

DESARROLLO ECONOMICO Y SISTEMA FINANCIERO

OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO
NORMATIVA Y GESTION BANCARIA

Colección
ECONOMIA Y FINANZAS
XI Volumen
1988

BIBLIOTECA NACIONAL



0247908



BIBLIOTECA NACIONAL DE CHILE

Sección *bnch*
Clasificación *MA (31-25)*
Cutter
Año Ed. *1980* Copia *1*
Registro Seaco *85132*
Registro Notis *AAE6626*

11A(31-25)

DESARROLLO DE LA ECONOMÍA
Y SISTEMA DE LA ECONOMÍA

DE LA ECONOMÍA DE LA ECONOMÍA
DE LA ECONOMÍA DE LA ECONOMÍA

Colombia
ECONOMÍA Y FINANZAS

DE LA ECONOMÍA
DE LA ECONOMÍA

DESARROLLO ECONOMICO Y SISTEMA FINANCIERO

**OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO
NORMATIVA Y GESTION BANCARIA**

**Colección
ECONOMIA Y FINANZAS
XI Volumen
1988**

85132

COLECCION DE ESTUDIOS SOBRE
EL SISTEMA FINANCIERO CHILENO

Registro de Propiedad Intelectual N° 71.109



EDITA: INSTITUTO DE ESTUDIOS BANCARIOS
"GUILLERMO SUBERCASEAUX"

NOVIEMBRE - 1988

IMPRESORES: ALFABETA - LIRA 140 - SANTIAGO

INSTITUTO DE ESTUDIOS BANCARIOS
"GUILLERMO SUBERCASEAUX"

DIRECTORIO

PRESIDENTE

Hernán Arze de Souza-Ferreira
Presidente Banco del Estado de Chile

VICEPRESIDENTE

León Dobry F.
Vicepresidente Banco Concepción

DIRECTORES

Enrique Seguel M.
Presidente Banco Central de Chile

Guillermo Ramírez V.
Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras

Mariana Rados B.
Vicepresidente y Gerente General Chicago Continental Bank

Adolfo Rojas G.
Presidente del Banco de Chile

Luis Prieto V.
Director Financiera FUSA

CONSEJO DE ADMINISTRACION

RECTOR

María Elena Ovalle M.

SECRETARIO GENERAL

Bernardo Gutiérrez S.

DIRECTOR ACADEMICO

Enrique Marshall R.

DIRECTOR "PEC"

Armando Escobar M.

CONTENIDO

PRIMERA PARTE

OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO ECONÓMICO

Manuel Feliú J.: <i>Realidad Económica de América Latina</i>	15
Manuel Concha M.: <i>Dos países frente al comercio exterior</i>	23

SEGUNDA PARTE

DESARROLLO Y NORMALIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO CHILENO

Hernán Büchi B.: <i>Política bancaria chilena</i>	35
Guillermo Ramírez V.: <i>Normalización y regulación del sistema financiero</i>	47
Comentarios de los señores <i>Alfonso Trujillo</i> , Superintendente de Bancos de la República del Ecuador, y de <i>Fernando Escobar C.</i> , Director de Política Financiera del Banco Central de Chile	66
Fernando Alvarado E.: <i>Evolución reciente del mercado de valores chileno</i>	83
Comentarios del señor <i>Gonzalo Valdés</i> , Gerente General del BICE	104

TERCERA PARTE

LA DEUDA: LECCIONES E INCIDENCIAS

Carlos Massad: <i>El problema de la deuda interna en América Latina</i>	113
Manuel Casanova D.: <i>Efectos de la renegociación de la deuda externa en el sistema financiero de Chile</i>	135

INTRODUCCION

El presente volumen de la colección Economía y Finanzas entrega valiosas aproximaciones a materias conectadas con los temas del desarrollo y el sistema financiero. El enfoque de todos los trabajos recogidos en el libro es congruente tanto con la experiencia económica y financiera de la presente década como con las lecciones y las perspectivas que estos años han terminado por abrir a la economía chilena, luego de momentos especialmente críticos.

La mayor parte de los trabajos aquí recopilados fue presentada al seminario internacional de Gestión Bancaria que el Instituto de Estudios Bancarios "Guillermo Subercaseaux" realizó en Santiago los días 2 y 3 de noviembre de 1987. Este material, sin embargo, está complementado por otros trabajos que corresponden a la exposición con que el Ministro de Economía, Fomento y Reconstrucción, Brigadier General señor Manuel Concha, inauguró las actividades académicas del Instituto en 1988, y a tres exposiciones ante la XXI Asamblea Anual del Consejo de Gobernadores de la Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN), que tuvo lugar en Santiago inmediatamente después del señalado seminario. Tales exposiciones son las del Ministro de Hacienda, señor Hernán Büchi, del presidente de la Confederación de la Producción y el Comercio, señor Manuel Feliú, y la que sobre el problema de la deuda interna en la región correspondió al señor Carlos Massad.

El contenido del libro está dividido en tres partes. La primera se refiere a las oportunidades de crecimiento económico sustentadas en la liberalización y el comercio exterior. Estas oportunidades fueron evaluadas y aprovechadas por diversas naciones a partir de la postguerra y dieron lugar, sobre todo en el caso del Japón de los años 50 y de otras economías asiáticas de la década siguiente, a exitosos modelos de crecimiento acelerado. Podrá lamentarse que América Latina en general y Chile en particular hayan descubierto tarde el potencial de la iniciativa privada y del comercio exterior como motor del desarrollo, dada una excesiva confianza en el estatismo y en el modelo de desarrollo basado en la sustitución de importaciones, pero en el caso de nuestro país lo importante es que la libertad económica ganó terreno y que se observan progresos

considerables alcanzados en materia de comercio exterior durante los últimos años. Chile ya tiene un nítido perfil como nación exportadora.

Como lo plantea en el contexto de la realidad latinoamericana el presidente de la Confederación de la Producción y el Comercio, la región tiene a su alcance vías muy efectivas para remontar el subdesarrollo y la profunda crisis de la deuda externa producida durante esta década en los programas de liberalización económica, de privatización y de desarrollo del sector exportador. Chile los ha implementado y sobre el particular es clarificadora la exposición del Ministro Manuel Concha, quien, luego de analizar el proceso de apertura comercial de nuestro país, establece un interesante paralelo entre la estrategia de crecimiento seguida por Corea del Sur desde principio de los años 60 y la prioridad que la economía chilena acuerda a la función exportadora desde mediados de la década siguiente.

Los trabajos reunidos en la segunda parte del libro —*Desarrollo y normalización del sistema financiero chileno*— incluyen tres exposiciones básicas, que corresponden al Ministro de Hacienda, señor Hernán Büchi, y a los señores Guillermo Ramírez y Fernando Alvarado, titulares de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y de la Superintendencia de Valores y Seguros. En estos trabajos el lector encontrará un análisis exhaustivo y fundamentado de los alcances de la liberalización financiera del país, de los objetivos que la animaron tanto en el mercado bancario como en el mercado de valores y de las experiencias y lecciones a que ese proceso dio lugar en materia de normativa y de fiscalización.

A continuación de los trabajos de los superintendentes se incluyen los interesantes comentarios que sus exposiciones merecieron en el seminario de Gestión Bancaria de parte de los señores Alfonso Trujillo y Fernando Escobar, en el caso de la charla del señor Ramírez, y del señor Gonzalo Valdés, en el caso de la charla del señor Alvarado.

La última parte del libro —*La deuda: lecciones e incidencias*— reúne dos trabajos que gravitan en materias poco difundidas; uno fue presentado al encuentro de FELABAN y el otro al seminario de Gestión Bancaria. El primero se hace cargo, con abundante información, del tema del endeudamiento interno a nivel latinoamericano; incluye en su parte final un revelador recuento de las enseñanzas que deja el fenómeno y fue preparado por el señor Carlos Massad. El segundo trabajo, del señor Manuel Casanova, analiza los efectos tanto económicos como operacionales y comerciales de la renegociación de la deuda externa sobre el sistema financiero chileno. Se trata de un aporte especialmente valioso por sus conceptos de fondo y su sistematización del tema.

Al difundir estos trabajos, el Instituto de Estudios Bancarios "Guillermo Subercaseaux" tiene la seguridad de estar realizando una efectiva contribución al reconocimiento de las oportunidades económicas de la hora presente y a la reflexión, desarrollo y progreso de nuestro sistema financiero.

PRIMERA PARTE

OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO ECONOMICO

REALIDAD ECONOMICA DE AMERICA LATINA*

Sr. Manuel Feliú J.

Es un honor y un privilegio estar hoy ante tan distinguido auditorio. Como Presidente de la Confederación de la Producción y del Comercio de Chile, en nombre de los empresarios de mi país, les doy la más cordial y cálida bienvenida.

Se me ha pedido que exprese algunas ideas sobre la realidad económica de América Latina; lo intentaré en el convencimiento de que existen puntos de vista que pueden diferir de mi pensamiento. A todos quienes los sustenten, les pido excusas desde ya, puesto que no habrá un intercambio de ideas que nos pudiera hacer más interesante e ilustrativo el tema a tratar.

Para situarnos dentro de los diversos escenarios que hemos vivido en estos últimos años, empezaré señalando algunas estadísticas conocidas, agregando previamente, que como decía Ortega y Gasset, "cuando el hombre está en crisis, lo que le pasa, es que no sabe qué le pasa". Nosotros trataremos de descubrirlo en nuestro complicado continente.

En 1980 el producto *per cápita* promedio de América Latina era de 2.280 dólares, a fines de 1986 éste había caído a 2.140 dólares de igual poder adquisitivo. Simultáneamente ha empeorado considerablemente el empleo. En 1980 sólo 3 países tenían un desempleo mayor a 10% de la fuerza laboral, esta cifra había subido a 8 países en 1986, siendo 10 en 1984, el peor año en esta materia.

Los niveles de consumo se han deteriorado dramáticamente, desde 1980 el consumo total de la región ha aumentado en sólo 1,5% mientras que la población total ha crecido en 15%.

No es de extrañar que para muchos la década del ochenta sea la "década perdida". El PGB regional ha crecido sólo en un 1,5% anual en promedio durante el período 81-86, versus un 6,1% en la década anterior. En el mismo lapso de tiempo el crecimiento demográfico promedio anual ha sido de 2,4%. Así el ingreso *per cápita* ha caído durante estos años. Los niveles de consumo *per cápita* han caído

* Discurso del señor Manuel Feliú J., Presidente de la Confederación de la Producción y del Comercio, en la inauguración de la XXI Asamblea Anual del Consejo de Gobernadores de FELABAN, Santiago, noviembre de 1987.

aún más debido a la transferencia neta de recursos hacia el exterior, que ha equivalido en promedio a un 4% del PGB regional en el período 83-85. Esta misma transferencia sumó 31 mil millones de dólares en 1985 y 25 mil millones en 1986, siendo la deuda externa total más de 400 mil millones de dólares, casi mil dólares *per cápita*. Paralelamente han caído también los niveles de inversión, hipotecándose así parte del crecimiento futuro de nuestros países. Detrás de las cifras se esconde una realidad más dramática: pobreza, desnutrición, inestabilidad social e institucional. En fin, un pesimismo generalizado se ha apoderado de muchos en América Latina.

Como empresarios, nuestro deber es atacar los problemas de nuestras empresas con pragmatismo y realismo. Si no lo hacemos así, la competencia se encargará de convertirnos en desempleados. En este sentido la mentalidad empresarial puede tener una gran utilidad social cuando una sociedad enfrenta una dura crisis.

Permanentemente debemos resolver problemas, en general contra el tiempo, con soluciones innovadoras que sepan aprovechar los constantes desafíos que nos impone la competencia, por muy limitada que sea ésta a veces.

Es útil, entonces, recurrir a nuestra creatividad empresarial y, con un poco de "sabiduría oriental", tratar de abordar este problema desde una perspectiva menos pesimista y que de alguna manera logre plantear soluciones realistas y positivas. En efecto, el ideograma chino que quiere decir "crisis" está hecho de la yuxtaposición de dos signos: uno quiere decir peligro y el otro suerte. Así, nuestra crisis económica, nuestra crisis de la deuda, debe encender dos tipos de luces en el tablero de los tomadores de decisiones. Unas evidentemente son de peligro, tanto por la declinación en los niveles de bienestar de hoy como por la probable declinación del futuro si no se toman las decisiones apropiadas luego. Esta declinación futura se podría deber tanto a los bajos niveles de inversión como al posible desacoplamiento de América Latina del sistema financiero internacional, de agudizarse las actuales tensiones, hecho que la privaría de las necesarias fuentes de ahorro externo que requiere para su crecimiento económico.

Todos sabemos lo dramático para cualquier empresa de ver cortadas sus líneas de crédito, sea para capital de trabajo, exportar o expandir su capacidad. Sobre todo si esta empresa no es aún madura pero cuenta con enormes posibilidades de desarrollo.

Sin embargo, las otras luces que deben encenderse son luces de oportunidad, de suerte, ya que esta crisis puede ser el origen de un replanteamiento global de la estrategia de desarrollo económico que han seguido nuestros países en las últimas décadas. La crisis de endeudamiento que hoy sufrimos ha hecho patente las grandes deficiencias en la estrategia de desarrollo económico de

muchos de nuestros países y sin estas deficiencias es muy probable que la actual crisis hubiese sido sólo un bache, fácilmente superable, en la vía del crecimiento económico.

Quisiera aprovechar esta reunión, que agrupa a personas vinculadas al sector privado, para que juntos realicemos un necesario y valiente diagnóstico de los graves problemas económicos de nuestros países. Esto muchas veces se hace en privado, pero rara vez se tiene el coraje de plantearlo públicamente. Nuestro deber como empresarios es hacerlo, lo que, además de producir eficientemente, es una obligación moral hacia nuestra sociedad. Callar es acatar y doblegarse ante realidades que parecen insustituibles. Sin embargo, la aventura empresarial no es otra cosa que una permanente lucha contra realidades difíciles. Nuestro continente fue fundado por aventureros-emprendedores. Los empresarios de hoy debemos ayudar a refundarlo.

Ahora bien, este diagnóstico, doloroso pero necesario, no es fácil hacerlo, pues implica desmontar una serie de privilegios, intereses creados y estructuras institucionales ineficientes, que desangran nuestras economías, quitándole vitalidad al crecimiento de la región. Es más fácil, evidentemente, tener chivos expiatorios que nos permitan descargar nuestras responsabilidades, que reconocer nuestros propios errores y enmendarlos con valentía y decisión. Por ejemplo, culpar a los acreedores externos, que en parte sí deben serlo, o a los gobiernos de los países desarrollados, tampoco exentos de responsabilidades.

Quizás, el mejor ejemplo de que la crisis de la deuda ha sido en gran parte agravada por nuestras propias políticas económicas, es el desempeño de las economías del sudeste asiático. Muchas de las cuales también presentan deudas externas considerables; sin embargo en los últimos años han mantenido, o, en el peor de los casos, han disminuido ligeramente sus tasas de crecimiento económico. Ello radica en que dichos países tenían economías lo suficientemente orientadas a la exportación y a la competencia internacional como para generar divisas, tanto para el pago de intereses de la deuda como para mantener un nivel de importaciones que permitiese un crecimiento del ingreso *per cápita*. Al contrario, América Latina, con su estructura de crecimiento orientada al mercado interno, ha sido incapaz de generar las divisas necesarias para pagar la deuda y financiar sus importaciones. En este sentido debemos preguntarnos ¿por qué América Latina ha adoptado una opción preferencial por el proteccionismo? ¿Por qué sus políticas cambiarias y arancelarias han tenido un sesgo antiexportador tan marcado?

Esta crisis de la deuda marca la crisis del estatismo latinoamericana. El proteccionismo, nefasto subproducto de él, amparó durante décadas a sectores privilegiados cuya total carencia de com-

petitividad internacional nos impide hoy, con el peso de la deuda, retomar la senda del crecimiento.

El modelo de sustitución de importaciones ha hecho crisis. Esta había sido postergada durante la década del 70 debido a la transusión masiva de recursos externos recibida por América Latina. Sin embargo, una vez que este flujo se cortó bruscamente, la región se encontró con una enorme deuda de divisas y con un sector productivo muchas veces ineficiente, aletargado por la sobreprotección, y en general volcado al mercado interno. Las empresas estatales de la región, enormes elefantes blancos cuya función fue muchas veces impresionar al electorado con proyectos faraónicos más que producir competitivamente, aparecen como uno de los principales deudores. Sus grandes déficit fueron durante años financiados con endeudamiento externo. Estas empresas son muy responsables de la falta de flexibilidad de nuestras economías.

El inmenso poder económico que concentran los Estados latinoamericanos, unido a una permanente desconfianza hacia el mercado y la competencia, por parte de las elites políticas de nuestros países, han creado este gran tinglado proteccionista e ineficiente. En nuestras sociedades es muchas veces más rentable buscar rentas y privilegios en torno al Estado, que crear riqueza con ahorro y esfuerzo. La iniciativa privada, la creatividad característica del empresario innovador, es asfixiada por sucesivas capas burocráticas que el hombre de empresa debe sortear para lograr sus metas. Fruto de esto es que las mejores mentes de nuestros países no se dedican a innovar, crear, exportar mejor o producir más eficientemente, sino que gastan su valioso tiempo en crear maneras de esquivar la intervención del Estado. No sólo vuelve la actividad económica más precaria, ya que el burócrata amigo puede irse tan rápidamente como llegó, sino que además, y aún más grave, es que hace que las elites de la sociedad no se preocupen tanto de la creación de riqueza como de su redistribución.

Uno de los efectos más nefastos de esta búsqueda de privilegios se traduce en políticas arancelarias proteccionistas. Estas políticas engendran innumerables distorsiones en nuestros sistemas económicos. Así, por ejemplo, tendemos a producir bienes intensivos en capital, cuando lo obvio es usar tecnologías intensivas en trabajo. Esta es la causa fundamental de la mala distribución del ingreso en la región.

Por su parte, la política cambiaria se suma también a la gama de distorsiones proteccionistas. Al mantener artificialmente tipos de cambio sobrevaluados se pretende incentivar la importancia barata de bienes de capital e insumos intermedios, para la ya ineficiente industria sustituidora de importaciones. Esta política al igual que la arancelaria ha desincentivado fuertemente las exportaciones,

sobre todo en aquellos sectores más intensivos en mano de obra. Por esta vía se ha mantenido a los mercados de América Latina ajenos a una necesaria competencia internacional. Nuestras exportaciones son débiles, nuestras economías son rígidas al cambio. En fin, en las últimas décadas América Latina ha perdido su posición relativa en el concierto de las naciones.

