los flujos correspondientes, de manera de realizar la cobertura más amplia de este tipo de operaciones, extendiéndolas tanto al sector financiero en operaciones activas o pasivas, al sector tributario, al sector externo en lo que se refiere a la política cambiaria, así como al sector de ingresos laborales, renta, cánones, tarifas, seguros, seguridad social, etc.

Como también lo señalamos, centrados ya en el problema de carácter financiero, y abocados a nuestra legislación, ella en la actualidad ha permitido establecer o convenir la reajustabilidad de las obligaciones tan sólo para aquellas de plazo superior a un año.

La explicación para haber incorporado una disposición de esta especie y no permitir que la reajustabilidad se implantara a plazos menores, reside en que sería más fácil prever o anticipar la inflación en períodos de plazo corto, así como por otro lado se crearían problemas de control monetario derivados de la sustitución del dinero por otros activos financieros.

También se señala como dificultad, la circunstancia que en operaciones comerciales podría ser engorroso y poco operativo tener cláusulas de reajustabilidad para períodos muy breves.

No obstante lo anterior, y considerando en parte válidas tales apreciaciones, la realidad se ha hecho más fuerte en el caso chileno, por lo que creemos imperativo modificar en parte esta legislación, de manera de permitir que se convenga la reajustabilidad en obligaciones de plazos superiores a 90 días.

Para formular esta proposición, tenemos en cuenta básicamente los siguientes elementos: en primer lugar, el constatar que en la práctica se ha hecho casi imposible convenir operaciones de corto plazo, superiores a 90 días e inferiores a un año, atendido precisamente en que por una parte es imposible legalmente pactar la reajustabilidad, y por la otra, que es muy difícil prever dentro de una tasa de interés nominal convenida la variable de la expectativa inflacionaria para el período respectivo.

En efecto, estamos conscientes, o creemos al menos, de que la tasa de interés nominal se determina básicamente por la relación oferta y demanda de dinero y considerando además la expectativa inflacionaria del período respectivo; si esta última se hace incalculable, dificulta en

grado extremo la operatoria financiera en períodos, que si bien son de corto plazo en el mercado comercial tradicional, no lo son tanto en nuestro sistema chileno, y me refiero específicamente, como ya lo anticipaba, a aquellas operaciones de plazo superior a 90 días e inferior a un año.

En segundo término, desde un punto de vista comercial, si se establecen mecanismos claros para determinar la reajustabilidad, no parece tampoco crear problemas demasiado grandes el que en operaciones superiores a 90 días se pueda ella convenir.

Otro aspecto que vale la pena considerar y destacar dentro de nuestro sistema de corrección monetaria, es la forma cómo el decreto ley 455 ha previsto para establecer la reajustabilidad. Como Uds. también saben, según el artículo 4º de dicho decreto ley, para determinar el valor del capital originalmente adeudado en moneda del mismo valor adquisitivo, debe reajustarse la suma numérica originalmente adeudada en la variación experimentada por el índice de precios al consumidor en el período que medie entre el mes que antecede al mes anterior a aquél en que se entregó el dinero al deudor y el mes que antecede al mes anterior a aquél en que se pagó efectivamente.

Esta disposición tiene varios inconvenientes de carácter práctico que pueden señalarse:

Uno es el desfase que se produce en el cálculo de la reajustabilidad, desfase que comprende dos meses completos para comenzar a calcular.

Asimismo, en este sistema de cálculo hay un desfase, como ya decía, de dos meses desde que se entrega el dinero y desfase posterior de un mes, de modo que aplicada estrictamente la disposición legal puede tomar un período mayor del que efectivamente duró la operación.

Por otro lado, no se prevé la forma de distinguir entre aquellas operaciones que comprenden períodos completos de mes, de aquellas que sólo abarcan fracciones de un mes, abarcando en la reajustabilidad a unos y otros.

Este procedimiento crea, obviamente, graves distorsiones financieras y tributarias, más aún en un período de reducción del proceso inflacionario que estimamos que es necesario corregir.

Lo óptimo por cierto es que aceptada la reajustabilidad de las obligaciones, ésta se aplique por el período efectivo de duración de la operación, y a eso se está tendiendo con algunos estudios efectuados por el Banco Central.

En esta materia, creemos que lo más razonable es, partiendo del concepto de hacer el ajuste por el período de duración efectiva de la operación, considerar la variación efectiva del Índice de Precios al Consumidor a partir de la fecha en que se entrega el dinero y hasta el último índice conocido.

En esta parte, cuando el dinero se entrega ni el primero ni el último día de un mes, sino en una fecha intermedia, habría que llevar el capital original a moneda del último día del respectivo mes mediante la aplicación de la parte proporcional de la variación del Índice en dicho período, y luego aplicar la reajustabilidad hasta el último Índice conocido.