Pero, curiosamente, quienes se ven más afectados por estas protecciones son aquellos que teóricamente deberían ser los beneficiados: los más pobres. Estos no sólo tienen que pagar más caro por innumerables bienes de consumo, sino que, además, sus salarios se ven artificialmente deprimidos.

En efecto, la mayor esperanza para ellos no radica en nuestros pequeños mercados internos, salvo en algunas excepciones, sino en los grandes mercados del mundo desarrollado.

Finalmente, los beneficios que se le dan a través de ineficientes subsidios a los bienes de consumo más necesarios, se esfuman por la creciente inflación que estos mismos subsidios ayudan a generar. América Latina entre 1980 y 1985 tuvo en promedio 150% de inflación, impuesto que deteriora directamente los ingresos reales de quienes viven de un sueldo o de un salario.

La solución a la crisis económica pasa entonces por un replanteamiento global de las estrategias de desarrollo seguida hasta ahora. Sólo cambios estructurales podrán solucionar una crisis estructural. Es obvio que para lograr exitosamente este cambio estructural se deberá contar con la cooperación y apoyo de los acreedores y de los gobiernos de los países industrializados; sin embargo, el impulso fundacional debe producirse en nuestras mentes. Debemos tener la valentía suficiente para cambiar radicalmente la orientación de nuestra estructura económica: desde una, cuya opción preferencial es el proteccionismo e indirectamente la búsqueda de privilegios, a otra, cuya opción preferencial sea la creación de riqueza.

Nuestros llamados a un menor proteccionismo por parte de los países desarrollados, o a una solución de mercado para el problema de la deuda, no tendrán validez moral si nosotros mismos evitamos el libre mercado dentro de nuestras economías. Nuestros llamados por una mayor disciplina fiscal a los Estados Unidos, como manera de reducir las tasas de interés, tampoco tendrán validez moral mientras nuestros propios gobiernos mantengan inmensos déficit fiscales.

Creo que los Estados latinoamericanos han sucumbido en una terrible trampa: de tanto querer controlar la economía han terminado por no controlar nada o casi nada. De tanto asfixiar a la iniciativa privada con controles de precios, controles al crédito, proteccionismo, altos impuestos, burocracias omnipresentes o empresas estatales cuyas pérdidas las pagan los empresarios, esta iniciativa se ha fugado hacia la economía informal. Las inmensas proporciones

de esta realidad, aunque sospechadas, fueron puestas en evidencia, para el caso peruano, en el excelente estudio de Hernando de Soto, titulado "El otro sendero". Esta economía informal le está dando a nuestras economías la flexibilidad sin la cual el quiebre institucional frente a la crisis sería inminente.

Es obvio que este "otro sendero" está demostrando que los cambios estructurales, que necesitan nuestras economías, ya han sido emprendidos espontáneamente por miles de modestos e industriosos ciudadanos de nuestro continente. El mercado, la democracia económica, no es entonces el feudo de los poderosos y privilegiados, como decenas de iluminados intelectuales nos han hecho creer, sino que, al contrario, representa la mejor oportunidad de justicia económica, movilidad social y desarrollo acelerado que pueda aprovechar una sociedad en vías de desarrollo.

Son los monopolios empresariales, sindicales o burocráticos los que más se semejan a feudos intocables. La economía del privilegio, que hemos construido después de décadas de estatismo, es la antítesis de la democracia y de la justicia social.

El movimiento hacia la democracia política no estará completo mientras no se alcance también la democracia económica. Si esto no ocurre, la primera será una democracia inválida, permanentemente amenazada por las tempestades redistributivas que ella misma habrá sembrado.

Quienes creen que la justicia social se alcanza con una intervención total del Estado en la economía, le vuelven la espalda a la historia. La experiencia ha demostrado que donde florecen los mercados libres, aumenta el nivel de vida, se multiplican las oportunidades e incluso mejora la distribución del ingreso. Al contrario, donde los mercados son reprimidos, se multiplican los costos, los privilegios y aparece la nomenclatura.

No se trata aquí de clamar por un repliegue total del Estado. Esto sería nefasto, ya que sin derechos de propiedad definidos y protegidos por leyes, los mercados libres desaparecen. Sólo se trata de tener un Estado mejor, que intervenga allí donde la iniciativa privada no logra florecer. Se trata, en definitiva, de reemplazar la arbitrariedad del burócrata por la objetividad de la ley o, lo que es lo mismo, hallar formas de alcanzar los objetivos sin acumular control y poder, sino, por el contrario, ampliando espacios que permitan el juego de la libertad.

Latinoamérica debe, entonces, elegir cuanto antes ese otro sendero, debe rescatar de la informalidad valiosas actividades económicas que sobreviven al margen de la legalidad; debe permitir el libre desenvolvimiento de la creatividad e innovación de sus empresarios. Y éstos, por su parte, deben aprender a desarrollarse y progresar en un ambiente competitivo. Los favores que hoy muchos

de ellos reciben del Estado son un *boomerang* que en cualquier momento se devolverá contra ellos. Es necesario que, de una vez por todas, nuestro continente emprenda una estrategia de apertura al comercio exterior, con aranceles bajos, tipos de cambios realistas, escasas empresas estatales y disciplina fiscal.

Y esto no es imposible de alcanzar, pues existen experiencias exitosas que demuestran todo el potencial de nuestra gente si se adopta una política macroeconómica ordenada y se incentivan los mercados libres. El increíble auge exportador de las maquiladoras en México, la sorprendente disminución de la inflación boliviana, tras la adopción de políticas fiscales, monetarias y arancelarias adecuadas, o el no menos fantástico auge exportador del sector agro-industrial en Chile, nos confirman en qué sentido deben moverse nuestras políticas económicas: presupuestos fiscales equilibrados, tipos de cambios realistas, aranceles bajos, privatización o racionalización de empresas estatales, son precursores de éxito económico que podemos lograr.

Pero, para que esta estrategia sea exitosa, se requiere también de la colaboración de los países desarrollados. Sin embargo, no se trata de pedir conmiseración o caridad, sino sólo que estos países adopten las políticas que ellos mismos pregonan.

Estados Unidos debe reducir su gran déficit fiscal para evitar el alza en las tasas de interés internacionales. La Comunidad Europea, Japón y también Estados Unidos deben terminar, de una vez por todas, con sus políticas de subsidio y protección a la agricultura, pues esta actividad económica debería ser sobre todo asumida por los países en desarrollo, ya que ahí yacen parte de sus ventajas comparativas.

Finalmente, estos mismos países desarrollados deben permitir que las exportaciones industriales de América Latina lleguen a sus mercados, porque si Latinoamérica no puede exportar, no podrá pagar la deuda.

Ahora bien, Latinoamérica, por su parte, debe también abrir sus mercados a las importaciones de productos manufacturados de los países desarrollados y reconocer que su industria no puede fabricar de todo. Asimismo, debe permitir el libre flujo de capitales, pues esto no sólo atraería inversionistas extranjeros, que en general se convierten en defensores de nuestras exportaciones en sus países de origen, sino que, además, incentivaría el retorno de la inmensa cantidad de capitales locales colocados en el extranjero.

Sin querer dar odiosas lecciones, ni hacer comparaciones de ningún tipo, creo que la experiencia chilena es en este campo exitosa. Ella ha demostrado que si se brinda una rentabilidad adecuada al capital, unido a una relativa libertad en su desplazamiento,

se logra revertir la fuga de capitales, que no es otra cosa que el reflejo de políticas cambiarias y económicas erráticas e inadecuadas.

Tenemos, entonces, un desafío pendiente que deberemos necesariamente resolver. Si América Latina no enfrenta con realismo la revitalización de su comercio regional, estaremos perdiendo una de las más claras fórmulas para mejorar nuestro desarrollo económico. Tal vez nuestra crisis de medios de pago, nuestra reconocida insolventía, nos obligue a descubrir que es necesario recurrir a un comercio interregional más abierto y justo. En esta materia FELABAN puede ser el órgano que busque y presente la factibilización de un proyecto regional que se inició en los albores de nuestras independencias, pero que siempre nos hemos negado a emprender.

La segunda independencia de nuestros pueblos será la que nos haga libres económicamente, y esa gesta libertaria pasa necesariamente por la integración de nuestros sistemas económicos. La peor de nuestras "dependencias" es aquella que nos ciega para ver nuestro gran futuro unidos, y tal vez esta ceguera sea causa y consecuencia de no haber sido capaces de resolver la antinomia de vivir en la pobreza, teniendo todo para ser ricos. Sin embargo, siempre será más fácil vivir de las ilusiones que nos venden los falsos profetas, que tomar medidas responsables. En el convencimiento de que nada es fácil, y que por todo hay que pagar un precio, lo que importa es que sea justo y nos lleve a las soluciones buscadas.

Si pagando con esfuerzo y sacrificio, Latinoamérica logra consolidar un sistema de democracia económica y política, habrá dado un gran paso para superar tanto la actual crisis como su crónico subdesarrollo. Pero esto requiere de valentía y visión por parte de quienes toman las decisiones, eligiendo, de una vez por todas, los mecanismos de creación de riqueza. Si esto ocurre, el aspecto "oportunidad" de esta crisis habrá prevalecido dejando atrás definitivamente al peligro.

En la entrada del tercer milenio, en este siglo XXI que se acerca, América Latina deberá tener resuelto qué es lo que desea ser: un continente del mundo desarrollado o continuar sumida en la desesperanza. Si enfrentamos con realismo, creatividad y audacia la solución de nuestros problemas, no me cabe duda que los resolveremos, y el mundo verá una Latinoamérica solidaria, libre y en espectacular desarrollo. De nosotros depende. Pidámosle a Dios que nos dé las fuerzas para llevar adelante esta gran tarea.

DOS PAISES FRENTE AL COMERCIO EXTERIOR *

Sr. Manuel Concha M.

Brigadier General

Actualmente Chile está edificando lo que será su realidad social y económica en el próximo siglo. Esta, sin duda, no se cimenta en el aislamiento ni en la protección artificial de las actividades productoras. Por el contrario, tiene sus bases en el espíritu creador, existente en nuestro país, el que ha germinado en la actividad privada, permitiéndole a ésta hacer uso efectivo de todo su potencial de desarrollo.

En consecuencia, Chile ha asumido ya un compromiso con una estrategia de apertura comercial, existiendo un amplio consenso de que se debe continuar en esa línea, fomentando de manera activa nuestras exportaciones.

Es precisamente en ese tema: las exportaciones y su importancia en el desarrollo de los países, en que centraré mi exposición.

Antes de comenzar quisiera señalar que, considerando las características de tan distinguida audiencia, tuvimos algunas dudas para decidir sobre el enfoque que iban a tener en esta oportunidad mis palabras. Dentro de esta materia, resultaba atractivo analizar en profundidad el caso concreto de un sector exportador en particular, y describir su evolución pasada y perspectivas a corto y largo plazo. Alternativamente, se podría haber analizado en detalle un proyecto determinado de inversión dirigido a la exportación.

Sin embargo, al adoptar uno de dichos caminos, se habría dejado de lado el marco global de políticas, que corresponde, precisamente, a la autoridad económica decidir y definir con el fin de orientar a sectores como el vuestro. Es en esto, entonces, en lo que centraré parte de mi exposición. Junto a ello efectuaré un análisis de lo realizado en el campo exportador en un país como Corea, con el propósito de deducir luego algunas conclusiones que pienso enriquecerán esta charla.

Quisiera comenzar recordando que los países que tuvieron un mayor desarrollo en el mundo durante el siglo pasado, los que se

* Conferencia dictada por el Ministro de Economía, Fomento y Reconstrucción, Brigadier General señor Manuel Concha M., en el Instituto de Estudios Bancarios "Guillermo Subercaseaux", con motivo de la inauguración del año académico. Santiago, abril de 1988.

recuperaron en menor plazo, luego de la Segunda Guerra Mundial, y los que han salido del subdesarrollo en las últimas décadas, han tenido en común políticas que han fortalecido la empresa privada, promovido el ahorro y, lo más importante, han abierto a mercados mundiales el destino de su producción interna.

Desde su Independencia en 1810 hasta la Gran Depresión de 1930, Chile mantuvo políticas de comercio exterior esencialmente liberales. La filosofía económica seguida por nuestro país favorecía el libre comercio, no existían prohibiciones y los argumentos para establecer impuestos al comercio eran de naturaleza fiscal en la mayoría de los casos.

Sin embargo, la Gran Depresión cambia la filosofía económica prevaleciente. Los efectos que tuvo sobre la economía chilena fueron particularmente severos. Las exportaciones caen de 479 millones de dólares en 1929 a sólo 58 millones en 1932, es decir, a un octavo. Al mismo tiempo las importaciones descienden de 333 millones de dólares a sólo 44 millones. En términos reales las bajas fueron de 71% y 83% respectivamente.

La caída de las exportaciones fue producto principalmente de la baja de los precios del cobre y el salitre. De este modo, la producción de cobre pasa de 321 mil toneladas en 1929 a 103 mil toneladas en 1932, en tanto que la producción de salitre pasa de 2.9 millones de toneladas a 0,25 millones de toneladas en igual período.

Tan adversos resultados impulsan a que se lleven a cabo una serie de medidas para sacar a la economía de tan caótica situación. Sin embargo, éstas no formaban parte de un programa coherente, sino que representaban esfuerzos inconexos. Todas ellas eran de corte restrictivo, significando un aumento y diversificación de los controles en desmedro del comercio exterior. Entre éstos se destacaban: los controles a las operaciones de cambio, los tipos de cambio múltiples, exigencias al retorno de las exportaciones y cuotas y licencias a las importaciones.

La implantación de un sistema de comercio exterior, tan altamente proteccionista a partir de la Gran Depresión, tuvo entonces su origen básico en el deseo de lograr una menor dependencia externa. Siendo Chile básicamente un país monoprodutor, resultaba atractiva la idea de forjar una nación autosuficiente.

Surgieron entonces los argumentos en favor del crecimiento hacia adentro, es decir, de incentivar el desarrollo de la industria nacional, pero este anhelo más que una base científica, tenía una connotación emocional.

Los ideólogos de la época medían el grado de desarrollo de un país de acuerdo a la producción de bienes elaborados. A partir de 1939 —con la fundación de la CORFO— prevalecen las opiniones

en favor de la industrialización a costa de una política proteccionista de comercio exterior y de una intervención directa del Estado.

En efecto, esta economía cerrada impulsó el ambicionado desarrollo pero a costa de un alto precio; generó un importante déficit fiscal que fue financiado con una emisión constante. Esto a su vez aumentaba la demanda de bienes externos, lo que aparejaba crisis de Balanza de Pagos. Entonces para solucionar esto último, se imponían más restricciones a las importaciones, retroalimentándose el círculo vicioso.

El déficit fiscal, como porcentaje del producto nacional, fue de 2,2% promedio en la década del 40, de 4% en la década del 50 y de 3,3% en la década del 60, llegando a su máximo en el trienio 1971-1973 con 15,8%.

Las cada vez mayores restricciones a las importaciones, como medio de solucionar los problemas de Balanza de Pagos, llevaron a una jibarización del comercio. En la década del 20 (antes de la Gran Depresión) el volumen de comercio (importaciones más exportaciones) como porcentaje del producto era de 71% en promedio; entre los años 1940 y 1970 disminuye a un 20%.

Chile debió pagar un alto precio por su política proteccionista. Por una parte se deterioraron notablemente las relaciones comerciales y, por otra, no se consiguió que el país fuera menos vulnerable a la inestabilidad de los mercados internacionales. Las exportaciones continuaron dependiendo fundamentalmente del cobre con su fluctuante mercado externo.

Durante los diez años anteriores a la depresión, las exportaciones mineras representaban cerca del 85% del total y un 45% correspondía al salitre. Los enormes esfuerzos proteccionistas para diversificar la producción fueron estériles. Durante el período 1960-1970 las exportaciones mineras representaron el 86,3% del total, con el agravante que de ellas el 82% pertenecían a un solo producto: el cobre.

Los evidentes logros de la liberalización del comercio exterior, a partir de mediados de la década del 70, constituyen un buen indicador de lo que podría haber sido el desarrollo económico de nuestro país si en los últimos 50 años no se hubieran seguido las equivocadas políticas que retrasaron el crecimiento económico.

Afortunadamente dicho panorama comenzó a cambiar radicalmente, como ya se ha señalado, a partir de 1974, al emprender el actual gobierno un proceso de liberalización económica progresiva a través de la aplicación de una economía social de mercado. Entre otras medidas, se procede a una significativa baja de aranceles, los que se reducen progresivamente desde un nivel promedio de 105% a principios de 1974 a 44% a fines de 1975, 27% a fines de 1976, hasta llegar a 10,2% en 1979, así como a la devaluación del

dólar, el que en promedio subió un 650% en 1974 en relación a 1973, con lo cual se dieron las señales adecuadas para que la asignación de recursos se orientara hacia las áreas más eficientes y con gran potencial exportador.

La evolución que desde entonces ha experimentado el sector exportador es notable. Más aún si consideramos que en estos últimos 14 años nuestro país ha enfrentado condiciones inusualmente adversas. Aparte de dos fuertes recesiones, los precios de nuestros principales productos de exportación se deterioraron sensiblemente, y aún hoy día no recuperan sus niveles pasados.

Entre los resultados más notables es importante destacar que en el período 1960-1973 las exportaciones representaron, en promedio, el 10,8% del ingreso nacional. Entre 1974 y 1987 su aporte ascendió al 24,2%, con una tendencia creciente, siendo en la actualidad de 31%. Asimismo, entre 1960 y 1973 el volumen de exportaciones creció en promedio 2,2% anual. Entre 1974 y 1987 el volumen crece a una tasa de 10,5 por ciento anual, es decir, casi 5 veces más que en el período anterior.

Por otra parte, entre 1970 y 1973 nuestras exportaciones alcanzaban los 1.300 millones de dólares. En 1987 esa suma ascendió a 5.200 millones, lo que es 4 veces superior.

Este aumento se ha dado con mayor fuerza en los rubros agrícolas, del mar e industriales, lo que ha permitido reducir la dependencia de los ingresos provenientes del cobre. En 1970 las exportaciones de productos agropecuarios y del mar representaban sólo el 3% del total. En 1987 el 15,2%, en tanto que las exportaciones de productos industriales pasaban de 11,6% a 35,0%.

Estos resultados revelan el notable cambio que ha experimentado nuestra economía, al pasar de un sistema económico protegido y cerrado al exterior, a otro abierto y sin restricciones y cuyo objetivo fundamental ha sido, a partir de 1985 con la puesta en marcha del programa de ajuste estructural, sostener una tasa de crecimiento de entre 4 y 5%, hasta fines de la década con una gradual reducción de los índices de endeudamiento externo y de la tasa de inflación. Para ello, este programa, en uno de sus puntos centrales, pretende dar un mayor énfasis en la promoción y desarrollo del sector exportador, como motor de desarrollo económico.

El sostenimiento de un tipo de cambio real alto, así como la creación y puesta en marcha de diversas leyes, estimularon aún más la tendencia al aumento que exhibía el sector exportador. Tras ese fin, desde 1985 a la fecha, se han implementado una treintena de mecanismos de promoción a las exportaciones, entre los que se pueden mencionar:

La Ley N° 18.480, que permite a los exportadores menores obtener un reintegro de 10% sobre el valor FOB líquido de retorno.

Este beneficio se extingue en la medida que las exportaciones van subiendo de monto y, por lo tanto, dejan de ser menores; el Decreto Ley N° 825, que otorga a los exportadores el beneficio de recuperar el impuesto al valor agregado, pagado por aquellos insumos que se incorporan a una exportación; la modificación del Decreto Ley N° 1.226, refundido en la Ley N° 18.634, que permite diferir y, finalmente, no cancelar los derechos aduaneros correspondientes a bienes de capital importados. Este beneficio se amplió a un mayor número de bienes y a una más amplia gama de exportaciones, evitando, además, crear una competencia desleal para la producción nacional de esas mismas mercancías.

Los resultados obtenidos como consecuencia de lo anterior son altamente satisfactorios y han superado lo previsto. Es así que, entre 1985 y 1987, las exportaciones, excluyendo al cobre, han crecido en volumen a una tasa promedio de 12,6% anual. Es además notable el dinamismo que se observa en las exportaciones menores, las que en 1987 aumentaron su volumen en 18,4%. En cuanto al número de exportadores, es interesante observar que en 1987 fue de 5.623, lo que representa un aumento de 102,3% respecto a 1986. Asimismo, mientras en 1986 los productos chilenos llegaron a 109 países, en 1987 subieron a 120; estas cifras son especialmente relevantes, ya que indican que una variedad cada vez mayor de productos se está dirigiendo a un mayor número de países, conquistando nuevos mercados.

Sin embargo, es evidente que las exportaciones sólo pueden crecer sostenidamente si el país destina en forma creciente sus esfuerzos de inversión hacia aquellas áreas con mayor potencial exportador. Al respecto, en los últimos años, la tasa real de formación bruta de capital fijo se ha elevado apreciablemente en nuestro país, pasando de 12,9% del producto en 1983 a 16,5% en 1987.

Si bien la calidad de la inversión es hoy día superior a la de décadas pasadas, los niveles aún son insatisfactorios. Sin embargo, la inversión privada ha cobrado un tremendo empuje y auge. Basta señalar que en 1987 ella se elevó un 30% en términos reales, y esta tendencia creciente no da señales de atenuarse, con lo cual se ve como perfectamente factible alcanzar los niveles de inversión global cercanos al 20% o más en 1990.

Es indudable que una labor importante que está permitiendo aumentar los niveles de inversión hacia proyectos orientados a la exportación le ha correspondido al Estado a través de la contratación de líneas de crédito con organismos internacionales como el BID y el Banco Mundial desde el año 1985.

Los recursos involucrados en esto superan los 600 millones de dólares en las siguientes líneas de crédito:

El Programa CORFO-Banco Mundial-SERCOTEC, dirigido a la pequeña y mediana industria manufacturera, por un monto total de 61,5 millones de dólares; Líneas de crédito CORFO-BID II, que tienen por objeto financiar activos fijos y capital de trabajo para diversos sectores de la economía por un monto de 263,5 millones de dólares; Programa de Reactivación Industrial BID-Banco del Estado, que tiene como objetivo el canalizar recursos financieros a las empresas del sector manufacturero por un monto de 139 millones de dólares, y el Programa de Reestructuración Financiera Banco Mundial-Banco Central, que pretende ayudar a la rehabilitación financiera de empresas productivas privadas de los sectores industrial, minero y agroindustrial por un monto de 142 millones de dólares.

Al escuchar ustedes estos antecedentes sobre las políticas aplicadas en nuestro país, con el fin de incentivar al sector exportador, es indudable que uno podría preguntarse qué factor en común tienen las economías de dos países tan distintos como Corea del Sur y Chile, con grandes diferencias de tipo geográfico, étnico, cultural y religioso. La respuesta es que en ambas la fuerza motriz de su desarrollo lo constituye el sector exportador. En Corea desde principios de los años sesenta, en Chile desde mediados de los setenta, aproximadamente 15 años de diferencia.

Es así que en 1965 las exportaciones coreanas generaban el 9% del producto interno, lo que contrasta enormemente con el 38% que generaron en 1987. Al respecto, quisiera recordar que Chile, en un lapso menor en un tercio, ha logrado llegar a cifras de 31%.

El desarrollo que ha alcanzado Corea en sólo dos décadas y media es impresionante. Basta decir que en 1987 obtuvo la tasa de crecimiento económico más alta del mundo, con 13,5%. Hoy día se le considera como un país recién industrializado y con un potencial que le permitirá situarse a la altura de las economías más desarrolladas en un futuro no muy lejano.

Esta realidad contrasta con lo que sucedía a comienzos de los años sesenta, en que Corea del Sur era un país con un bajo nivel de ingresos, con la mayoría de su población dependiendo de una escasa tierra de cultivos. En 1961 su Producto *per cápita* era de apenas 82 dólares, muy cerca del límite inferior de la escala de ingresos internacional.

El panorama empezó a cambiar radicalmente a partir de 1962 con la ejecución de una serie de planes quinquenales de desarrollo económico y social. La estrategia delineada por el Presidente Park, consistió básicamente en que a través de un fuerte endeudamiento externo del Gobierno se financió el crecimiento del país, orientando créditos específicamente a los sectores de industria pesada, como a las acerías y los astilleros y a la industria liviana, como la

textil y de vestuario, y también a una incipiente industria electrónica.

Los resultados han sido espectaculares. Hoy en día registra la mayor tasa de crecimiento económico del mundo con un producto *per cápita* de 2.870 dólares, 35 veces superior al nivel de 1961. El año pasado se exportó por un monto superior a los 47.000 millones de dólares, lo que se compara favorablemente con los 52 millones que sumaron las exportaciones en 1962.

Como mencionaba anteriormente, el motor de este crecimiento ha sido la actividad exportadora. Corea del Sur exporta a casi todos los países del mundo, con lo cual tiene presencia en un inmenso mercado.

En la década de los sesenta las exportaciones crecieron en volumen a una tasa de más de 35% promedio anual, en los años setenta ésta fue de 26% y en la década actual ha sido de 13%. La desaceleración de estas tasas se explica dado que en los primeros años era fácil crecer mucho respecto a bajos niveles; hoy en día los volúmenes transados son muy grandes y por ello el crecimiento es menor.

Para lograr tan alta expansión de sus exportaciones, Corea debió también importar mucho, especialmente materias primas y bienes de capital. Es así que en 1963 sus importaciones eran 5,7 veces superiores a sus exportaciones, y sólo recién en 1986 empezó a obtener un superávit comercial, el que en 1987 alcanzó los 6.548 millones de dólares.

La persistencia de una Balanza Comercial deficitaria tuvo como contrapartida una acumulación de deuda externa, la que alcanzó su máximo en 50.000 millones de dólares, descendiendo en 1987 a 35.000 millones de dólares. Evidentemente la apertura al comercio exterior y la promoción de las exportaciones son condiciones necesarias pero no suficientes para asegurar un alto desarrollo económico, ya que habría que considerar además la importancia del ahorro nacional.

Si uno examina con mayor detención los factores que explican el éxito coreano, se encuentra con que son los mismos que permitieron el despegue de Japón después de la Segunda Guerra Mundial. Es decir, poseer una fuerza de trabajo joven, educada y tenaz; salarios relativamente bajos y una alta tasa de ahorro (33% del Producto), que es el doble de la que tiene Japón en estos días.

Este último factor es especialmente destacable. El esfuerzo de ahorro interno que ha hecho Corea, y que como contrapartida significa austeridad y moderación en el consumo, ha sido extraordinario. En 1965 ahorran el 8% de su producto, y desde entonces esta tasa ha ido creciendo sistemáticamente, hasta alcanzar hoy el 33%. Lo anterior ha posibilitado que Corea incremente sustancialmente su

inversión y por ende sus niveles de producción, los que en forma creciente se están volcando a los mercados internacionales.

En el último tiempo la economía coreana ha emprendido reformas que tienden a una mayor liberalización en el comercio, la inversión extranjera y la cooperación económica internacional. Es así que durante 1987 permitieron la entrada de 170 nuevos productos, y rebajaron aranceles en otros 289, en porcentajes de entre 5 a 30%. Asimismo, las barreras no arancelarias también fueron reducidas en forma significativa.

Esta tendencia a rebajar barreras ha proseguido en los primeros meses de este año, y es así que en enero se disminuyeron aranceles a otros 194 productos en porcentajes de entre 5% y 20%. De este modo, en 1988 virtualmente todos los productos manufacturados estarán abiertos a la competencia externa.

Por otra parte, el gobierno coreano está incrementando sus esfuerzos para atraer más inversión extranjera, la que en 1987 alcanzó 1.060 millones de dólares. En Chile dicha inversión alcanzó a 1.100 millones de dólares en el mismo año.

Las perspectivas de la economía coreana son promisorias. En los dos últimos años ésta ha crecido a una tasa promedio de 13%, y su crecimiento no da señales de decaer. En consecuencia, en un futuro no muy lejano, el nivel de ingreso de ese país debiera ser uno de los más altos del mundo.

Es evidente que al escuchar las políticas aplicadas por Corea con el fin de incentivar sus exportaciones, se encuentran similitudes con lo realizado por Chile a la fecha, lo que confirma que estamos en la senda adecuada y que las exportaciones, al igual que en el país asiático, liderarán el proceso de desarrollo económico de nuestro país.

Los incentivos y las señales dadas por las autoridades en Chile son las correctas, pero se hace necesario persistir e incrementar los esfuerzos de ahorro e inversión para llegar a sostener tasas aún mayores de crecimiento. Si bien aún nos queda un buen trecho por recorrer para llegar a una dinámica exportadora similar a la de Corea, quisiera hacer un paralelo más exacto entre diversas medidas y los resultados obtenidos.

Al respecto, habría que comenzar señalando que nuestro país sólo en 1974 inicia la apertura al comercio exterior. En 1973 se exporta por un monto cercano a los 1.300 millones de dólares, cuadruplicándose esa cifra en 1987, al llegar a 5.200 millones de dólares en exportaciones. Para este año se espera superar la barrera de los 6.000 millones de dólares.

Corea, por su parte, inició en 1962 el desarrollo de su sector exportador. Las exportaciones alcanzan ese año los 52 millones de

dólares, suben a 1.000 millones en 1970, a 10.000 en 1977 y a 47.000 millones de dólares en 1987.

Al igual que Chile, en donde se han implementado diversos mecanismos de incentivo a las exportaciones —por ejemplo el reintegro del 10% a las exportaciones menores—, Corea ha aplicado medidas tendientes a provocar un resultado similar. Entre ellas se cuenta la exención de aranceles para insumos de productos exportables y el acceso expedito a préstamos bancarios para capital de trabajo con tasas de interés preferencial a los exportadores.

Ambas naciones cuentan con entidades que difunden y promueven sus exportaciones. PROCHILE y la denominada Corporación Coreana de Promoción, las que, de manera eficiente, se han encargado de dar a conocer las bondades de sus productos de exportación.

Actualmente, tal como lo señalé, Chile exporta a 120 países; Corea a 130. Si bien es cierto aún no existe comparación en los montos exportados, creemos que la ruta seguida permitirá disminuir la amplia brecha que hoy separa a ambos países en materia de exportaciones.

Esta afirmación se sostiene en el análisis de por ejemplo la velocidad con que se expande el volumen de exportaciones. En sus inicios —entre 1962 y 1967—, las exportaciones coreanas, mayoritariamente industriales, variaron en promedio 30,2% anual. Chile, entre 1974 y 1980, expande sus exportaciones industriales en 35,1% anual. Es decir, en los primeros años de la apertura al comercio exterior las exportaciones chilenas en ese campo crecieron a mayor velocidad que en Corea.

Estos antecedentes permiten señalar, tal como se ha afirmado en otras oportunidades, que nuestro país ha superado una primera etapa dentro del campo de las exportaciones.

En ésta se alcanzó la mayoría de edad en el mercado del cobre, aumentando enormemente nuestra productividad, rebajando costos. Ahora nuestros esfuerzos se encaminan a la ampliación y diversificación de mercados, en la expansión del consumo y en la mantención de la competitividad.

En otras áreas como la frutícola, la pesquera y sus derivados, la madera y sus derivados, hemos entrado en la medianía de edad. Nuestros productos son apetecidos y valorados, y por ello serán sujetos de creciente competencia. Se requiere, por tanto, en esta nueva etapa que ya se ha iniciado, profundizar y perfeccionar las políticas comerciales que busquen optimizar la promoción, la calidad de los productos y la penetración a nuevos y más amplios mercados.

Asimismo esta nueva etapa significará también alcanzar mejores niveles en la exportación naciente de manufacturas y servicios.

Al respecto, cabe señalar que si bien es cierto las exportaciones de productos manufacturados diversos representan aún una pequeña proporción del total exportado, 2,8%, lo que equivale a 146 millones de dólares en 1987, en los últimos dos años éstas han crecido en volumen a tasas muy altas, 115,9% en 1986 y 172,6% en 1987.

En todas estas áreas, por fortuna, el factor humano, que es el más importante y decisivo para lograr metas cada vez más auspiciosas, está en cantidad y calidad necesarias. Así, el profesionalismo de nuestros científicos, ingenieros, agrónomos será determinante en el éxito de tan benéficos propósitos.

Señoras, señores:

Para finalizar mi exposición quisiera hacer el ejercicio de proyectar nuestra economía, de modo de llegar a un lapso similar al que lleva la economía coreana desde su despegue en 1962, año en el cual inició sus reformas tendientes a transformar al sector exportador en base de su progreso.

Al hacer esta proyección, llegaríamos al año 2000. Para ese entonces, y con supuestos conservadores, como son tasas de crecimiento de 5% anual hasta 1992 y de 6% desde 1993, las exportaciones chilenas podrían ascender a 19.500 millones de dólares en moneda de este año, con un producto geográfico bruto del orden de 40.000 millones de dólares y con un producto *per cápita* de 2.700 dólares, es decir, levemente inferior al que tiene hoy Corea, y superior en 80% al nivel actual de 1.500 dólares *per cápita*.

Hoy en día, tanto las herramientas para lograr estas metas, así como la capacidad del sector privado para materializarlas, existen en nuestro país. Sólo hace falta la voluntad y el deseo para que, aceptando el desafío que el país nos exige, podamos entregarle a las generaciones futuras una nación aún más próspera y desarrollada.

SEGUNDA PARTE

DESARROLLO Y NORMALIZACION DEL SISTEMA FINANCIERO CHILENO

POLITICA BANCARIA CHILENA *

Sr. Hernán Büchi B.

INTRODUCCION

A nombre del Gobierno de Chile y del mío propio, me es muy grato dar la más cordial de las bienvenidas a los distinguidos participantes extranjeros en esta XXI Asamblea Anual del Consejo de Gobernadores de la Federación Latinoamericana de Bancos. Al mismo tiempo, quiero agradecer la gentil invitación que me ha hecho el señor presidente de FELABAN para participar en este encuentro y expresar algunas ideas relativas a la política que ha venido siguiendo el país en materia bancaria. He estimado adecuado centrar esta exposición en analizar las políticas del Gobierno en materias bancarias no porque no existan otros temas de interés que puedan ser abordados por el Ministro de Hacienda, como por ejemplo la evolución económica general, o temas quizás hoy en día más apremiantes para las economías latinoamericanas, como es el caso del proceso de la renegociación de la deuda externa. Con todo, para la audiencia que hoy se congrega aquí, creo que no hay mejor manera de abordar el análisis de los principios que inspiran al Gobierno en todo su accionar, y de describir las etapas por las cuales ha pasado la evolución económica en los últimos años, que utilizar como ejemplo y modelo las políticas y la evolución del sector financiero.

El tema elegido para este evento, "América Latina: Comercio, Inversión y Desarrollo", sintetiza en forma adecuada el punto de unión entre el desarrollo económico y el quehacer bancario. En efecto, es por la vía del aumento del comercio y de la inversión como las economías deben lograr un mayor desarrollo; por otro lado es precisamente el sistema bancario el que facilita el proceso de aumento en las relaciones comerciales y el proceso de inversión, siendo de esta manera uno de los principales agentes en facilitar el proceso de desarrollo del país. La elección de este tema refleja a mi juicio el cabal entendimiento que tienen los organizadores de

* Exposición realizada por el Ministro de Hacienda, señor Hernán Büchi B., en la XXI Asamblea Anual del Consejo de Gobernadores de la Federación Latinoamericana de Bancos, Santiago, noviembre de 1987.

este Seminario de la estrecha relación que existe entre el desarrollo económico y el rol que desempeña el sector financiero.

La política bancaria y financiera que viene siguiendo Chile desde hace más de una década favorece fuertemente la propiedad y la libre iniciativa privadas. Refleja, por cierto, una posición filosófica que beneficia la libertad de elección de los individuos, pero también una convicción de que el camino adoptado es el mejor desde un punto de vista técnico, en cuanto promueve una más eficiente y justa asignación de los recursos y, en definitiva, un mayor crecimiento y bienestar.