En cuanto al período de exceso del plazo que va más allá del término del mes correspondiente al último Índice conocido, lo que se propone es que el capital no se reajuste, pero que la suma formada por el capital reajustado de acuerdo a dicho Índice más los intereses devengados, gane proporcionalmente una tasa de interés para operaciones a 30 días, por los días comprendidos en el exceso aunque pasen de 30.

Para estos efectos, se prevé justamente incorporar un nuevo concepto de interés que sería el interés para operaciones a 30 días, el cual, a falta de estipulación de las partes, sería el que corresponda a la tasa normal durante la última semana del mes respectivo para depósitos a 30 días plazo, el cual sería dado a conocer por el Banco Central de Chile mediante publicación en el Diario Oficial el 1er. día hábil de cada mes.

Con lo anterior, creemos que pueden salvarse los inconvenientes que hasta la fecha se han presentado para realizar operaciones financieras a períodos superiores a 90 días e inferiores a 1 año, desde el momento en que se autoriza la reajustabilidad de estas operaciones, y simultáneamente se fija un sistema de cálculo de dicha reajustabilidad que corrige los defectos anteriores, en cuanto al desfase y a la consideración de las fracciones del mes.

Por cierto, éstos no son los únicos problemas que puede haber ocasionado la aplicación de la corrección monetaria en el campo de las operaciones financieras, aun cuando estimamos que son los más relevantes y por lo mismo hacemos hincapié en ellos para analizar sus proyecciones y las eventuales posibilidades de modificación.

En este sentido, creemos que el establecimiento de la corrección monetaria constituye, sin duda, un instrumento importante en la política de estabilización, ya que ayuda a lograr una política monetaria más autónoma, permite un reconocimiento más claro y consciente por parte de la comunidad del gravamen inflacionario, reduce los riesgos de operación del Sector Privado, reduce la velocidad de circulación de los activos financieros incentivando las operaciones a más largo plazo, y permite incrementar los niveles de ahorro e inversión, evitando al mismo tiempo los incentivos para que este ahorro se constituya en bienes reales.

Ahora pasaré a referirme al tema de las Tasas Flotantes.

El desarrollo del sistema de las tasas de interés flotantes conocidas también como tasas de interés flexible o ajustables está íntimamente vinculado al sistema del euro-dólar.

Como es sabido por ustedes, un euro-dólar es una obligación en depósito denominada en dólares, que mantiene un banco ubicado fuera de los EE. UU.

En otras palabras, es un depósito efectuado en dólares norteamericanos en un banco que no se encuentre en los EE. UU., depósito que dicho banco se obliga a pagar en la moneda referida.

Ahora bien, con los recursos provenientes de los euro-dólares, se ha hecho frecuente el otorgamiento de los denominados "Roll over credits", esto es, créditos rotatorios de mediano plazo, a las cuales van ligadas las tasas flotantes de interés.

¿Qué es, entonces, la tasa flotante de interés? Es una tasa de interés que se ajusta periódicamente, en los términos convenidos entre acreedor y deudor, mientras subsiste el plazo original del crédito.

Como les decía, este sistema ha tenido su origen en los créditos rotatorios de mediano plazo otorgados en euro-dólares, los cuales se conceden a plazos que fluctúan entre los 3 y 7 años, en los que se conviene que los intereses se pagan por períodos que por lo común son de 90 ó de 180 días, y que ellos no son fijos, sino que se ajustan o se determinan para cada período de vencimiento de los intereses, de acuerdo a algún padrón de referencia, más un margen de seguridad, generalmente fijo, llamado "spread".

Este padrón de referencia es por lo general el Libo, que corresponde a la tasa de interés que se ofrecen entre sí los grandes bancos londinenses que mantienen depósitos en dólares u otras divisas pertenecientes al mercado de euro-monedas.

Como puede apreciarse, el sistema de tasa flotante permite que las tasas de interés se adapten cada ciertos intervalos de tiempo, a las tasas de interés corrientes prevalecientes en el mercado, con lo cual garantiza cierta estabilidad en la operación financiera, resguardando al inversor de la posibilidad de beneficiarse ante una eventual alza de las tasas de interés y al mismo tiempo resguardando al prestatario también de la posibilidad de aprovechar una eventual baja de las mismas, y desde el momento en que unos y otros se entienden resguardados y tienen la seguridad de que van a pagar o recibir por el dinero prestado o recibido lo que corresponde al valor del mismo en el mercado, permite que se efectúen operaciones a plazos más largos que los comunes.