Mediante los intermediarios financieros, dentro de los cuales la banca y las sociedades financieras ocupan un rol principal, se cumplen en una economía de mercado funciones que resultan fundamentales para el desenvolvimiento de la actividad económica. La asignación de recursos a través del tiempo, la captación y canalización de los ahorros, el financiamiento del capital de trabajo de las empresas, el financiamiento de las inversiones, la captación de fondos del exterior y el establecimiento de mecanismos eficaces de pagos tanto a nivel nacional como internacional, son sólo algunos de los aspectos de las tareas principales que realiza la banca

En mi exposición trataré de describir cómo esta filosofía ha sido entendida en la práctica por el Gobierno al diseñar e implantar políticas concretas. Describiré cómo en forma gradual, pero decididamente, se llevó a cabo a partir de 1974 un ambicioso programa de privatización e intensificación financiera y cómo éste se tradujo, a los pocos años, en un mercado de capitales considerablemente más moderno, competitivo y amplio, lo que coincidió con un período de gran desarrollo de la economía nacional. Pero también discutiré cómo a partir de fines de 1981 el sistema financiero nacional experimentó una grave crisis, lo que coincidió con una profunda recesión en la economía del país. Asimismo, señalaré cómo se enfrentó esa crisis y de qué manera se ha logrado plasmar una nueva estructura regulatoria que, enfatizando el carácter privado del sector, intenta prevenir y alertar a tiempo sobre posibles situaciones de insolvencia de las instituciones financieras sin restarles eficiencia ni competitividad. Simultáneamente se ha logrado restaurar el proceso de crecimiento económico que hoy aparece asentado en bases sólidas y estables.

La superación de nuestra crisis financiera y económica ha sido, como en muchos otros países de la región, el resultado de un formidable sacrificio mancomunado de autoridades, trabajadores y empresarios. Gracias a ese esfuerzo, las perspectivas son hoy auspiciosas. Estoy cierto que ello redundará en una mejor utilización de nuestros escasos recursos de ahorro en favor de la inversión en ac-

tividades productivas rentables y que favorecerá el desarrollo que nuestro país requiere con urgencia.

LIBERALIZACION Y PRIVATIZACION DE LA BANCA

La estrategia de desarrollo adoptada hacia fines de 1973, basada en la propiedad y libre iniciativa privadas y en el mercado como asignador de los recursos, contrastaba agudamente con la realidad económica, muy especialmente con la del sector bancario.

En efecto, el Estado había asumido directamente la propiedad y gestión de gran parte de las empresas bancarias nacionales, al tiempo que su actividad estaba tan fuertemente regulada que se habían transformado en meros administradores de líneas crediticias que, para fines muy específicos, entregaba el Banco Central. Las actividades comerciales, e incluso financieras, de los bancos eran escasas, al menos en el sentido que en la actualidad tienen esos conceptos.

Las regulaciones crediticias afectaban el nivel de actividad de las empresas financieras, pero, sin duda, sus efectos asignativos se extendían por toda la economía. Para comprender adecuadamente la evolución posterior del sistema, conviene recordar brevemente algunas de las regulaciones más contradictorias con la estrategia que se estaba implantando.

En un primer lugar hay que señalar, por sus consecuencias, la fijación de las tasas de interés activas y pasivas. Esto no sólo por las posibles distorsiones que afectan en el margen la asignación de recursos, sino por los niveles nominales fijados, con una casi absoluta independencia respecto de la escasez de fondos del sistema y de las tasas de inflación que imperaban. Cuando el alza de los niveles de precios alcanzó valores de 3, e incluso de 4 dígitos, se dejó radicalmente a todo potencial ahorrante y el obtener crédito se transformó en una actividad extraordinariamente lucrativa, sea cual fuere el uso que se le diera a los fondos conseguidos. La asignación del crédito no dependía en absoluto de la rentabilidad relativa, ni social ni privada, de eventuales proyectos que fueran a financiarse con los fondos en cuestión. En estas condiciones muy difícilmente podía pretenderse fomentar el ahorro y la calidad de los proyectos de inversión y, por ende, el desarrollo a través de la banca y del sector privado.

Junto con la regulación estricta de las tasas de interés, existía una prohibición prácticamente absoluta de ofrecer instrumentos de captación o de crédito con algún tipo de indexación o protección ante la inflación. Se limitaba así cualquier financiamiento de largo plazo del sector privado y cualquier crecimiento interesante de la

banca, pues todos los excedentes de ahorro, en último término, eran administrados por el gobierno vía inflación. Asimismo, salvo en operaciones muy puntuales, se prohibía a la banca captar y prestar recursos con un horizonte superior a un año.

A partir de 1974 se inicia una transformación radical de la banca y del mercado de capitales chileno. En cuanto a la propiedad, se logra en un plazo razonable traspasar todos los bancos al sector privado, quedando en manos estatales sólo el Banco del Estado, que opera bajo incentivos y regulaciones absolutamente idénticas a las de cualquier banco privado establecido en el país, ya sea nacional o extranjero.

Al mismo tiempo, se inicia una política gradual de adecuación de la regulación pertinente, de modo de darle al sector un contexto que le permitiese operar eficazmente en el marco de una legislación financiera moderna. Así, se liberan innumerables restricciones que afectaban a la intermediación financiera y que segmentaban los mercados. Se liberan las tasas de interés y se establecen mecanismos de indexación por inflación y por variación en el tipo de cambio. Se deroga la prohibición de captar y colocar a más de un año y se aplica el concepto de multibanca, por el cual se elimina la mayor parte de las discriminaciones entre intermediarios financieros en lo que respecta al tipo de operaciones que pueden realizar, aumentando de hecho tanto el tamaño del mercado como la competencia y, por ende, la eficiencia de la intermediación.

En forma más gradual, y en la medida que en los mercados internacionales la banca privada comenzó a tomar un rol más significativo en la colocación de fondos a los países de menor desarrollo relativo, se fueron eliminando las restricciones que afectaban el intercambio financiero con el exterior. De este modo se logró captar y canalizar hacia el sector privado un volumen considerable de ahorros externos.

Por último se realiza una profunda reforma al sistema previsional del país, por medio de la cual los trabajadores dejan de verse obligados a cancelar un impuesto mensual, bajo el nombre de cotización, para proceder a ahorrar en instituciones de su elección un monto mensual que pasa a ser propio. Dichas instituciones invierten esos recursos en el mercado de capitales, de modo de ofrecer a sus afiliados una rentabilidad competitiva sobre la base del ahorro de dichas personas. Esta reforma está destinada a transformar en forma definitiva el mercado de capitales chilenos, dándole una amplitud y una capacidad para proyectarse en el largo plazo nunca antes conocida.

AUGE Y CRISIS DE LA BANCA

La manifestación de las políticas descritas que más llama la atención es, sin duda, el crecimiento que el sistema financiero experimentó a partir de 1975 que, como ya dijimos, coincide con un notable desarrollo de la economía chilena. En efecto, las colocaciones, que pueden considerarse como una primera aproximación a los niveles de actividad de la banca, crecen entre ese último año y 1981 en alrededor de 18 veces. Al mirar otras variables, como depósitos, capital e intermediación de títulos financieros, los resultados no son menos espectaculares. En particular, llama la atención el ingreso de capitales del exterior.

En efecto, la banca nacional tuvo un rol central en la obtención y canalización interna de los fondos provenientes del extranjero, principalmente de la banca internacional privada. Así, mientras en 1974 la deuda externa del sistema financiero nacional era prácticamente inexistente, hacia 1981 representaba un 35% de la deuda externa del país y un 55% de la deuda externa del sector privado.

Pero no sólo en los volúmenes de operación se manifestó el auge de la banca. También implicó la creación de nuevos instrumentos de captación y colocación de fondos, una tecnificación y modernización de los más diversos aspectos de la gestión bancaria y un aumento, sólo entre 1976 y 1981, de casi un 40% en el número de instituciones que operaban en el país.

En general, hacia 1981, desde el punto de vista de su estructura y tecnificación, el sistema financiero chileno presentaba una posición más acorde con la realidad de los mercados modernos, que la mostrada 6 ó 7 años antes. En buena medida, la banca nacional aparecía como un sector económico de gran dinamismo.

Sin embargo, a lo largo del período de auge, fueron creándose condiciones que posteriormente incidirían significativamente en la estabilidad del sistema. En especial, y como consecuencia de la favorable evolución macroeconómica de los años anteriores, las expectativas de fuerte crecimiento generaron una marcada tendencia hacia el endeudamiento de empresas y personas. En la medida que esas expectativas, tanto en Chile como en el exterior, no se cumplieron, amplios sectores de la economía tuvieron serias dificultades para servir sus compromisos. Asimismo, y en el caso de varias instituciones financieras, se adoptaron políticas crediticias muy poco prudentes, especialmente a través de la concesión de préstamos a personas y empresas relacionadas a sus propietarios.

Hacia fines de 1981 el país entró en una recesión de considerable magnitud. Esta afectó a todos los sectores de la economía nacional, pero muy especialmente a aquellos que habían incremen-

tado sus pasivos en forma excesiva en relación a su patrimonio efectivo. Rápidamente esta situación se reflejó en la banca en un deterioro en la calidad de sus activos. Esta recesión en parte importante fue causada por un deterioro adicional en nuestros términos de intercambio, y por una alza brusca, en términos reales y nominales, de la tasa de interés internacional. Adicionalmente se produce una reversión violenta en los flujos provenientes del exterior que hasta esa fecha eran abundantes y crecientes y que súbitamente, a partir de 1982, se transforman en negativos, haciéndose imposible para el país conseguir recursos de los mercados externos y forzando a Chile como a otros países latinoamericanos a entrar en el proceso de renegociación de la deuda que hemos conocido desde fines de 1982, proceso en el cual aún nos encontramos involucrados.

Como reflexión adicional es importante tener en cuenta que siendo una de las razones que provocó la recesión el cambio violento en las disponibilidades de financiamiento externo y habiendo sido los bancos nacionales uno de los principales medios para canalizar dichos recursos, no es de extrañar que hayan sido precisamente esos bancos uno de los focos principales de la tensión generada en la economía como consecuencia de la recesión que se inició a fines de 1981.

Los efectos de la recesión no fueron idénticos en todas las instituciones financieras que operaban en el país. Unas, si bien vieron reducidos transitoriamente sus niveles de rentabilidad, nunca enfrentaron un deterioro tal que hiciera temer por su solvencia; otras, especialmente aquellas con carteras más concentradas, presentaron pérdidas en sus activos por magnitudes que comprometían varias veces su capital contable.

NORMALIZACION DEL SISTEMA FINANCIERO

La magnitud y consecuencias de la crisis que afectó al sistema financiero nacional obligó a una participación activa de la autoridad tendiente a su superación mientras simultáneamente se adoptaban las medidas de índole macroeconómica dirigidas a readecuar la economía del país a las nuevas y adversas circunstancias. En el ámbito financiero la acción estatal se dirigió principalmente a solucionar la situación acumulada durante la crisis de 1981-83, por medio de una serie de medidas destinadas a enfrentar el ajuste patrimonial que se produjo; dichas medidas tendieron tanto a mejorar la situación de los deudores como directamente la de la banca, especialmente mediante una reconstrucción patrimonial, sea de sus activos o de sus capitales. Dentro de los primeros, cabe señalar:

a) Líneas de crédito del Banco Central a los bancos comerciales con el propósito que reprogramaran a sus deudores a tasas de interés y plazos convenientes.

b) Un mecanismo de compensación a los deudores en moneda extranjera, que se vieron afectados por las devaluaciones del peso en 1982.

Dentro de las medidas que más directamente afectaron a la banca, están:

a) El diseño de diversos incentivos y de indicaciones perentorias acerca de que la banca debía reconstituir su base de capital en un plazo impostergable. Se estableció el concepto de acciones preferentes, se condicionó por ley la garantía a los depósitos a la existencia de planes específicos de aumentos de capital y se aprovechó la posibilidad de convertir títulos de deuda externa en inversión local. De este modo todos los bancos privados normalizaron su situación, inclusive varios de ellos enfrentaron profundos cambios de propiedad.

b) Atendido de que alrededor de un 20% de las colocaciones presentaba serias dudas acerca de su recuperación, cuyos castigos y provisiones habrían sido imposible de absorber por cada institución en un plazo razonable, la autoridad, a través del Banco Central de Chile, creó un sistema para adquirir esas carteras a las instituciones a sus valores de libros y a condición que los accionistas de los bancos privados en lo futuro recompensen al Banco Central a partir de los excedentes del negocio (recompra de cartera).

c) En el caso de los grandes bancos que fueron intervenidos en 1983, resultaba evidente que los requerimientos de nuevo capital para su equilibrio financiero eran de tal magnitud que eran inconciliables con las posibilidades de la inversión privada a un plazo breve. Quizás aquí se dio el paso más profundo al innovarse con un mecanismo denominado "capitalismo popular", el cual, valiéndose de un crédito fiscal de largo plazo otorgado al público, permitió que alrededor de 41.000 pequeños inversionistas privados suscribieran y pagaran los aumentos de capital necesarios en dichos bancos (Banco de Chile y Banco de Santiago). Monetariamente, el procedimiento fue neutro, pues estos bancos utilizaron la liquidez que les proveyó el aumento de capital para saldar deudas contraídas previamente con el Banco Central. El proceso fue exitoso y ya han sido alzadas definitivamente todas las intervenciones.

El problema inmediato de rescatar el sistema financiero de su crisis patrimonial y de propiedad quedó plenamente resuelto hacia fines de 1986. Simultáneamente hacia fines de ese año y a comienzos de 1987 se alcanzó la recuperación del PGB deprimido por la recesión enfrentada a inicios de 1982 y la economía entraba de

lleno a una etapa de crecimiento sostenido, con una estructura competitiva y orientada a la exportación.

En forma paralela en algunos casos, al proceso de reconstrucción del sistema bancario, y con posterioridad en otros, se trabajó en sentar las bases que ayudaran a prevenir futuros problemas de inestabilidad e ineficiencia financiera. Dos son los aspectos que destacan:

1. Un fuerte énfasis por mejorar los procedimientos de supervisión bancaria orientándose a la cuantificación de los riesgos patrimoniales que involucra la actividad financiera, especialmente la calidad de sus activos, de manera de exigir tempranamente la constitución de provisiones y promover las capitalizaciones que fueren necesarias. Todo ello en el marco de una exigente supervisión bancaria profesional como pilar de un rol ineludible para preservar la estabilidad del sistema financiero, tan costosa cuando se resiente.

2. La limitación de la garantía estatal a los depósitos y una política estricta de transparencia bancaria, requiriéndose estados financieros realistas y poniendo al conocimiento del público toda información relevante para juzgar el estado de las entidades financieras. Se establece así un soporte de una mayor eficiencia, promoviéndose una competencia más sana y justa, al tiempo que se propicia la estabilidad financiera.

Nuestra experiencia en este sentido es clara. Una confidencialidad mal entendida y un respaldo irrestricto del Estado a los bancos, todo ello en nombre de impedir la desestabilización del sistema, paradójicamente siembran la semilla de la imprudencia, del riesgo desmedido y de los problemas no dimensionados, que finalmente terminan socavando las bases patrimoniales, a tal punto que constituyen un gran golpe para la estabilidad. De ahí nuestro énfasis en la transparencia, el autocontrol del mercado y los riesgos compartidos.

No debe pensarse que la autoridad tiene la utópica idea de que existen regulaciones que impidan absolutamente que instituciones privadas, desempeñándose en una economía cambiante, puedan tener dificultades financieras y de solvencia. Sin embargo, el objetivo de dichas regulaciones es minimizar la posibilidad de que las dificultades se produzcan, e impedir de que dichas instituciones jueguen un rol desestabilizador, asumiendo riesgos en momentos de optimismo más allá de lo que aconseja la prudencia y no contando, por otro lado, en los momentos de dificultades, con las disposiciones legales adecuadas que les permitan facilitar el proceso de ajuste que la economía requiere con urgencia.

NUEVA LEGISLACION BANCARIA

La normalización financiera debe en consecuencia visualizarse como inserta en el proceso de la transformación institucional que se deriva de las modificaciones introducidas a la legislación bancaria por la Ley N° 18.576 del 27 de noviembre de 1986. En efecto, todo el esfuerzo social y privado subyacente al programa de normalización podía perderse innecesariamente si no se corregían las deficiencias institucionales que cooperaron a que la crisis del sistema financiero alcanzara las magnitudes que alcanzó. En particular, debía enfatizarse el carácter privado del sistema financiero, no sólo en lo que se refiere a su gestión y propiedad, sino, especialmente, en los mecanismos de distribución de riesgos y absorción de pérdidas. Esto es, la aplicación a nivel legal del principio de riesgos compartidos y del autocontrol, por el cual los propios agentes participantes del mercado —banqueros, deudores y depositantes— tienen una responsabilidad central en velar por el buen manejo de los fondos confiados a las instituciones financieras.

Para quien haya seguido en detalle la evolución de la banca chilena y las normas que la regulan, las modificaciones en cuestión representan un cambio sustancial del contexto en el cual se desenvuelve el sistema. En efecto, si bien el espíritu de la legislación anterior era el de propiciar negocios bancarios de un carácter esencialmente privado, no contenía los mecanismos suficientes para mantener ese carácter a lo largo del tiempo, especialmente cuando las entidades presentaban problemas financieros. Asimismo, no estaba suficientemente actualizada en cuanto a recoger ciertos avances del mercado en materia de operaciones financieras.

El espíritu subyacente a las modificaciones legales recientes es el de contar con una banca realmente privada, competitiva y estable en el tiempo. Para estos efectos, se contemplan normas tendientes a ampliar tanto el ámbito de los negocios bancarios como la participación de los agentes privados, pero también otras que permiten limitar aquellas operaciones que involucran riesgos excesivos. Así, por una parte, se permite a los bancos participar en nuevos negocios, especialmente su incursión en el concepto genérico de la banca de inversión, se establecen disposiciones que aseguran una amplia transparencia en la información que el público recibe y se crean mecanismos privados de solución para las entidades en situaciones de inestabilidad financiera, pero, por otra, se fortalece el rol del fiscalizador y se limitan aquellas operaciones que comprometen más allá de lo aconsejable la situación patrimonial de los bancos.

Para que la banca sea auténticamente privada y cumpla el rol que le corresponde en una economía de mercado, resulta fundamental que los riesgos de su gestión también sean, al menos en parte, de

carácter privado. La existencia de una garantía estatal irrestricta, explícita o implícita, a los pasivos bancarios implica romper este elemento que define la esencia de la actividad empresarial privada. Con riesgos muy limitados para los accionistas de los bancos en proporción a los recursos que manejan, y sin riesgos para sus acreedores, todo el peso de la preservación de la adecuada asignación de los recursos crediticios debe ser asumida por el Estado a través de la regulación y la fiscalización. Si el Estado es quien asume las pérdidas, no tiene entonces mayor sentido hablar de una banca privada en sus más profundas justificaciones morales y éticas.