Esto atenúa, en gran medida, el problema generado por las tasas de interés rígido, que o desalientan o atemorizan para prestar o para recibir prestado, y de este modo hace más flexible el sistema financiero.

El sistema antes descrito, trasladado al caso chileno, si bien todavía no podemos hablar de operaciones de plazos como los antes indicados, hace en mi opinión posible la realización de muchas operaciones tanto de crédito directo, como de emisión de valores, ya que además de los

temores frente a las expectativas de inflación, es obvio que también puede hacer temer al inversionista o al prestamista para realizar operaciones de crédito a plazos incluso a 180 días o más, el eventual desconocimiento de lo que sucederá en el mercado de tasas de interés.

Digamos, de paso, que el sistema de las tasas de interés flotantes o ajustables, no es un sistema que se contraponga al de la reajustabilidad de las obligaciones, sino que es un sistema complementario del mismo.

En efecto, la reajustabilidad de las obligaciones atiende a la mantención del valor del dinero, en tanto que el sistema de tasas ajustables de interés se centra en lo que podríamos llamar el costo del dinero que son aspectos, como ustedes saben, distintos.

Siempre con el sesgo propio de mi profesión, miro si es posible o no, atendida nuestra legislación, convenir en la actualidad tasas flotantes de interés y, en realidad, puedo contestar con seguridad que considero que no es imposible, de manera que está permitido este tipo de estipulaciones. Sólo resta que se esté dispuesto a hacerlas, que en un comienzo se tenga la audacia para realizarlas, sin perjuicio por cierto, de que en las convenciones habrá que tener padrones muy claros de referencia, tanto para fijar la tasa de interés primaria, que será la fluctuante, así como también para tomar otros resguardos, a los cuales no es del caso referirse en detalle en esta oportunidad.

Puedo señalar, sin embargo, a vía de ejemplo, que el Banco Central ha efectuado una emisión de bonos para inversionistas extranjeros acogidos al DL. 600, que justamente contempla este mecanismo de tasa flotante referida al Libo.

En cuanto a nuestra ley de bonos y debentures, si bien no lo permite expresamente, un tranquilo análisis de sus disposiciones hace posible inferir que pueden emitirse bonos con este mecanismo.

Creo que hasta el momento he esbozado algunas ideas fundamentales que pudieran motivar los comentarios de ustedes y hacer posible el desarrollo de este tipo de operaciones, las cuales nos parece que estimularán el desenvolvimiento de nuestro mercado financiero.

**Comentario:** Claudio Undurraga (\*)

Lo cierto es que el relator Roberto Guerrero ha dicho casi todo, y sólo deseo en esta oportunidad enfatizar algunos puntos particulares del tema a tratar.

---

(\*) Socio de Claro y Cía., Abogados, y Director, Colocadora Nacional de Valores S.A.F.



Canio Corbo se refirió a las grandes dificultades que tenía la empresa con la actual estructura del sistema de créditos en el mercado financiero. Este sistema como ustedes saben está basado fundamentalmente en períodos muy cortos de 30 días.

Esto ha sido provocado por la dificultad que tiene para el inversionista para pactar sus inversiones de dinero con el intermediario financiero por plazos más largos, ya que no puede anticipar la tasa de inflación futura a mayores plazos, a fin de obtener intereses reales con su inversión.

Esta situación naturalmente provoca a la empresa muchas dificultades ya que no tiene acceso a créditos por plazos razonables y también las provoca en el intermediario financiero, porque tiene que recibir depósitos por períodos sumamente cortos. La práctica ha demostrado, sin embargo, que este dinero de los ahorrantes está disponible por plazos más largos, porque una gran parte de estas operaciones son sucesivamente renovadas, lo que significa en definitiva un costo operativo muy grande y una engorrosa administración del sistema. La tasa flotante, como se ha descrito, tendría por objeto poder alargar los plazos de las operaciones financieras corrientes que se están haciendo en la actualidad.

Si se pudiera garantizar al inversionista que por la colocación de su dinero por plazos sobre 90 ó 180 días o más va a obtener siempre la tasa del mercado y no va a tener que renegociar cada 30 días las condiciones de la inversión de su capital, con toda seguridad va a mantener sus colocaciones por plazos más largos.

Aquí es donde incide la necesidad de utilizar la tasa flotante. Sin embargo, lo que en teoría parece tan simple, llevado a la práctica se encuentra con algunas dificultades operatorias, a las cuales me refiero a continuación.