Por ello, basada en las imperfecciones del mercado en cuanto al costo de la información, la nueva legislación bancaria contempla una garantía estatal limitada y que tiende a favorecer al pequeño depositante. Al mismo tiempo establece diversas instancias de normalización de una entidad en problemas, que van desde una capitalización preventiva, pasan por la posibilidad de pactar convenios con sus acreedores y llegan a las soluciones más tradicionales de liquidación.

Como es lógico, para que sea viable que los depositantes y accionistas se beneficien de su negocio y que también asuman los riesgos de las decisiones, se requiere que la propia ley dé plena garantía de la más amplia transparencia en cuanto a la información sobre la situación de los bancos. Así, la ley señala la obligación para el Superintendente de Bancos de dictar normas que hagan reflejar la efectiva realidad financiera de las instituciones, debe también obligatoriamente informar públicamente a lo menos tres veces al año sobre la condición patrimonial de cada institución y la calidad de sus activos, se crean empresas evaluadoras privadas de riesgo bancario y se limita el secreto bancario estrictamente a la confidencialidad que debe amparar al depositante.

En un contexto en que se ha tratado de minimizar las acciones discrecionales, la reforma a la legislación bancaria contiene, asimismo, algunas disposiciones que perfeccionan las atribuciones de fiscalización de la Superintendencia, preservando así su carácter de garante del bien público representado por la estabilidad de la banca. En particular, se fortalece significativamente su rol en la normalización de instituciones con problemas financieros, en las instancias privadas anteriores a la declaración de liquidación.

En el mismo sentido y siempre con el objeto de evitar manejos financieros poco prudentes, la ley perfecciona ciertas limitaciones que afectan a la política crediticia de los bancos. En especial, la ley recoge las disposiciones que había emitido la Superintendencia en materia de préstamos a personas y empresas vinculadas con la propiedad o gestión de una institución financiera.

Por otra parte, la actividad bancaria moderna contempla los más diversos servicios de intermediación financiera, muchos de los cuales han aparecido o cobrado importancia más o menos recientemente. Con el propósito de permitir que las entidades bancarias nacionales participen en esas actividades con la debida transparencia, se introdujeron varias modificaciones a la Ley General de Bancos a través de las cuales se exceptúan determinados tipos de negocios de la regla general que prohíbe a una institución financiera el adquirir acciones o participar en sociedades.

La primera excepción permite a las entidades bancarias constituir sociedades filiales destinadas a:

i) intermediar valores, por cuenta propia o ajena, como agentes de valores o administradoras de fondos mutuos.

ii) prestar servicios financieros en un sentido amplio, siempre que complementen el giro propio de los bancos, tal como es el caso de las empresas de leasing.

La segunda excepción autoriza a las instituciones financieras para participar en sociedades cuyo objeto exclusivo sea prestar servicios destinados a facilitar el giro de sus socios. En esta categoría se incluyen servicios tales como cajeros automáticos compartidos, redes para transferencia electrónica de fondos y custodia de valores. En este mismo precepto se autoriza a los bancos nacionales para invertir en acciones de bancos extranjeros, dentro del espíritu que ello permite una mayor eficiencia en su gestión.

PERSPECTIVAS

Luego de experimentar una muy profunda crisis, el sistema bancario chileno ha vuelto a la normalidad. Más aún, ha alcanzado una posición más sana y estable que la que tenía antes de la crisis, toda vez que el nuevo ordenamiento jurídico tiende a preservar su solvencia. La transparencia de la información, la fiscalización profesionalizada, la aplicación del concepto de riesgos compartidos y el establecimiento de instancias intermedias de solución privada a los problemas financieros de las instituciones bancarias, hacen que la probabilidad de experimentar una crisis de la magnitud de la recién pasada sean escasas.

Como resultado del importante esfuerzo que significó para el país la normalización de su economía y del sistema financiero, las empresas financieras están hoy en una buena situación patrimonial y el país puede mirar con tranquilidad sus perspectivas de desarrollo. Las nuevas regulaciones tienden a evitar que la solvencia patrimonial de los bancos se deteriore con el tiempo, pero sin limitar

ni rigidizar el accionar de las entidades. Por el contrario, los bancos tienen ahora mucho más posibilidades de mantenerse en un nivel tecnológico elevado y de participar en nuevos negocios.

De esta forma, se han establecido las condiciones adecuadas para que la banca privada asuma cabalmente el rol que le corresponde en una economía basada en la iniciativa privada. En la medida que ello ocurra, y estoy seguro que así será, el país verá mejoradas sus perspectivas a través de una más eficiente canalización del ahorro hacia actividades e inversiones productivas, que necesariamente deben estar presentes para lograr un mayor nivel de desarrollo.

Naturalmente, la normalización financiera y las nuevas regulaciones aprobadas llevarán a una mayor competencia que redundará, como se dijo, en menores costos de intermediación para el país. Desde luego, ello demanda mayores sacrificios y eficiencia a la banca y a sus administradores. El mercado no acepta costos irreales ni tardanza en las decisiones. Al mismo tiempo, la suficiencia de capital y patrimonio sano son requisitos indispensables para competir.

Esta nueva etapa del sistema bancario nacional está inserta en un proceso de mayor crecimiento y eficiencia del país. Estoy seguro que nuestra banca nacional, ahora privada y sólida, impulsará eficientemente dicho crecimiento.

NORMALIZACION Y REGULACION DEL SISTEMA FINANCIERO*

Sr. Guillermo Ramírez V.

Es para mí un honor dar esta conferencia en el Instituto a raíz del Congreso de FELABAN. Durante esta semana es un evento importante en nuestro país. Aprovecho también de darle de parte de las autoridades chilenas una muy cordial bienvenida al señor Superintendente de Bancos de Ecuador, quien ha tenido la gentileza de acompañarnos esta mañana.

El Instituto me ha pedido que en esta conferencia sobre gestión bancaria aborde básicamente dos temas: Uno, qué hemos hecho en Chile en materia de normalización del sistema financiero y, lo que me parece quizás más difícil de desarrollar, cuáles serían los fundamentos que guían la regulación y la supervisión bancaria. Atendido que gran parte de ustedes quizás me han escuchado en más de una vez en esta tribuna, sea por la Asociación de Bancos o por el Instituto, hablando sobre temas similares, he optado esta vez por un esquema un tanto diferente. He preferido partir de conceptos muy generales que muchas veces por obvios se olvidan, hasta llegar a las medidas concretas que ha venido aplicando la autoridad chilena en los últimos años.

Con la idea de ir de lo general a lo específico, es preciso buscar alguna justificación, más allá de las cosas meramente intuitivas, a la relación existente entre la intermediación financiera y el crecimiento económico de un país. Cuál es el rol que juega la banca y los otros entes financieros en el desarrollo de una economía. Se puede partir simulando una situación en la cual existe muy poca intermediación financiera y un grado bajo de desarrollo del mercado de capitales. En este extremo, lo que va a predominar, en definitiva, son ciertas formas de autofinanciamiento, en las cuales cada proyecto de inversión en el momento en que se tenga que emprender y en la magnitud en que se tenga que hacer, va a depender simplemente de la disponibilidad de recursos o de ahorros

* Conferencia dictada por el señor Guillermo Ramírez Vilardell, Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras de Chile, en el Instituto de Estudios Bancarios "Guillermo Subercaseaux", con motivo del seminario internacional Gestión Bancaria. Santiago, noviembre de 1987.

que pueda procurarse el mismo individuo que está dispuesto hacer el proyecto.

Lo anterior lleva a una ineficiencia económica, en el sentido de que proyectos importantes tienen que ser postergados porque no existen en ese momento los ahorros autogenerados en montos suficientes. Se dan diferencias en cuanto al tamaño económico de los proyectos frente a la capacidad de ahorro del que está autofinanciándose. Pero lo más importante: aunque existieran recursos suficientes para desarrollar el proyecto oportunamente, quedaría todavía el problema de la ineficiencia económica derivada de que esa persona, no obstante tener los fondos, no cuenta con ningún patrón de comparación para saber el uso alternativo de sus recursos. Se necesita conocer el costo de oportunidad de esos ahorros, lo que es ni más ni menos que la tasa de interés de mercado. Entonces se puede ver a partir de este ejemplo que la intermediación financiera cumple un rol fundamental en la eficiencia económica de un país y no es, en consecuencia, un asunto meramente de apariencias. Por el contrario, es una materia substancial que justifica en definitiva el énfasis que todos los países del mundo ponen en desarrollar el mercado de capitales en general y el bancario en particular. Hay una razón económica de eficiencia comprometida.

Al revés de un mundo en que todo el excedente se genera y se autoinvierte en células separadas, en un mercado de capitales fluido, en que hay presencia de intermediarios, los proyectos rentables pueden ser desarrollados instantáneamente, en la medida en que existan otros agentes que puedan proveer estos fondos (ahorrantes), sin necesidad de tener aparejado un proyecto de inversión propio. Entonces fluye el ahorro hacia la inversión, pueden ser montos separados, individuales o chicos, que se acopian en las instituciones financieras y pueden ir directamente a un proyecto de inversión cuyas características tecnológicas le hace requerir de montos financieros mucho mayores.

El mercado provee, para ese ahorrante y para ese inversionista, un término de referencia en materia de costos, que es la tasa de interés. Este es uno de los papeles del mercado de capitales y es lo que se tiene en mente cuando se dice que éste incide positivamente en la asignación de los recursos del país. Por lo tanto, podemos concluir, categóricamente y no en un plano de propaganda, que existe una relación fundamental y directa entre el desarrollo de un mercado financiero y el crecimiento de la producción y el bienestar de la comunidad.

Siempre hay algún grado de desarrollo del mercado de capitales, y yo he usado este ejemplo de autofinanciamiento sólo como un extremo que ayuda a la comprensión. La tónica predominante en

países en desarrollo es un bajo nivel del mercado de capitales, normalmente estrecho y con estructuras poco competitivas. Asimismo, se aprecia una segmentación en el sentido de que coexisten tipos de actividades que se le permite emprender a unos intermediarios y no a otros, lo cual contribuye a hacer todavía más restringidos los mercados. Todo ello configura un ambiente poco propicio para el ahorro de los particulares, muchas veces causado por la propia regulación. Por ejemplo, al existir topes legales demasiado bajos para la tasa de interés sin consideración del factor inflación. Por supuesto que esta ineficiencia es responsable de parte de la pobreza que afecta a estos países.

Entonces están plenamente respaldados los motivos que llevan a la autoridad a fomentar una modernización del mercado de capitales, de tal manera de lograr una mayor intensificación financiera. Por ejemplo, tratando de ampliar los mercados por la vía de eliminar los factores de segmentación, haciéndolos más competitivos y más eficientes o permitiendo que funcione el sistema de precios, especialmente la tasa de interés. En fin, todo lo que puede llevar a una mejor evolución del mercado de capitales.

Los productos o servicios que se transan en este mercado son en definitiva formas en las cuales los agentes económicos que tienen excedentes de fondos y que desean tener activos financieros, traspasan el uso de esos recursos hacia quienes desean invertir en proyectos físicos. O lo que es lo mismo, gente con déficit de fondos y una preferencia por activos físicos emite un título de deuda que es tomado por las personas con excedentes monetarios. En definitiva, este traspaso es la esencia del mercado de capitales. Por lo demás, este mercado es muy particular, pues la amplitud del mismo, la intensidad con la que funciona y los costos con que se desenvuelve, dependen en buen grado de la regulación. Así pues, en el caso del sistema bancario, las diferencias entre un país y otro no necesariamente corresponden a características intrínsecas de las instituciones, sino que básicamente son respuestas o adecuaciones a las regulaciones. Ahora bien, existe la regulación precisamente por las características descritas antes, en el sentido de que el mercado de capitales es decisivamente importante para el crecimiento de un país.

Para seguir avanzando, debe reconocerse que la intermediación financiera, si bien es importante como se dijo, tampoco es gratis para una nación. En efecto, tiene un precio. Existen costos de intermediación que son perceptibles e impactan a la sociedad en su conjunto. Y, por lo tanto, son un motivo de preocupación para la autoridad y elemento a tener presente para el diseño de una política de regulación financiera. Desde ese punto de vista, la normativa debe fomentar la eficiencia del mercado de capitales, sobre

todo porque éste se organiza conforme a las señales que dan las autoridades. Y ahí uno empieza a entender políticas que quizás en la ausencia de un plano conceptual aparecen como dispersas y se ve con más claridad, por ejemplo, que es sumamente importante promover cierto grado de competencia entre las instituciones del mercado de capitales: se aprecia por qué es conveniente para países con mercados estrechos adoptar un concepto de banca universal en lugar de una banca compartimentalizada.

Se pueden seguir citando ejemplos de políticas que promueven la eficiencia. Una mayor competitividad por medio de cierto grado de apertura o de entrada al mercado es importante, pues los márgenes del intermediador están influenciados por las utilidades y, obviamente, ellas pueden ser excesivas con los consiguientes mayores costos para el país cuando el mercado es oligopólico, lo que es altamente probable si los requisitos de entrada son infranqueables.

Puede observarse que una serie de regulaciones promueven o disminuyen la eficiencia. La apertura hacia los flujos del exterior es otro caso que también puede incidir en la eficiencia de los mercados de capitales. Por una parte, promueve en sí mismo un ambiente de mayor competencia que podría disminuir los costos de intermediación para el país y, como fue el caso chileno en el pasado reciente, aumenta la disponibilidad de recursos financieros y, consecuentemente, la inversión, llevando al país a mayores niveles de bienestar. Bueno, podemos seguir con nuestra lista de regulaciones que incidan en la eficiencia. Una respuesta ágil a la innovación técnica es claramente una necesidad de la regulación desde este punto de vista. Y también la decisión de admitir cierta coexistencia entre diversos intermediarios financieros, bancarios y no bancarios, con un concepto de globalización de los mercados.

Bien, hasta aquí las cosas para el regulador van más o menos fácil, pero desafortunadamente este único objetivo no basta. La promoción de la eficiencia podría incluso ser de doble filo; por ejemplo, una competencia absoluta, sin ningún tipo de trabas, puede llevar a inestabilidades financieras. Se satisface plenamente el objetivo de la eficiencia en el corto plazo y, sin embargo, se puede empezar a provocar otras dificultades. El segundo objetivo muy claro que tiene la regulación en su fundamento es la búsqueda de la estabilidad del mercado financiero. En efecto, las crisis de confianza provocadas usualmente por los problemas bancarios afectan negativamente la magnitud de la intermediación financiera y, consecuentemente, el crecimiento económico global. La pérdida de confianza en los bancos puede provocar una corrida de depósitos. Normalmente a partir de la quiebra de un intermediario financiero se pierde el equilibrio en el mercado y resulta un nivel de actividad más bajo, con el consiguiente impacto social.

En otras palabras, aún suponiendo que no decae el nivel de intermediación como consecuencia de una crisis bancaria, a lo menos va a pasar que la remuneración por riesgo que exigen los agentes ahorrantes va a ser notoriamente más alta frente a la nueva situación del sistema bancario. Y, por lo tanto, la tasa de interés necesaria para mantener los mismos saldos o activos financieros va a ser también substancialmente más alta. La inestabilidad financiera, en un esquema de costos y de precios, lleva a un encarecimiento de los recursos. Normalmente las crisis financieras no sólo provocan mayores precios de los fondos, sino, además, una caída en su disponibilidad, creándose así un gravamen importante para la sociedad. Económicamente la inestabilidad financiera tiene costos muy perceptibles en términos del ahorro y de la inversión, y, por lo tanto, al igual que la búsqueda de la eficiencia, es otro de los fines fundamentales de la regulación. Quizás, incluso, algún sacrificio de eficiencia de corto plazo en favor de la estabilidad resulta aconsejable. Por ejemplo, esto se podría dar en el caso de las regulaciones prudenciales sobre la entrada al mercado bancario de nuevas entidades.

Definidos los dos aspectos básicos que debe tener en cuenta la regulación financiera (eficiencia y estabilidad del mercado), demos algunos casos específicos en que se presentan estas posibilidades. La discusión sobre la garantía de los depósitos, una clásica política financiera, sea a través de disposiciones legales o de respaldos de hecho más o menos informales, se presta para este análisis. La autoridad usualmente por la vía del Banco Central da diversas formas de respaldo a los bancos y a sus depositantes, lo cual aparentemente es un gran factor de estabilidad. No obstante, en la medida en que dicha garantía sea total, se tiende a reforzar la creencia de que las pérdidas no son un asunto privado sino que se arrojan ilimitadamente a una suerte de basurero, que es el erario nacional. Así entonces lo que en una primera vuelta es un instrumento de estabilidad, a la larga puede jugar un efecto contraproducente en la medida en que da incentivo a niveles de riesgo sumamente altos, los cuales pueden ir acumulando problemas de solvencia de tal magnitud que obligan al Estado a intervenir, creándose al final una crisis de confianza. Muchas veces, atendidas las enormes pérdidas que éste debe absorber, se pone en peligro no sólo el nivel de intermediación, sino, además, por aspectos morales y políticos, incluso se coloca en entredicho la propiedad de las entidades financieras. Así pues, en este caso, por un afán desmedido de premiar la estabilidad, se provoca finalmente una gran inestabilidad en el largo plazo. Aquí en Chile, por estas razones, hemos optado por un principio de riesgos compartidos.

Otro caso, casi un lugar común, es el llamado secreto bancario. Muchas veces en nombre de la estabilidad se argumenta que todas las operaciones bancarias deben ser hechas con sumo sigilo y que revelar información puede causar desconfianza. Al igual que el se-

guro de los depósitos, si se lleva a un extremo puede ser contraproducente, porque si bien podría cumplir el objetivo de garantizar la privacidad del depositante, también podría ser un elemento para disimular la real situación de una serie de instituciones y darle así una suerte de respaldo implícito para que sigan funcionando con la posibilidad de que aumenten crecientemente sus pérdidas, con los efectos desestabilizadores en el largo plazo al no sancionarse el riesgo. Yo prefiero más bien una política de transparencia que promueva cierto autocontrol de los mercados y que lleve a una competencia más sana. La obligación de informar inhibe malas prácticas, tales como los autopréstamos y evita conflictos de intereses, actuando en definitiva como un elemento preventivo. Paradojalmente, se logra más estabilidad que en el caso de la confidencialidad o secreto. Llegamos pues a verificar que muchas medidas de regulación que pretenden salvar la estabilidad en realidad pueden aumentar las tensiones y provocar desequilibrios amén de obstruir los logros en materia de eficiencia.

Hemos hablado en términos genéricos de intermediarios financieros. Es preciso a esta altura distinguir entre un banco y los restantes intermediarios, con el fin de poder ver qué tienen de distinto esas instituciones y considerar cómo debería formularse su regulación para tender a los objetivos arriba enunciados.

Los servicios que prestan los intermediarios financieros consisten en establecer traspasos de recursos entre los agentes excedentarios y deficitarios de los fondos. En definitiva, hay una suerte de manejo indirecto del portafolio del ahorrante por parte del intermediario, pues él toma esos fondos y los administra de alguna manera a través de los arbitrajes que correspondan. Este manejo de portafolio se hace bajo dos modalidades básicas: con o sin responsabilidad patrimonial para el intermediador. Los bancos comerciales realizan este servicio bajo su absoluta responsabilidad patrimonial. Así pues, los activos y los pasivos bancarios involucran, respectivamente, dos instrumentos financieros con riesgos diferentes entre sí. La persona que tiene un proyecto se endeuda con el banco para financiarlo y normalmente firma un pagaré. Eso constituye una colocación del banco que tiene el riesgo propio del proyecto en cuestión y del patrimonio del deudor. El banco a su vez emite otra obligación, que es un instrumento financiero que adquiere el ahorrante. Este último, por cierto, no es el pagaré que firmó el deudor dueño del proyecto, sino que es un certificado de depósito que emite el banco, el que debe ser cubierto irrevocablemente. En consecuencia, el manejo de portafolio que hace el banco involucra un grado de responsabilidad patrimonial apreciable y la institución no puede invocar el riesgo de los activos como argumento para no servir los depósitos u obligaciones que ha contraído. Su responsabilidad es garantizar el valor par de esos depósitos, aun cuando su cartera de

préstamos tenga un valor eminentemente fluctuante, salvo que se trate de alguna deuda subordinada.

Los intermediarios no bancarios, con excepción quizás del leasing, entre los que podemos citar a casi la mayoría de los actores del mercado de capitales, tales como las divesas formas de la banca de inversión, los fondos mutuos, las agencias de valores y hasta cierto punto las administradoras de fondos de pensiones (A.F.P), llevan a cabo este manejo de portafolio, sin responsabilidad patrimonial y, por lo tanto, los activos financieros que guarda en su cartera el ahorrante, con algunas transformaciones, son una participación directa en los títulos de deuda emitidos por el inversionista que está desarrollando el proyecto, sean bonos, debentures, acciones u otros valores. En definitiva, el patrimonio financiero del ahorrante será fluctuante y dependerá del riesgo del inversionista.

Entonces, si bien tanto los intermediarios bancarios como no bancarios prestan un servicio de portafolio, éste es de naturaleza diferente en un caso y otro y la regulación debe ser distinta. La existencia o la carencia de responsabilidad patrimonial del intermediador implica que su solvencia puede o no gravitar en el balance que debe hacer la autoridad entre estabilidad y riesgo. Ciertamente que la fe pública se compromete más fuertemente cuando el intermediario (banco) ha prometido responder totalmente, con prescindencia del valor de sus activos.

En consecuencia, en el caso de los bancos y demás agentes con responsabilidad, hay que poner un fuerte énfasis en su condición patrimonial, y hacia allá están dirigidas las políticas sobre adecuación de capital, tales como las provisiones por riesgos de cartera, pues son elementos que le permiten hacer el ajuste entre el valor fluctuante de sus activos y el valor par o fijo de sus depósitos. En el caso de los intermediarios sin responsabilidad patrimonial, probablemente las normas tienen que ser menos intensivas en requisitos de capital y con mucho más acento en proveer información y propiciar la competencia. Eso explica el hecho de que usualmente la autoridad correspondiente es mucho más abierta en cuanto a los requisitos de entrada a este mercado.

En los países en desarrollo se observa un cierto rezago en la intermediación directa o sin responsabilidad en relación al mercado bancario, el cual normalmente ha predominado desde el siglo pasado hasta nuestros días. Este ha mostrado una continua presencia y un rol sumamente amplio, mientras que el mercado de valores ha tenido un papel esporádico e incipiente. Y eso explica por qué en países con mercados imperfectos el público requiere mucha más transparencia e información comparado con la perspectiva de un retorno fijo ofrecido por los bancos.

Ahora bien, profundizando en el manejo de portafolio del ahorrante que ejecutan los bancos, en el servicio básico consistente en tomar depósitos y dar préstamos normalmente de un tamaño mayor

(asignación de recursos), resulta claro que la función bancaria implica asumir un cierto riesgo. Este riesgo no sólo emana de la eventual incobrabilidad de los préstamos, sino, además, de la preferencia del depositante normalmente por plazos más cortos. Hay una preferencia obvia por la liquidez. Es imposible concebir la actividad bancaria sin riesgo y ello debe tenerse presente en el diseño de la regulación que busca la estabilidad del sistema. Sin este riesgo intrínseco no hay intermediación ni hay aporte de este sector. No es posible apuntar a riesgos nulos sino que a riesgos moderados. La esencia de la intermediación bancaria lleva involucrado el germen de la inestabilidad y de la insolvencia, de allí la necesidad de regular y de supervisar.

Otro servicio prestado por los bancos radica en el rol que cumplen como competidor y complemento del Banco Central en la provisión de los medios de pago de la economía. La cantidad básica del dinero es solamente una parte de la oferta monetaria, el resto lo hace la banca. Los saldos de las cuentas corrientes y los diversos tipos de depósitos con algún grado de endoso forman parte del dinero y constituyen medios para servir las transacciones de la economía. El Banco Central requiere de la banca para practicar su política monetaria y, naturalmente, ella se facilita en la medida en que ésta sea solvente. Es importante para estos efectos también tener un sistema bancario eficiente. No es lo mismo para un Banco Central regular la oferta monetaria con una banca lenta y poco capacitada, bajamente sensible a las señales de las operaciones de mercado abierto y de tasas de interés, que una banca técnica y con una rápida velocidad de respuesta a los estímulos monetarios. Por lo tanto, también en este aspecto puede haber una ineficiencia económica grande si existe una banca atrasada y una regulación inadecuada.

La regulación bancaria tiene numerosas disposiciones de corte monetario que afectan la estructura de la oferta del crédito. El Banco Central puede adoptar un enfoque más libre u otro más recargado, según sea la política definida. Puede hacerlo, por ejemplo, a través de encajes moderados o indicaciones genéricas acerca del tipo de operaciones permitidas según plazo u otros elementos, o bien, por el contrario, ir mucho más allá y fijar el nivel de la tasa de interés o predeterminedar el uso del crédito bancario. Las regulaciones monetarias excesivas pueden crear distorsiones en la asignación de recursos y restarle eficiencia al sistema bancario como intermediador financiero.

Uno de los tópicos que se me pidió analizar concierne a los fundamentos del porqué las autoridades normalmente actúan cuando hay una banca en crisis. Pienso que al habernos referido al papel de la intermediación en el crecimiento económico y a los equilibrios que debe buscar la regulación, hemos, de hecho, hablado de lo que pasa cuando se manifiestan las crisis financieras. Es otra cara de la misma medalla. Las crisis bancarias causan costos para los países,

derivados de los menores niveles de intermediación que ellas acarrearán y, en consecuencia, significan menos inversión y crecimiento. Además, afectan los medios de pago dificultando las transacciones de la economía.

El mercado bancario es un caso de alta incidencia pública, pues los costos que él arroja trascienden a la empresa bancaria en particular e inclusive al mercado financiero en su conjunto e impactan, por las razones que he dado, al país como un todo. Se produce un problema de desconfianza e incertidumbre. Podemos entonces afirmar que en esta industria los costos medidos con un criterio privado son notoriamente inferiores a los costos mirados socialmente. Hay externalidades.

Entonces, no es una casualidad que en países como el nuestro se conciba una banca con un grado significativo de competencia, dominada por la propiedad y gestión privada y que al mismo tiempo exista una supervisión bastante eficaz. No se trata pues de ninguna cosa fortuita ni menos de una contradicción. Por el contrario, ello debe ser así. Se ha visto en Chile y en otros países occidentales que es posible armonizar la existencia de un sistema bancario con propiedad y gestión privada, funcionando con un grado apreciable de competencia, todo en medio de una regulación y de una supervisión bastante profunda. Cuando esto se olvida por falta de pragmatismo, los hechos se encargan de llevarnos a la realidad y alguna dosis de regulación y de supervisión prudencial vuelve a surgir. El equilibrio aconseja una sana simultaneidad entre una banca competitiva y privada, y una supervisión prudencial que salvaguarde la estabilidad del sistema bancario.

Es natural que la autoridad no permanezca indiferente ante las crisis bancarias e incluso, en casos extremos, que se vea en la imperiosa necesidad de hacerse cargo de la situación de pérdidas que se han producido. No es un asunto de gustos. Un ejemplo claro es el deterioro de la capacidad de pago de los deudores, sea porque los bancos han sido imprudentes en sus políticas crediticias o porque se han producido crisis macroeconómicas o cambios en los precios relativos. En fin, pueden haber diferentes motivos que deterioran la solvencia del sistema bancario. Si la autoridad no actúa o no existe un mecanismo expedito para distribuir la pérdida entre los agentes económicos involucrados, se puede agravar la inestabilidad financiera, sobre todo cuando no ha existido preocupación temprana por ir generando suficiente patrimonio en el sistema bancario. Si la perspectiva del problema de cartera es a deteriorarse a lo largo del tiempo, la autoridad no puede permanecer impasible y ahí se entran a comprender mecanismos de normalización como los diseñados en Chile. Por ejemplo, la adquisición de carteras de baja recuperabilidad por parte del Banco Central. De no haberse actuado por esa vía, habría permanecido por largo tiempo en tela de juicio la solvencia del sistema financiero y los bancos habrían tratado de

recuperarse por sí mismos cargando elevadísimos "spreads" a los deudores sanos. Habría existido un período considerable de tiempo en que el mercado habría funcionado con costos de intermediación sumamente altos, gravando a la sociedad como conjunto y distorsionando la toma de decisiones en cuanto a los proyectos de inversión. Este ejemplo muestra la naturaleza del sistema bancario y las motivaciones que mueven a las autoridades. Obviamente, lo razonable es tratar de anticiparse y adoptar medidas preventivas, pero producidos los hechos, lamentablemente, la indiferencia oficial no cabe.

En cuanto a los tipos de regulaciones específicas he intentado alguna clasificación para fines analíticos, atendiendo a los objetivos de eficiencia y estabilidad. En lo relacionado con la eficiencia, se trata de asegurar que el nivel y la estructura de los costos (tasas de interés) sean lo más bajo posibles y que la oferta de dinero sea fluida. Asimismo, que los bancos cumplan eficazmente su papel de asignador de recursos, esto es, que estén dotados de capacidad y profesionalismo para cumplir con sus políticas crediticias. En cuanto a la estabilidad, se trata de preservar la solvencia del sistema financiero.

En primer lugar están las regulaciones tradicionales de corte formal o estructural, tanto monetarias como financieras, como los encajes y las normas sobre la tasa de interés o aquellas que definen las características del mercado, como los márgenes de préstamos, los requisitos de capital mínimo, las normas sobre aperturas de oficinas, las operaciones de ahorro y crédito permitidas y el calce entre los activos y los pasivos.

Existe un segundo conjunto de regulaciones, que podríamos llamar prudenciales, que apuntan a limitar los riesgos y que se encuentran más próximas al objetivo de la estabilidad. Estas regulaciones son las más modernas, las que requieren de más esfuerzo y son las más difíciles de implementar. Deben considerar las innovaciones y las características del mercado y requieren de mucha elaboración y comprensión de parte de los agentes fiscalizados. Básicamente estamos hablando de la adecuación de capital y de la evaluación de activos. Creo que debe admitirse que es imposible ser ciento por ciento objetivo en estas materias; hay aspectos valorativos de por medio. Desgraciadamente la argumentación hacia la exigencia de la plena objetividad desemboca en la fatalidad de no hacer nada y aceptar que los problemas de solvencia se vengan encima cuando quieran y en cualquier magnitud. A mi juicio, se está produciendo un vuelco en materia de supervisión bancaria. En todas partes del mundo, y en nuestro país desde 1981 a esta parte, existe un esfuerzo muy grande en este sentido. Entre estas regulaciones caben las consolidaciones de operaciones financieras, las normas sobre desconcentración de préstamos relacionados, la suficiencia econó-

mica del patrimonio y las exigencias de provisiones conforme a las pérdidas esperadas de las operaciones, sean éstas dentro o fuera del balance de la entidad bancaria. Estas regulaciones no afectan necesariamente la estructura y el nivel del crédito, sino que más bien van midiendo los riesgos asumidos y se trata que éstos sean adecuadamente cubiertos.

Luego hay un grupo de medidas que se refieren a la transparencia y a la competencia de los mercados, como por ejemplo las normas sobre balances auditados, la revelación de hechos esenciales y la existencia de empresas evaluadoras y clasificadoras de riesgo, todas las cuales tienden a mantener un juego justo y se basan en cierta limitación al secreto bancario.

Naturalmente estos tres tipos de regulaciones pueden irse adoptando en diversas combinaciones. Hay un conjunto de situaciones extremas, tales como férreos requisitos de entrada, propiedad estatal de las instituciones, control selectivo del crédito, límites a la tasa de interés y respaldo estatal a las pérdidas bancarias. En el otro extremo existe otra familia de situaciones que suponen absoluta competencia, libre entrada al negocio, quiebra simple y tasa de interés de mercado. La combinación precisa dependerá del modelo que se adopte, pues el sistema financiero está fuertemente influido por las políticas oficiales; no es lo mismo una banca inmersa en una economía orientada hacia prácticas más bien socialistas que una orientada al mercado y a la propiedad privada.

Mi propia preferencia es que se logre mucho mejor la eficiencia en la medida en que se postule un sistema bancario que dé lugar al juego del mercado, en cuanto a la propiedad, a la gestión y a la determinación de los precios claves. Todo ello en oposición a regulaciones que se basan en la fijación de la tasa de interés, la asignación previa del crédito y la propiedad estatal. Especialmente en este esquema de mayor libertad es importante tener una buena cuota de esfuerzo dedicada a la supervisión prudencial, pese a la subjetividad que muchas veces le es consustancial. La estabilidad del mercado financiero es un objetivo lo suficientemente poderoso como para buscar maneras de conciliar la libre gestión con la supervisión prudencial. Al menos estimo que en Chile hemos logrado esa ecuación. Hay gestión y propiedad privada; más aún, inclusive algunos banqueros se lamentan de tanta competencia y a la vez existe un proceso consolidado de evaluación de las carteras de los bancos y una rigurosa exigencia de adecuación de capital con criterio económico.

Admitiendo que se trata de una proposición más bien heterodoxa, soy ampliamente partidario de promover la eficiencia y la estabilidad del sistema bancario a través de la transparencia y de un seguro de los depósitos lo más limitado posible. La transparencia de las operaciones bancarias evita que los riesgos en estado de in-

cubación puedan irse acumulando, pues el mercado rechaza los riesgos evidentes, se garantiza cierto autocontrol y se fomenta la búsqueda de soluciones tempranas. Por otra parte, un seguro de los depósitos limitado, especialmente cuando se trata de garantías estatales simples, permite que todo lo anterior sea creíble y que se actúe consecuentemente. Por lo tanto, todo esto que aparentemente llevaría a una inestabilidad, se concilia mejor con la estabilidad. Al menos eso pensamos en Chile y son los principios que reflejan las políticas actuales.

Ya es hora que entremos a la realidad chilena. La experiencia del país después de la Gran Depresión de los años 30 y hasta mediados de la década de 1970 no es substancialmente distinta a lo vivido en muchos países de América Latina, en los cuales se han aplicado políticas de regulación sesgadas hacia bajos niveles de intermediación y a una participación muy reducida del sistema financiero en la economía nacional.

Han sido de ordinaria ocurrencia las fijaciones de las tasas de interés, los controles selectivos del crédito y la falta de acceso de la banca privada a los mercados internacionales. En algunos períodos se ha producido un fuerte énfasis en la propiedad estatal. En fin, esos 45 años se han caracterizado por un bajo desarrollo del mercado de capitales como consecuencia de políticas poco orientadas al mercado. Las regulaciones bancarias de esa época, a mi juicio, han sido más bien sesgadas hacia la estabilidad, pero muy poco preocupadas por la eficiencia. En efecto, observamos divisiones del mercado y falta de libertad para crear nuevos instrumentos de ahorro y de crédito.

A partir del año 1975 en este país se produce un cambio hacia conceptos más depurados en materia financiera. Se propició una estrategia basada en un fuerte énfasis por desarrollar los mercados bancarios y de capitales, removiéndose una serie de trabas que causaban bajos niveles de intermediación y de eficiencia. Se fomentó el principio de la banca múltiple o universal y las instituciones se abrieron un poco más al mundo aprovechando la coyuntura favorable de ese momento en materia de endeudamiento internacional. La política de concesión de licencias se profundizó, contemplándose prioritariamente el caso de las sucursales de bancos extranjeros. Se autorizaron nuevos instrumentos de ahorro, especialmente aquéllos indexados, claves en países inflacionarios y se privatizó el sistema previsional, dándose así un amplio campo al surgimiento de inversionistas institucionales, particularmente las administradoras de fondos de pensiones (A.F.P.) y las compañías de seguros de vida. En fin, se produjo un auge y una competencia en el mercado de capitales. Basta decir que en el año 1974 no existía deuda externa bancaria, pues toda la asumía el Banco del Estado, el Banco Central o la Corporación de Fomento. Hacia 1981, por el contrario, un 35 a un 40% de toda

la deuda externa era una fuente de fondos del sistema bancario privado. En cuanto al nivel de intermediación, las colocaciones crecieron prácticamente 18 veces en términos reales entre los años 1974 y 1981. Se creó un ambiente de regulación más liberal y de respuestas muy rápidas del sistema financiero.

Mirado retrospectivamente, pese a los logros, hubo errores, pues es un hecho que hubo una crisis bancaria importante entre los años 1981 y 1983, período en el cual el 60% del mercado financiero privado quedó intervenido o en liquidación, con una difícil situación patrimonial. Las mediciones que se hicieron para el período 1983-1984 indican que en promedio los capitales bancarios estaban comprometidos en casi un 200% debido a la existencia de activos de alto riesgo de irrecuperabilidad. Para evitar las consecuencias desestabilizadoras de una insolvencia bancaria, la autoridad se vio forzada a intervenir y hacerse cargo de gran parte del sistema financiero.