En primer término, para establecer una tasa flotante se necesita de una tasa referencial. Esa tasa referencial para que realmente sea útil tiene que ser una tasa de interés de mercado. El primer problema consiste en elegir adecuadamente una tasa referencial para las operaciones de tasas fluctuantes. Esto ha resultado más o menos fácil en las operaciones de créditos internacionales donde existen las tasas referenciales conocidas. Un ejemplo lo constituye la tasa Libo a la cual se refirió Roberto Guerrero en su exposición y el prime rate, en uso en los Estados Unidos de América.

Sin embargo, cuando traemos estas operaciones al mercado interno chileno para operaciones en pesos, nos encontramos con que la tasa referencial no resulta fácil de elegir. Se puede concebir teóricamente y con aparente sencillez que la tasa referencial de un crédito sea, por ejemplo, la tasa que pagan los bancos por depósitos a 30 días plazo superiores a 100 mil pesos e inferiores a una cantidad dada. Esto parece muy simple, pero sucede que toda operación de crédito necesita ser documentada, o

sea, implementada en un título de crédito, ya sea un pagaré, un bono, un debenture, etc. Entonces el título de crédito va a contener en su cláusula de intereses una estipulación que más o menos diga: "el interés de este documento será igual a la tasa que paguen los bancos tales y cuales, por depósitos a 30 días superiores a \$ 100.000 y no mayores de \$ 1.000.000". Cuando llegue el momento de cobrar ese crédito, habrá que establecer cuál fue el valor de la tasa de referencia que se estipuló durante el período de la operación y nos encontraremos que no existe una forma expedita de saber cuál fue el promedio de intereses pagados en un día determinado por el sistema bancario para los depósitos señalados, ya que estos datos no son públicos.

En segundo término, se agrega de que las operaciones de crédito tienden normalmente a expresarse en títulos de créditos que son los que se llaman "títulos ejecutivos".

Los títulos ejecutivos son aquellos que permiten mediante un procedimiento judicial relativamente simplificado, obtener el pago del deudor. El crédito ejecutivo necesita fundamentalmente tres requisitos en nuestra legislación:

- 1.— Tiene que constar en un título ejecutivo como es una letra, un pagaré, una escritura pública, un bono.
- 2.— Tiene que ser un crédito líquido, y
- 3.— Tiene que ser actualmente exigible.

El mayor problema se suscita en relación a que el crédito deba ser líquido. Cuando se presenta un acreedor ante un Tribunal, debe presentar un título ejecutivo que de acuerdo a los términos del Código de Procedimiento Civil permita liquidar la deuda, esto es, expresar su valor en moneda corriente "con los solos antecedentes que el título suministre".

Esto se ha entendido de dos maneras:

- 1.— Que en el título mismo, digamos pagaré, bono, etc., deban constar los antecedentes necesarios para que aplicando simples operaciones aritméticas se pueda saber el monto de la deuda, o
- 2.— Una concepción más moderna dada por una sentencia de la Corte Suprema señala que: el título para permitir la liquidación de la deuda, en términos de hacerla ejecutiva, basta con que tenga referencias o datos que aunque estén fuera del título, que sean externos al mismo, permitan hacer la liquidación de la deuda. Tal sería, por ejemplo, la referencia a una tasa básica que se ha señalado en el título.

Nos encontramos, entonces, con que los títulos ejecutivos en que se van a expresar estas obligaciones con tasas variables, necesitan contar con un elemento o tasa de referencia muy clara, muy simple de pre-

sentar ante un Tribunal, para que éste pueda efectuar la liquidación de la deuda en el momento de su cobro ejecutivo.

Aquí surge, entonces, la dificultad de poder probar cuál fue el comportamiento de la tasa referencial que se tomó para la flotación o fluctuación del interés. En el caso del ejemplo que se ponía, de utilizar en una cláusula el interés promedio cobrado por ciertos bancos, nos vamos a encontrar con la dificultad de que ese interés no es conocido. Por el contrario, las empresas bancarias tenderán naturalmente a mantenerlo en reserva en resguardo de sus operaciones. Estos intereses bancarios son conocidos a largo plazo por publicaciones de la Superintendencia de Bancos, pero como estas publicaciones se efectúan de tarde en tarde y sin periodicidad, no resultan útiles para estos fines.

Se hace necesario, entonces, buscar las bases o referencias para las tasas fluctuantes en tasas de interés de tipo oficial como, por ejemplo, la tasa de redescuento del Banco Central, las tasas de descuento de pagarés de la Tesorería, etc.

Y así y todo, siempre subsiste un poco la duda de si las certificaciones que puedan hacer estos organismos van a ser suficientes para poder cobrar ejecutivamente los créditos pactados con tasas flotantes por las dificultades ya señaladas.