A mi juicio, en el contexto de las regulaciones, hubo quizás sesgos demasiado marcados hacia algunos objetivos y ciertas deficiencias en torno a otros fines. Hasta hoy día prevalecen una serie de logros en materia de eficiencia, pero pienso que faltó énfasis en cuanto a la estabilidad. Posiblemente hubo una natural falta de experiencia para enfrentar la apertura y mayor competencia, especialmente cuando la banca traía una tradición de pasividad y estatismo. Ahora tenemos esa experiencia y creo que estamos en buena posición para establecer un prudente equilibrio entre la eficiencia y la estabilidad. De todos modos, los logros fueron evidentes, se mantiene hasta nuestros días el modelo de mayor competencia, gestión bancaria privada y diversidad de servicios financieros. En cuanto a algunos errores de política, hubo señales inapropiadas sobre la garantía estatal a los depósitos bancarios, de hecho o de derecho. Se produjo un desequilibrio en cuanto a fomentar la eficiencia junto al anotado respaldo del Estado a las pérdidas bancarias. Fue clave el apoyo que se dio a un banco con problemas en 1976, quedando como una mala señal que pudo haber influido sobre el sistema financiero, impulsándolo a asumir demasiados riesgos.

La rapidez de los hechos dejó un tanto atrás una supervisión de corte preventivo. La supervisión en la década de 1970 no corrió a la misma velocidad que el sistema bancario. Afortunadamente, a partir de los años 1980-81 pudimos recuperar terreno y creo que estamos en un buen pie hoy día. Las mejoras en la supervisión preventiva han apuntado a eliminar las concentraciones crediticias en sectores o en deudores relacionados, a practicar evaluaciones de cartera, a exigir provisiones oportunamente y a examinar las adecuaciones de capital. Estos conceptos eran poco conocidos en la segunda parte de la década pasada.

A mi juicio, otro terreno en donde hubo alguna tardanza, lo que ha sido también superado, es sobre la información que se en-

tregaba a los mercados. Eran válidas las críticas en cuanto a que los balances bancarios no tenían correspondencia con la realidad efectiva de los bancos. Esa crítica se escuchó hasta hace unos cuatro años quizás. Afortunadamente, hoy con mucho orgullo podemos decir que eso ya no ocurre en Chile. El temor era desestabilizar la banca en tanto no solucionara sus problemas patrimoniales. Ahora ese criterio se ha reemplazado por una cabal transparencia.

El modelo de economía social de mercado aplicado al sector financiero sigue estando vigente hasta hoy, pero mucho más fortalecido, pues se han corregido gradualmente deficiencias en torno a la supervisión prudencial, a la transparencia y a la garantía del Estado a los depósitos. Más aún, con la reforma a la Ley General de Bancos, que se promulgó en este país en noviembre del año 1986, se han consolidado esos principios sobre bases mucho más fuertes. Ahora es común que se cuantifiquen los riesgos y que la posición de cada banco sea realmente evaluada y conocida, no sólo por la autoridad supervisora sino también por el mercado.

Por lo tanto, si bien es cierto que en este país hubo una crisis bancaria entre los años 1981-83, ella ha sido superada sin postergaciones. Es muy difícil que un sector financiero activo permanezca indemne cuando el Producto Geográfico de un país cae 15% en un año. Siempre los ciclos económicos afectan a la banca. De lo que se trata es de impedir que ésta se resienta en magnitud tal que se derrumbe o que a lo menos no se transforme en un propagador de la crisis macroeconómica. Cuando se cuenta con bancos con niveles de riesgo desconocidos en sus activos o cuando sus capitales son bajos o sólo corresponden a una ilusión contable, verdaderamente, en ese caso, la banca pasa a ser un propagador de la crisis. Estimo que los avances logrados en el país en materias de supervisión bancaria en los últimos cuatro años son muy apropiados para prevenir hechos como los señalados.

Frente a la crisis del año 1983, la autoridad no podía quedar impasible y había que normalizar el sistema financiero. Afortunadamente, sin renunciar a los principios de política que nos han guiado, se actuó en una serie de campos que condujeron a terminar el año 1986 con un sistema financiero restablecido en todos sus fundamentos.

Uno de los aspectos abordados fue mejorar rápidamente la calidad de los activos bancarios, para así evitar costos de intermediación insoportables y distorsionadores en la toma de decisiones en la economía en materia de producción e inversión. Sobre esas bases se definieron algunas medidas. Una fue reprogramar a los deudores que enfrentaban problemas a raíz del ciclo económico recesivo. El Banco Central refinanció a los bancos en 1984-85 y alrededor de un 35% del total de colocaciones fue reestructurada a 15 años plazo y

a intereses de 5 a 7%, moderados en relación a los prevaientes en la época, pero compatibles con una visión de la tasa de interés de mercado de largo plazo. El Banco Central absorbió temporalmente la diferencia mientras que la situación del mercado internacional y la política monetaria conducían a tasas de interés más moderadas y estables. Afortunadamente así fue y culminaron con todo éxito las mencionadas reprogramaciones. Complementariamente, hubo que crear un esquema para absorber las pérdidas de cambio que provocó el ajuste macroeconómico, con un esquema denominado "Dólar preferencial", mecanismo también absolutamente superado en la actualidad.

No obstante las medidas indicadas, se percibía que alrededor de un 20% del total de colocaciones del sistema financiero preservaban un alto grado de incertidumbre en cuanto a su recuperación, ante lo cual hubo que actuar directamente adquiriendo dichos activos. Se precisó un programa de compra de cartera a la banca comercial por parte del Banco Central. Estimo que este esquema fue extraordinariamente eficiente y bien pensado, pues permitió reparar directamente la solvencia del sistema financiero manteniendo su carácter privado. Tampoco constituyó un subsidio para los dueños de los bancos, pues éstos deben compensar al Banco Central con una parte mayoritaria del flujo de dividendos futuros. Desde luego, frente a la opción de una liquidación, el país ganó los excedentes que se producen al tener una banca eficiente como empresas en marcha.

Por último, hubo que fortalecer directamente el patrimonio de las entidades bancarias e implementar planes de emergencia conducentes a su capitalización, especialmente en el caso de los bancos que fueron intervenidos en 1983, para los cuales era imposible que el sector privado pudiera aportar los aumentos de capital necesarios. Los objetivos del Gobierno son contrapuestos a que el sector público participe de la propiedad bancaria, entonces se creó un sistema para capitalizar los grandes bancos intervenidos consistente en el apoyo crediticio otorgado por el Estado para que miles de pequeños inversionistas tomaran ese riesgo; se creó así de manera pionera el denominado "Capitalismo Popular". También se aceleraron los requerimientos de capital a las restantes instituciones privadas que presentaban déficit. Incluso se les condicionó la garantía transitoria del Estado a la existencia de planes perentorios de capitalizaciones. Las buenas perspectivas que ofrecía el manejo de la economía del país encontraron eco en el sector privado nacional y extranjero, y la banca como conjunto terminó capitalizada hacia fines de 1986. La verdad es que entre 1984 y 1987 hubo aumentos de capital muy significativos en el conjunto del sistema financiero, del orden de unos 800 millones de dólares, lo que implicó una capitalización bruta de alrededor de 60% en cuatro años. Casi un 20% se

utilizó para absorber pérdidas, quedando un aumento neto de capital cercano al 40%.

La Superintendencia en los últimos años está haciendo mediciones económicas sobre la situación patrimonial de la banca. Según esos indicadores de solvencia, en promedio, las instituciones financieras tienen un patrimonio económico, es decir, deduciendo del capital y reservas contable todas las pérdidas esperadas de los activos y computados todos los resguardos tales como las provisiones, de alrededor de un 110% del capital y reservas contable. Se ha logrado, en consecuencia, que no sólo la banca tenga patrimonio tangible, sino que en términos económicos su valor sea todavía mayor que aquel reflejado en los libros.

El sistema bancario en Chile tiene hoy un capital y reservas conjunto del orden de 1.500 millones de dólares, los cuales no están comprometidos en pérdidas. Por cierto, la situación individual banco a banco puede diferir, pero con las políticas de transparencia y de capitalizaciones preventivas que ha establecido la nueva Ley General de Bancos las diferencias se mueven dentro de un rango muy razonable. Algunos bancos, por supuesto, tienen un capital económico mucho mayor que el contable, incluso equivalente al 150, 160 o 170% de este último. Por otra parte, a la fecha, en el banco con la menor fortaleza patrimonial, ese indicador es superior a un 85%, lo cual estimamos que es un parámetro aceptable de solvencia. Dentro de este gran esfuerzo, el sector privado también capitalizó de manera importante a nuestra banca. Ya les dije que el aumento de capital bruto fue de alrededor de 800 millones de dólares, de los cuales 400 se financiaron mediante el "Capitalismo Popular" y el resto fue aportado por el sector privado nacional o extranjero, beneficiándose grandemente por el proceso de conversión de deuda externa que posee el país.

Desde el año 1986 en adelante el sistema financiero chileno viene mostrando una situación de excedentes restablecida. Los antecedentes disponibles para 1987 y las proyecciones para 1988 indican que se está generando una rentabilidad sobre el patrimonio del orden del 15% anual, lo que estimo suficiente y razonable a nivel internacional. El excedente anualizado sobre el activo es de un 1%, cifra la cual también podemos considerar aceptable en términos comparativos.

Como consecuencia del logro de las metas de normalización en diciembre de 1986, fue posible sentar las bases de largo plazo para el sistema financiero chileno. Por supuesto que no era posible intensificar una supervisión rigurosa, revelar drásticamente información o retirar la garantía del Estado a los depósitos, si primero no se resolvía la incertidumbre acerca del deterioro patrimonial del sistema bancario que se desató a partir de 1981. Entonces, cerrado

ese capítulo que permitió reprivatizar la banca y reponer sus capitales, se dieron las condiciones para esas bases de largo plazo. Para ello se aprobó una Ley General de Bancos que consagró nuevos principios, algunos de los cuales ya se habían venido practicando en cierta forma desde 1981 por la vía administrativa de la Superintendencia de Bancos. En esta ley se eliminó en un plazo de cuatro semestres la garantía transitoria a los depósitos, quedando reducido sólo a una preferencia otorgada a los depósitos a la vista y una garantía al pequeño ahorrante por un monto anual de hasta unos US\$ 2.500.

No basta con eliminar por ley la garantía estatal a los depósitos sino que debe buscarse que el público esté consciente de ello y que lo acepte como un hecho que se va a cumplir. En este aspecto, de conformidad a la ley, la Superintendencia ha dado a conocer la posición patrimonial de los bancos y la clasificación de sus activos y, posiblemente en los próximos días, también vamos a dictar normas para que las entidades financieras publiciten cuál es el verdadero límite de responsabilidad del Estado en cuanto al seguro de depósitos en este país.

Un punto muy importante en la nueva ley es la transparencia del negocio bancario. Nuestra legislación limitó el secreto bancario sólo a lo necesario para la protección de la confidencialidad que debe amparar al depositante. El resto de las actividades, particularmente acerca de dónde están invertidos los recursos y por consiguiente la calidad de los portafolios de préstamos, son hechos susceptibles de ser analizados no sólo por parte del supervisor sino que por el mercado. La ley dio pasos fundamentales en materia de transparencia y quizás en este aspecto debemos estar más a la vanguardia que en otros países. Así, la ley ha obligado a la Superintendencia a dar a conocer banco por banco, a través de la prensa, cuál es la medición de la calidad de los activos que ella hace y cuál es la suficiencia de sus capitales. Eso ya se ha puesto en práctica. En el mismo sentido, el rol del sector privado también es muy importante. Se han dictado normas legales para que existan evaluadores privados. Recientemente también se publicó otra ley que extiende a todo el mercado de valores el principio de la transparencia basado en clasificadores privados de riesgo, siendo obligatorio a partir de 1989 que todo emisor de valores, incluso los bancos, cuenten con a lo menos dos evaluaciones privadas al año.

La nueva legislación consagra la necesidad de la supervisión preventiva y que los capitales bancarios sean evaluados económicamente. Se han dado regulaciones para que las pérdidas deban ser absorbidas oportuna y privadamente. Sea por medio de una capitalización obligatoria por parte de los accionistas o incluso, como un último recurso, que los propios depositantes enfrenten la normalización patrimonial de la entidad con problemas mediante un sis-

tema de convenios que conviertan los depósitos en capital accionario.

Los productos y servicios que se ofrecen en el mercado financiero dependen mucho de la regulación. Buenas o malas normas marcan el mercado. Por ello, la legislación bancaria debe considerar la innovación tecnológica en este sector. Desde luego, pensamos que la competencia y la apertura son terreno fértil para un mejor servicio derivado de los cambios de tecnologías. La decisión en el pasado de ir hacia una banca múltiple y, por lo tanto, más competitiva, creo que ha ayudado en este sentido. En el presente, consciente de que se está produciendo en el mundo una mayor globalización de la actividad financiera, se ha tratado de que la regulación sea coherente con esa realidad. Con ello en mente se han dado pasos legislativos para permitir a las entidades bancarias operar una serie de filiales y así participar en los diversos aspectos en la banca de inversiones en el resto del mercado de capitales. Básicamente se trata de empresas de leasing, agencias de valores (bancos de inversión) y fondos mutuos. Tampoco se han descartado, y se está estudiando, la aprobación de filiales bancarias como corredores de la Bolsa de Valores, empresas de capital de riesgo y sociedades de "factoring". A la vez, se ha aprobado la existencia de sociedades compartidas por varios bancos fundadas en el aprovechamiento de economías de escala y que sean de apoyo al giro bancario, tales como redes de transferencia electrónica de fondos y cajeros automáticos.

También se ha firmado un proyecto de ley en estos días, que debería estar vigente en 1988, para seguir avanzando en la modernización de nuestra industria bancaria. Dentro de las disposiciones de este proyecto, se ha considerado la experiencia que está imperando en el mercado financiero de los países desarrollados en cuanto a la transformación de los activos bancarios en instrumentos financieros transables ("securitization"). Al igual que la experiencia de los Estados Unidos en la década de 1970, se ha comenzado con los créditos hipotecarios, los cuales bajo ciertas condiciones podrán cederse a empresas no financieras, manteniéndose el otorgamiento y el servicio de administración y cobranza en el banco respectivo. De este modo, se aprovecha la vocación del sector bancario para medir riesgos y se provee de un instrumento de largo plazo a los inversionistas institucionales, presumiblemente compañías de seguros de vida y administradoras de fondos de pensiones (A.F.P.).

En resumen, veo una banca en Chile que está en una posición sólida y que ofrece perspectivas. Tenemos un sector financiero más técnico, más competitivo y más eficiente. A la vez, con altas posibilidades de mayor estabilidad en términos de las exigencias de información, de patrimonio y de supervisión. Presenciamos también una buena competencia en nuestro mercado. Si bien ésta puede llamar a preocupación a algunos banqueros, la estimo absolutamente

indispensable para lograr que el sistema económico enfrente costos de intermediación razonables. Este modelo requiere de banqueros eficientes y profesionales. No sólo se trata de competir en cuanto al precio o la disponibilidad de crédito, sino que hemos llegado a un punto en que también hay que competir en calidad patrimonial de la institución bancaria. Un banco solvente es un requisito indispensable para competir y permanecer en los mercados. De tal manera que creo que este esquema constituye un equilibrio. Naturalmente que esta mayor competencia va haciendo surgir nuevos riesgos. No es posible que la ley tome en cuenta todas las cosas, pues resulta insustituible la prudencia del banquero y la coordinación con las autoridades reguladoras y supervisoras. El buen nivel ahora alcanzado, la experiencia que dejó la crisis y el corto período de tiempo en que ella quedó superada, dan luces acerca de la posibilidad de proyectar este buen momento al futuro.

COMENTARIOS

Dr. Alfonso Trujillo B.

Superintendente de Bancos - República del Ecuador

Deseo expresar mi agradecimiento al Instituto de Estudios Bancarios "Guillermo Subercaseaux" por su cordial invitación para participar, como comentarista, en este Seminario Internacional sobre Gestión Bancaria. Seguidamente, quisiera dejar constancia de mi felicitación por su charla al señor Guillermo Ramírez Vilardell, Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras de Chile. Escucharlo ha sido muy estimulante para todos nosotros.

Resulta complejo comentar estas disertaciones, en las que se incluyen elementos técnicos, políticos, sociales, económicos y hasta filosóficos del quehacer financiero

La claridad de las ideas expresadas, el ordenamiento, la precisión y el carácter académico que se dio a este diálogo facilitan el tratamiento de tan delicada materia.

De entre los múltiples puntos tratados, podemos destacar los siguientes:

- La libre iniciativa privada, como pilar estructural del sistema financiero. El robustecimiento del sector empresarial privado, con una prudente y responsable libertad, con reglas que incentiven la auto-vigilancia, dentro del propio sistema, y
- Una menor acción estatal en la búsqueda de estabilidad y solvencia del sistema financiero.

Para el cumplimiento de estos objetivos se proponen, entre otros, los siguientes principios:

- Un mecanismo que permita compartir los riesgos de la gestión bancaria a los diferentes agentes participantes: depositantes, deudores, instituciones financieras y Estado.
- Limitación de la garantía estatal a los depósitos, y
- Un control preventivo que permita predecir y evitar problemas.

El sistema propuesto está basado en la experiencia de varios países de América Latina en materia de política económica.

ANTECEDENTES

Este proyecto surge en una etapa de superación, luego de que la economía mundial sufrió el impacto de la crisis financiera y de la recesión económica más intensa y prolongada de todo el período de postguerra.

Los efectos negativos de estos acontecimientos, asociados a la fase descendente del ciclo económico, se reflejan en desajustes globales de las economías, particularmente en la evolución de los sistemas latinoamericanos, y de manera muy similar, en el sector financiero.

Los problemas de la economía mundial se hicieron sentir en América Latina en la segunda mitad del presente siglo, a través de intensos y persistentes esfuerzos que realizaron los países productores de petróleo por colocar sus excedentes financieros en Latinoamérica, como consecuencia del reciclaje de sus recursos. Los países productores de petróleo alentaron una política de endeudamiento externo de magnitudes desconocidas en la región, sin que mediaran análisis exhaustivos de recuperación. Las políticas de cambio fijo facilitaron este flujo, pues hicieron que los inversionistas restaran importancia a los riesgos de cambio.