Resumiendo, nosotros creemos que la tasa flotante va a permitir otorgar créditos a plazos mucho más largos que los hoy utilizados y con intereses mucho más justos para los inversionistas y para los deudores. Debe para ello de alguna forma facilitarse la implementación del sistema mediante el establecimiento de tasas referenciales de tipo oficial y que a su vez tengan validez frente a los títulos de créditos. Yo estoy de acuerdo con lo que ha dicho Roberto Guerrero, en el sentido que en el estado actual la legislación permite pactar estos intereses flotantes o determinables, pero al mismo tiempo, hay un cierto riesgo por la discusión judicial que se va a provocar en relación a la validez ejecutiva que tengan las referencias a tasas que se hagan en estos títulos de crédito. Esta discusión judicial en términos similares persiste incluso hoy día, en relación a los índices de reajustes que se aplican a determinados títulos; mucho más va a ser en relación a las tasas variables.

Creemos que estas tasas son muy necesarias en el mercado de capitales para facilitar el crédito a plazo mediano, donde la reajustabilidad no sea aplicable, por ejemplo, a plazos inferiores a 90 días, pero va a ser necesario revisar en algunos aspectos la legislación tan formalista que existe en relación a los títulos de crédito.

Básicamente presentaré un enfoque del tema desde el punto de vista financiero y su importancia en el mercado de capitales chileno. Me referiré casi exclusivamente a las tasas de interés, prescindiendo de las demás variables que intervienen en el mercado, tales como garantías, liquidez, plazo, expectativas de inflación, etc., pero reconociendo de que sólo la concurrencia de todas las variables correspondientes dará los resultados de fluidez del mercado.

## 1.— MERCADO DE CAPITALES

- 1.1. El mercado de capitales chileno ha operado hasta la fecha a base de tasas nominales fijas y tasas indexadas, basadas éstas en el IPC fundamentalmente.

Las primeras, tasas fijas, se han utilizado casi exclusivamente en las operaciones de muy corto plazo, generando créditos de operación pero no de expansión. Las operaciones con IPC han tendido a desarrollar créditos de expansión sin resultados hasta la fecha, producto del alto costo del dinero por una parte y a las rigideces que el sistema legal ha impuesto para operar bajo este tipo de condiciones.

### 1.2. Problemas tasas fijas e indexadas

Las tasas fijas en una situación como la actual, involucran algunos problemas que impiden la generación del crédito de expansión y que básicamente se refieren a la "especulación" o riesgo en el que podría incurrir una empresa que aceptase fijar condiciones de interés por plazos largos cuando las proyecciones del mercado son difícilmente estimables y fluctuantes.

Este riesgo puede significar el pagar más de lo que corresponda o no obtener los recursos necesarios según la tasa sea superior o inferior a la de mercado respectivamente. Las tasas indexadas y basadas en el IPC, como ha sido en Chile, a su vez conllevan algunos problemas que en general se refieren a una prohibición legal para pactar operaciones a plazos inferiores a un año y, por otro lado, a que por la indexación (IPC) adquieren rigideces frente a las fluctuaciones del mercado. En este sentido la experiencia del SINAP es muy decidora, y los Dptos. de Ahorro e Inversión recientemente creados en los bancos no es-

---

(\*) Gerente Comercial, Inversiones Especializadas S.A.

tán exentos a estos riesgos que son producto de imposiciones que no responden al mercado.

Es necesario reconocer de que tanto las tasas fijas como las indexadas tienen sus ventajas particulares, de tal forma que deben considerarse como complementarias desde el punto de vista global del Mercado de Capitales, al cual estoy proponiendo incorporar también las tasas flotantes.

## 2.— LAS TASAS FLOTANTES

En términos generales, las tasas flotantes en Chile deberían corresponder a una inteligente adecuación del concepto del eurodólar ampliamente aceptado en el mercado financiero internacional. Este concepto involucra definir una tasa primaria que fluctúe según lo haga el precio del dinero para operaciones financieras de primera línea, es decir, aquellas operaciones que ofrezcan las mejores condiciones de garantías y que superen un determinado monto de capital.

Existirían cotizaciones para diferentes plazos (familia de tasas de interés) con un plus, siendo este último fijo para cada operación y, flotantes las primeras, conforme lo hiciera la relación oferta-demanda de dinero.

Si a estas tasas flotantes se les impone que fluctúen conforme a algún índice ajeno al mercado, por esto queremos decir ajeno a la oferta y demanda de dinero, se le introducen rigideces que las alteran en un concepto fundamental, con lo cual dejan de cumplir su objetivo y ventajas que veremos más adelante.

No puede afirmarse que las tasas flotantes sean la perfección financiera, puesto que también tienen sus desventajas. Sin embargo, en un balance general puede afirmarse que ellos podrían significar un paso adelante de mucha importancia para el mercado de capitales como elemento que contribuya en forma decisiva en el desarrollo del país.

### 2.1. **Ventajas**

Las tasas flotantes tienen las siguientes ventajas:

- Varían conforme lo haga el precio del dinero y en consecuencia, no están sujetas a rigideces "externas".
- Permiten generar créditos de mediano plazo con recursos de corto plazo.

- Incentivan la participación de agentes financieros por la seguridad que ellos adquieren en relación a la factibilidad de obtener una buena fluidez de fondos.
- Incentivan la emisión de bonos o documentos para ser operados en un mercado secundario.
- Reducen costos de operación para los agentes financieros.
- Pueden actuar como un elemento integrador del mercado.
- Permiten operar documentos que cuenten con buenas garantías de pago.

## 2.2. Las tasas flotantes en Chile

Para operar a tasas flotantes en Chile se requieren algunas condiciones que a la fecha podemos calificar de alcanzables y que en términos generales pueden sintetizarse en las dos siguientes:

- a) Desarrollar una legislación adecuada, más flexible básicamente en cuanto a la forma en que pueden pactarse las tasas de interés y plazos.
- b) Definir una tasa primaria que pueda usarse como referencia.

Es importante en este punto hacer algunos alcances al respecto.

- La tasa primaria debe expresar libremente la relación oferta-demanda de dinero del mercado. En consecuencia, ésta debe generarla el propio mercado como lo hizo el eurodólar también en sus inicios. Hasta hoy los principales bancos mundiales mantienen sus propias tasas primarias, que naturalmente tienden a igualarse por la competitividad del mercado.
- Pueden existir tasas primarias oficiales, pero sólo a modo de referencia.
- La implementación de tasas primarias puede partir por las que cada agente financiero genere y para esto se requiere básicamente una buena dosis de audacia inteligente. A la fecha existen a lo menos 4 ó 5 agentes financieros (bancos comerciales y financieras) de primera línea en Chile que podrían iniciar este tipo de operaciones y colaborar decididamente en la generación de una tasa primaria.

## RELACION GENERAL: Hernán Cortés D. (\*)

Una relación general es por definición arbitraria en lo que se refiere a la selección y clasificación de los tópicos sobresalientes. Con esta advertencia, en este seminario se han tocado, en lo que respecta a conclusiones, dos temas fundamentales, los cuales obviamente tienen relación entre ellos, pero que por su distinta significación conviene separarlos.

Un primer tema se refiere al problema que existe actualmente en relación a la tecnología financiera.

Y el otro tema, más amplio, y que dice mucha relación con el primero, es la agenda de la política financiera.

Veamos entonces los puntos que considero resultan fundamentales en cada uno de estos tópicos.

Hubo unanimidad en cuanto a la tecnología financiera, de la necesidad de que ésta sea apropiada para que el mercado opere eficientemente y realmente ayude al desarrollo económico. Quienes operan en el comercio exterior, como quienes están en las empresas productivas, expresaron la importancia que tiene el contar con los servicios financieros que permitan la operatividad eficiente, por una parte, del sector importador y exportador, y por otra parte del espectro productivo, eficiencia que en definitiva representa la razón última de un sistema financiero. Un sistema financiero cuya única función sea hacer circular los fondos, no tiene una función social. El contenido social debemos buscarlo en las funciones básicas productivas y dentro del esquema actual de desarrollo económico chileno, fundamentalmente, en el sector de comercio exterior.

---

(\*) Director de Adiestramiento, Programa de Mercado de Capitales de la OEA.

En relación con la falta de análisis de riesgo y poca calidad de los servicios, hubo unanimidad en el sentido de que el sistema financiero chileno está fragmentado, con una proporción considerable del sistema operando a un nivel poco deseable en términos de eficiencia. Esto tiene una significación en el segundo tema, de política financiera, puesto que una trayectoria de política financiera que busque consolidar una situación final deseable y eficiente y con los objetivos ya señalados con respecto a desarrollo, tendrá que proceder en una forma gradual porque, haciendo el símil de una carrera, no se puede dar el disparo de partida si es que algunos corredores están cojos.

Por ello, la conclusión con respecto a este tema, que se repitió en varias de las intervenciones, es la necesidad de tener un organismo catalizador de la tecnología financiera que pueda prestar asistencia técnica a todo el sistema financiero sin discriminación y que a la vez pueda estudiar con los sectores de la política financiera diversos aspectos que no están muy claros.

Entre éstos, a mi modo de ver, está la significación que tendrá la reforma previsional sobre el Mercado de Capitales.

Con respecto al segundo tema, de Política Financiera, tal política se refiere a las acciones que deben efectuarse y que conviene dividir las en dos partes:

- 1.— Aquellas acciones que deben efectuarse y que son relativamente independientes de la coyuntura económica, y
- 2.— Aquellas que son básicamente coyunturales.

¿Qué acciones se han mencionado en este Seminario, que son relativamente independientes de la coyuntura? Una, la necesidad —que se evidenció con particularidad en el tema primero de Diagnóstico— de tender hacia un sistema de banca múltiple, en el sentido de dar igual tratamiento a las instituciones financieras, no discriminar entre ellas y permitir que éstas se especialicen en forma natural y no forzada. Esto apunta a la necesidad de efectuar un estudio en profundidad y serio de la legislación financiera, y en los términos planteados por el presidente del Banco Central en su intervención inaugural, de tender a establecer legalmente lo prohibido en vez de lo permitido, y llegar a un Código Financiero, en que lo prohibido sea la excepción y lo permitido, la regla.

Otro punto que se enfatizó con respecto a las acciones a efectuar, evidenciado por la larga discusión acerca de la reforma previsional, es —como señalé anteriormente— la conveniencia de analizar en profundidad las implicaciones que tiene esta reforma sobre el Mercado de Capitales. Por ejemplo, la separación entre el sistema de reparto y el sistema de capitalización es conceptual, pero —mirado desde el punto de vista del Mercado de Capitales— es conveniente que esta distinción sea, no solo conceptual sino también institucional. Además, y recordando que en el tema Diagnóstico se enfatizó el peligro que existe de establecer



una especialización forzada, las Corporaciones Previsionales de la reforma tienen también una especialización forzada, tema que creo que vale la pena discutir con mayor profundidad.

Dentro de las cosas por hacer, en cuanto a las trabas más específicas, parece ser un problema serio el sistema de los avales bancarios, que según se comentaba, no se ocupa en más de 40% para el sistema bancario como un todo, debido a que los bancos más grandes no utilizan esta técnica debido a la falta de análisis técnico de riesgo de las mismas. Esto es muy perjudicial para las instituciones más dinámicas y más pequeñas.

Un cambio de esta reglamentación puede hacerse de manera que se establezcan incrementos sobre el nivel de avales ya otorgados a cierta fecha, de tal manera que aquellas instituciones que no lo han utilizado se vean en una situación menos favorable que aquellas que lo han utilizado y de esta manera se rompa lo que se caracterizó como un relativo monopolio, que resulta en un alto costo en la obtención de estos avales.

Otra traba específica, en lo cual hubo unanimidad respecto a la conveniencia de eliminarla, es la restricción a la colocación directa —función de “broker”— por parte de las instituciones financieras.

Y por último, dentro de esta parte independiente de la coyuntura, tenemos el tema que acaba de discutirse, el tema de las tasas flotantes o de la corrección monetaria. En este sentido es conveniente que cualquiera traba legal que exista, tienda a reducirse para que sea posible operar con ambos sistemas de acuerdo a pactos libres de las personas demandantes y oferentes.

En cuanto a las cosas por hacer que dependen de la coyuntura económica, creo que son básicamente tres los puntos fundamentales:

1.— Las perspectivas de comercio exterior, que tienen su incidencia sobre las políticas cambiaria y monetaria, hacen previsible esperar un aumento del crédito en el segundo semestre. Y la pregunta es en qué forma se va a llevar a cabo este aumento del crédito. Dentro de esta interrogante hay dos respuestas fundamentales:

- a) Mediante la reducción del encaje, y
- b) A través del pago de interés para aumentar la demanda monetaria, que enfatizó Frank Veneroso en su exposición.

La oportunidad de una u otra dependerán fundamentalmente del control que se tenga de la oferta monetaria. Si ésta fuese muy débil, por ejemplo, la segunda alternativa sería imperativa.

2.— Sobre las “Operaciones de Mercado Abierto”, se analizó con bastante detalle el caso de las operaciones de Tesorería y su pertenencia para la política financiera.

Esto dice relación con el tema anterior, ya que una operatoria eficiente de mercado abierto, puede resultar en una ayuda al mercado financiero, en la medida que esta operación se realice tomando en consideración los aspectos de programación monetaria y financiera y permita el establecimiento de una tasa de referencia que no sea muy distinta de la que determinaría un mercado privado libre. En una operación de mercado abierto existen dos alternativas: o se regula el precio o se regula la cantidad. En efecto si se regula la cantidad —para controlar la oferta monetaria— el precio será determinado por la oferta y demanda de quienes estén operando con estos instrumentos. Por otra parte si no hay cantidad definida, significa que será el precio el que quedará determinado por la autoridad monetaria. De esa manera, una definición con respecto cuál de estas variables se quiere determinar, significará —en relación a lo que decía Sergio de la Cuadra— que puede reducirse o aumentar la variabilidad de la emisión monetaria, vale decir, si el programa de venta de Pagarés de Tesorería tiene una meta cuantitativa, determinada en relación al flujo de caja de Tesorería en estrecha relación con la política monetaria, es dable esperar que la tasa de interés de estos pagarés refleje la situación de estrechez o liquidez crediticia y monetaria y ayude a la política monetaria en vez de ser un factor relativamente desestabilizador.

- 3.— La política cambiaria. Estamos en una situación en que las condiciones coyunturales del alza del precio del cobre y el relativo control del déficit fiscal permiten plantear la posibilidad de una política financiera. Política financiera, en el mismo sentido de que existe actualmente una política de comercio exterior, con un objetivo de largo plazo definido y con una serie de etapas y metas de corto y mediano plazo. Política financiera para cuya adopción hemos resumido algunos de los elementos principales que han surgido de este Seminario. Como contribución a ella, exige una definición con respecto a la política cambiaria. A la política cambiaria actual de tipo de cambio fijo —en la cual el Banco Central compra y vende divisas a un tipo de cambio determinado por él, que no necesitan las divisas ser compradas o vendidas en su totalidad ni necesita el cambio ser fijo en términos de un período calendario, sino que en cada momento del tiempo —existe la alternativa de una política de tipo de cambio libre. Libre, en el sentido de que el Banco Central no asume el compromiso de comprar o vender moneda extranjera. Con respecto a este punto, el único argumento a favor de un tipo de cambio libre en una economía como la nuestra —economía pequeña con una alta proporción de comercio exterior y proporción creciente de acuerdo a la política de comercio exterior— es que no sea posible establecer un Fondo Cobre, un fondo que permita incrementar las reservas del país en el período de las vacas gordas y usar de esos fondos en los períodos de las vacas flacas. El hecho de “no ser posible” significa que el gobierno, en su concepción más amplia, ac-

túa como si el precio promedio del cobre estuviera dado por la unión de los puntos más altos del precio del cobre, o sea, que gaste de acuerdo al precio alto y que cuando el precio del cobre esté bajo haya que hacer alguna cosa terrible. Si esa es la alternativa, entonces obviamente una política de tipo de cambio libre tiene el mérito de no requerir un Fondo Cobre, porque una política de tipo cambio libre significa que el gobierno no se compromete a comprar ni a vender divisas y, por lo tanto, tiende a tener su balanza externa siempre equilibrada. Pero dadas las ventajas de un tipo de cambio fijo para una economía tan pequeña como la nuestra, creo que es necesario evaluar acuciosamente la factibilidad de establecer el fondo mencionado, antes de desertar la política de cambio fijo.

Creo que se han resumido los puntos fundamentales del Seminario.

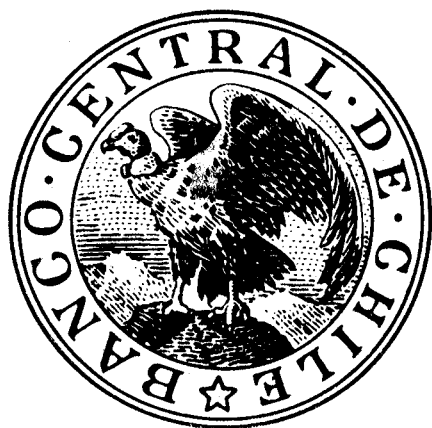
En dos palabras se pueden sintetizar; por una parte, en la necesidad de establecer una institución que sirva de elemento catalizador de una tecnología financiera que sea posible adaptar a nuestro país y que está disponible en su forma pura en el exterior, es decir, de crear un Instituto de Mercado de Capitales encargado de esta función y, segundo, que existen factores que apuntan a la necesidad de analizar con cuidado los aspectos legales, económicos y de las políticas de comercio exterior, monetaria, crediticia y cambiaria que coinciden en una agenda para una política de desarrollo financiero.

Creo que esto resumiría los tópicos fundamentales aquí tratados.

# ESTUDIOS MONETARIOS V

SEGUNDO SEMINARIO  
DE MERCADO DE CAPITALES,  
AUSPICIADO POR  
LA ORGANIZACION DE ESTADOS  
AMERICANOS (OEA)

BANCO  
CENTRAL  
DE CHILE



SANTIAGO DE CHILE  
1976

## MESA DIRECTIVA

Presidente: Sr. Pablo Baraona

Relator General: Sr. Hernán Cortés

Secretario: Sr. Francisco Garcés