Esta canalización masiva de recursos, absorbida con fluidez por varios intermediarios financieros, y políticas crediticias poco exigentes, generaron un problema de elevación de la deuda externa y sobreendeudamiento en las empresas receptoras de estos créditos.

Dicho endeudamiento sirvió para financiar inversiones, promover una expansión exagerada del consumo, un fuerte aumento de los gastos de defensa y, en años recientes, una proporción considerable utilizada para pagar al servicio de la deuda externa acumulada. Al llegar el crédito externo a determinado nivel, cesó de fluir en forma abrupta y, ante la incapacidad de pago de muchas empresas privadas, se solicitó la garantía oficial para estos créditos.

Aparte de este grave problema, que ha coadyuvado a la crisis de nuestros países, hay que añadir un factor detonante: el fuerte deterioro de los precios de intercambio de América Latina.

LAS ESTRUCTURAS FINANCIERAS

La estructura económica y política de nuestros países, dentro de la dificultad de generalizar —en varios casos— son similares. En muchas economías de la región se produjeron crisis profundas en el aparato productivo, en la situación financiera, en los procesos inflacionarios, en la balanza de pagos, etc.

Cabe insistir en que esta crisis económica incide, de modo di-

recto, en el sector financiero, intermediario y canalizador de recursos monetarios.

Nuestros países, por lo general, se han caracterizado por tener sistemas financieros reprimidos, fijaciones de tasa de interés muchas veces por debajo de las tasas de inflación, controles cuantitativos y cualitativos para el crecimiento y asignación del crédito, altos encajes para hacer frente a situaciones inflacionarias, sistemas tributarios que desalientan el ahorro financiero y el acceso directo al financiamiento externo. En este contexto no sólo el nivel de ahorro y la calidad de la inversión se vieron resentidos, sino que también perdieron importancia conceptos tales como: riesgo crediticio y competencia.

Las expectativas remotas de recuperación influyeron para que se procediera a liberar —más tarde o más temprano— los mercados financieros a través de la remoción de los controles de la tasa de interés y permitiendo —entre otras medidas— que el crédito se asigne por las fuerzas del mercado.

Este sistema financiero, altamente relacionado con la situación económica de los países en que operan, puso término al dinámico proceso de expansión que se registró entre 1960 y 1980; sin embargo, de lo cual, los sistemas bancarios han alcanzado una gran eficiencia operativa, ofreciendo una vasta gama de servicios y experimentando un amplio proceso de modernización.

De esta forma el sistema financiero, sensible a la situación de la economía, enfrentó un proceso desconocido que puso a prueba su solidez y solvencia.

* * *

Las corrientes científicas investigadoras de los desórdenes financieros proclamaban que las causas estaban en el mismo sistema económico adoptado por los países latinoamericanos, en tanto que otra corriente expresaba su conformidad con el sistema vigente, enfatizando en la necesidad de reformas estructurales para hacer el sistema más eficiente y más justo.

Se analizaron científicamente los sistemas de planificación centralizada y los de libre empresa en todas las transformaciones que se habían introducido y vivido en América Latina. Entre los dos extremos se investigó una infinidad de soluciones, de las cuales podemos rescatar la que hoy día tan insistentemente expresa la "corriente reformista", punto intermedio entre las antípodas planeadas.

Todos los países latinoamericanos, en mayor o menor grado, hemos participado del "criterio de reforma", con objetivos sociales de beneficio común, y nos hemos enriquecido con la evidencia empírica en el campo del comportamiento humano, en base al cual

se dictan las leyes que rigen nuestros países. Este es el caso que hoy nos propone el señor Superintendente de Bancos de Chile: un plan reformativo a las estructuras vigentes, dentro de un concepto de "empresa libre", con una menor intervención del Estado, que corresponde a un sistema mixto de participación estatal y privada.

Es una nueva metodología de análisis del sistema financiero en base a investigaciones académicas y a resultados de experiencias históricas del hermano país de Chile, muy similar al que nos ha tocado vivir a los demás países latinoamericanos.

Se trata de enderezar la vía equivocada de establecimiento, de regulaciones y controles sofocantes. Se introducen modernos conceptos financieros de integración operacional en el resto del mundo, de avance tecnológico, ampliación de los mercados, modernización y agilización de las estrategias comerciales, multiplicación de productos y servicios, para lo cual ya no son suficientes los principios, aún vigentes, de la Misión Kemmerer: "Hay que darle una prudente y responsable libertad a la iniciativa empresarial privada para que se convierta en el mecanismo de fomento del ahorro de las personas y canalizarlo hacia los fines requeridos para la sociedad".

Dentro del planteamiento realizado, desearía señalar y analizar —más específicamente— algunos de los aspectos fundamentales que estimo son de enorme importancia y actualidad en su contenido: autovigilancia, riesgos compartidos, garantía estatal de los depósitos y el nuevo concepto de secreto bancario.

AUTOVIGILANCIA

En 1979, en una publicación de FELABAN, se explicaba que todo hecho económico lleva implícito el cumplimiento de tres etapas básicas: la decisión, la acción y el control. En la primera etapa se definen los objetivos, políticas, estructuras y recursos. Esta decisión estará a cargo del nivel máximo dentro de la organización. En la segunda etapa se realizan los actos necesarios para cumplir con los objetivos trazados, concordantes con las políticas fijadas. En la tercera etapa, el control produce como resultado la realimentación del circuito de actividades de la organización.

Dentro de este sistema se puede visualizar el papel que corresponde a los organismos de supervisión:

- Conocimiento de los objetivos de las instituciones financieras.
- Políticas que aseguren que su administración contribuya a la preservación del dinero de los depositantes, evitando la concentración y el riesgo en determinados clientes del banco.
- Política para manejo de las variables económicas, tales como: iliquidez, inflación, programas financieros, tasas de interés, medidas cambiarias y monetarias que afecten al sistema.

— Administración en base a “congruencia financiera”, que asegure el proceso operativo del banco y neutralice efectos negativos y de riesgo que pudieren presentarse por el mal uso de los plazos, de las tasas de interés, del desarrollo de sectores económicos y destinatarios del crédito.

Dentro de los conceptos de libertad e independencia aplicados a la autovigilancia, se debe hacer posible que los controles se guíen por criterios amplios de acción: el bien común, el cuidado del dinero de terceros, la vigilancia del cumplimiento de las metas de desarrollo, la aplicación correcta del crédito dirigido y la observación alerta de las políticas bancarias y económicas.

MÉTODOS PREVENTIVOS DE VIGILANCIA

La misión fundamental de los organismos de control es evitar que se presenten situaciones críticas con la suficiente anticipación para encauzarlas, con el menor quebranto para la comunidad. Con esta intención se ha generalizado el empleo de “indicadores de alerta y métodos de carácter preventivo”, diseñados para avizorar de manera rápida y efectiva las situaciones que puedan afectar adversamente la condición financiera de una entidad controlada o de todo el sistema financiero.

Estos indicadores, de carácter cronológico y comparativo, identifican a las instituciones con dificultades financieras; se diagnostican las áreas-problema y se facilita la aplicación de medidas correctivas. El principal objetivo de este sistema es el de constituir una ayuda para la administración gerencial, dinamizando el control y la toma de decisiones.

REGULACION Y RIESGO COMPARTIDO

Los entes supervisores están dotados de facultad administrativa, revestida de potestad imperativa para emitir resoluciones, sin necesidad de otro requisito o trámite para su cumplimiento. La reglamentación tiene la ventaja de adaptar la ley a casos especiales, concretar el derecho en situaciones particulares, disipar dudas y llenar los vacíos dejados por la ley. La experiencia ha demostrado que debido a las fuertes externalidades del mercado financiero es preferible una estrategia de regulación que garantice la solidez de los sistemas. Sin embargo, es importante aclarar que el sector privado debe recibir crecientes responsabilidades en un marco de competencia y libertad.

El depositante tiene que visualizar cierto grado de riesgo, con el fin de cumplir el papel que le corresponde en el mercado finan-

ciero y su responsabilidad tiene que ir aumentando al percibir la existencia de un sistema competitivo.

SEGURO DE DEPOSITO

Una de las principales causas para la quiebra de los bancos es la exigencia, por parte de los depositantes, de convertir sus depósitos en dinero en efectivo. El seguro de depósitos incentiva a los depositantes para proteger sus fondos por medio de la conversión de éstos en dinero efectivo hasta por una cantidad igual al monto del seguro.

El seguro de depósitos funciona en los Estados Unidos desde 1933, en que se inició con una protección de dos mil quinientos dólares por cuenta individual, hasta el presente límite, con el cual se cubre el 99 por ciento del valor de los depósitos.

El caso ecuatoriano, propuesto al Congreso Nacional, es un avance paulatino, ya que considera una aportación por partes iguales entre el Gobierno y el sector privado. Este procedimiento se hará extensivo al sector de las Cooperativas de Ahorro y Crédito, por su beneficio social.

El proyecto presentado, en este seminario, plantea una reducción gradual, hasta 1989, en que el seguro estará cubierto en su totalidad por la empresa privada. (Un padre no es alguien en quien puedas apoyarte sino alguien que te ayuda a librarte precisamente de tu tendencia a apoyarte.)

SIGILO

Mención particular conviene hacer, dentro de los lineamientos generales que conforman el marco jurídico —en el cual las instituciones controladas desenvuelven su actividad—, sobre el llamado “sigilo bancario”, establecido por normas legales o consuetudinarias, cuya vigencia y aplicación puede aceptarse como un medio que, debidamente manejado, contribuya para consolidar la eficacia de la supervisión bancaria.

Este principio consta de manera clara y definida en la legislación ecuatoriana. Sin duda, en una u otra forma, existen en todas las leyes bancarias de los países de América Latina y el Caribe.

Varios tratadistas han incursionado en el tema del sigilo bancario, llegando a la conclusión inicial de que el secreto bancario no tiene una justificación *per se*, sino en razones de convivencia social y de respeto a los legítimos derechos del hombre.

Lo paradójico es que mientras se observa una exagerada regulación del derecho de privacidad, algunos Estados tratan de llegar a

acuerdos —con determinados sistemas bancarios— para introducir o ampliar *excepciones* al secreto bancario, arguyendo para ello valores superiores de la comunidad y la misma defensa de la actividad bancaria.

La noción jurídica de secreto bancario, para que sea completa, tiene que considerar el origen diverso de la información que manejan los bancos, para resolver que está sometido a secreto.

Las excepciones que tiene el secreto bancario son más o menos uniformes (orden judicial; requerimientos de autoridades fiscales, requerimientos e inspecciones del órgano controlador bancario), siendo interesante destacar una excepción que tiene fuente legal y consuetudinaria en la mayoría de los países, que ratifica parte de lo que afirmamos en el párrafo inmediatamente anterior. En efecto, *varias leyes de América Latina tienen expresamente prevista una excepción con la obligación del secreto de la más decidida importancia, porque de ella depende en buena parte el éxito de la intermediación financiera y porque da lugar a una de las instituciones más novedosas y útiles que en la banca mundial se hayan puesto en funcionamiento en los últimos años. Nos referimos a la información interbancaria que los bancos pueden suministrarse directamente, o por intermedio de los organismos de supervisión, para conocer en forma global el monto de las obligaciones de un cliente para con la totalidad del sistema bancario.*

Puede concluirse, entonces, que el *deber del secreto bancario no es absoluto* y que así como se conserva y defiende su integridad, se amplían sus excepciones en atención a valores sociales y profesionales ante los que debe ceder el interés particular.

No existe una norma legal que obligue a los bancos privados a guardar el secreto bancario. Es la imposición de una costumbre, más aún, de una tradición, la que origina que los bancos mantengan en secreto las operaciones individuales, protegiendo —de esta manera— a sus clientes.

* * *

En la reunión de FELABAN, realizada hace un año, en la ciudad de Quito, tuve la oportunidad de señalar ciertos conceptos que hoy día deseo hacer extensivos a todos ustedes por la autenticidad de y permanencia de las apreciaciones a pesar del tiempo transcurrido. Al momento, tienen plena validez, y sirven para el comentario que estamos elaborando.

En total concordancia de ideas con el actual Superintendente de Bancos de Chile, expresé en la reunión de Quito que: “Es necesario diseñar fórmulas que vayan más allá que aquellas de control interno y de “resultados” de las operaciones de crédito. Hay un

mundo nuevo en el cual debemos actuar, y modernos deben ser los controles que se apliquen en el desarrollo financiero. Existen nuevas variables que considerar para la vigilancia bancaria, e inéditas soluciones se deben aplicar para el crecimiento de los sistemas.

Los nuevos mecanismos financieros y las estrategias comerciales renovadoras, así como la integración mundial de los mercados financieros, no sólo han sometido a nuevos riesgos al sistema financiero sino que, además, han hecho más difíciles las tareas de evaluación de datos, reglamentación y aplicación de la política monetaria. La apertura de los mercados financieros nacionales ha provocado el desmantelamiento de los controles que se aplicaban sobre los tipos de interés, los tipos de cambio, el crédito bancario, etcétera.

Los programas encaminados a reducir la inestabilidad de las tasas de inflación, los tipos de interés y los tipos de cambio han favorecido la creación de mecanismos tales como: operaciones a futuro, mediante las cuales se procura transferir el riesgo a terceros. Sin embargo, al no reducirse el riesgo del sistema en su conjunto, se han implantado sistemas de cobertura de riesgo para los emisores de valores, para los depositantes, para los inversionistas.

La renovación financiera también plantea problemas de reglamentación, especialmente cuando existe un gran volumen de inversión disponible, en forma de instrumentos a corto plazo o de tipo de interés flotante, y cuando el correlativo riesgo crediticio es elevado.

La falta de legislación, en los puntos señalados, originan no sólo que los Estados Financieros de los bancos sean más complejos y potencialmente más equívocos, sino que se afecten las cuentas de utilidades en los movimientos de capital.

Todos estos factores: la renovación financiera, la reglamentación y los cambios estructurales están afectando a la política monetaria y crediticia, y pueden tener importantes consecuencias para la banca y los sistemas financieros. Se ha intensificado su vulnerabilidad frente a situaciones importantes e inesperadas de la situación económica. Se ha exigido a las autoridades de control la toma de ajustes y adaptaciones sustanciales de las medidas de reglamentación. La creación de nuevos instrumentos o mecanismos financieros no evitarán automáticamente todo el riesgo.

Siempre es difícil conocer si los fenómenos en la época actual son coyunturales, o si ejercerán una influencia decisiva en el futuro. Es de suponer que los bancos confrontarán el hecho de que algunos fenómenos de la esfera político-social existentes hoy, conservarán su importancia en algunos años, o incluso adquirirán mayor peso.

El centro crítico no siempre está referido al mismo campo, ya que las circunstancias imperantes en un momento dado, producto fundamentalmente de una alteración en las reglas del juego del

sistema financiero, pueden desplazar el centro de gravedad hacia otro lugar.

“Las políticas gubernamentales han sido adecuadas para etapas anteriores a nuestro proceso histórico”, y es tiempo de reflexión sobre el futuro de los sistemas financieros en todos los países de América Latina.

Varios resultados podemos presentar luego del análisis del mensaje del señor Superintendente de Bancos de Chile, a quien nuevamente deseamos agradecerle por entregarnos tan docta y precisa disertación:

Las conclusiones son las siguientes:

Es necesario el respaldo del sector privado: de los que ahorran, los que invierten, los que toman el desafío del riesgo y los que innovan. Es un proceso que interesa a la colectividad latinoamericana, para lo cual es necesaria la cooperación internacional, que nos permita un robustecimiento económico más equitativo, más sólido, más responsable y más justo. Es el concepto de libertad el que debe guiar nuestros pasos, y el sector financiero no debe ser la excepción.

La nueva propuesta sobre normalización y regulación del sistema financiero sostiene que: hay que adecuar las normas para tener una banca con la suficiente libertad y responsabilidad en el manejo de sus negocios, pero de ninguna manera se pretende un cambio radical en el modelo a aplicarse. Es una sustitución moderada del control que empieza en la regulación exhaustiva y se convierte finalmente en lo que se denomina “desregulación” o eliminación paulatina de las normas de control.

Es un avance en la privatización del sistema, sin que se deje exclusivamente en sus manos la responsabilidad de su accionar. Es un sistema mixto, entre Estado y propiedad privada, con el objetivo de maximizar el bien común.

Es la hora de unificar esfuerzos en beneficio de nuestros pueblos y hay que ser activos y eficaces para lograr tales objetivos. La dirección y el camino están señalados.

Gracias, señor Superintendente, por compartir con nosotros sus valiosos conceptos, con tan elevado contenido.

COMENTARIOS

Sr. Fernando Escobar C.

Director de Política Financiera, Banco Central de Chile

La muy completa exposición de nuestro Superintendente hace aún más difícil la tarea que gentilmente me invitó a desarrollar esta mañana el Instituto de Estudios Bancarios "Guillermo Subercaseaux".

Debo comenzar por recordar que el Banco Central de Chile, conforme al mandato que le confiere su Ley Orgánica, tiene una responsabilidad que cumplir en el mercado financiero y de capitales, mediante las políticas monetaria, crediticia, de mercado de capitales, de comercio exterior y cambios internacionales, de ahorro y otras que le sean encomendadas por ley, con el objeto de propender al desarrollo ordenado y progresivo de la economía nacional.

En el cumplimiento de esa responsabilidad, el Banco Central ha coordinado su acción con la de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Vale la pena recordar que cuando en Chile se sentaban las bases para un mercado de capitales más desarrollado y eficiente, a mediados de los años 70, se discutió ampliamente el mérito que podría tener transformar a la Superintendencia en parte integrante de la estructura de organización del Banco Central. Al final de cuentas, prevaleció la idea de mantener separados a estos Organismos, pensando que era la mejor manera de enfrentar eventuales épocas de crisis.

Como lo dije al comenzar, la exposición de nuestro Superintendente deja poco para agregar. Nos habló del papel de la intermediación financiera, de los precios y de la regulación en la búsqueda de la eficiencia y la estabilidad del mercado a través de la competencia, la apertura y la innovación tecnológica. Se refirió al sistema de garantía de los depósitos, la ayuda financiera del Banco Central, el secreto bancario y la confidencialidad de la información. Nos demostró que la evolución en la estructura del mercado financiero y de capitales refleja los estadios de desarrollo en una economía, desde el autofinanciamiento, tal vez la forma más simple de intermediación, pasando por un sistema bancario y llegando a otro en el que coexisten empresas bancarias con otras instituciones, como las sociedades financieras, agentes de valores, fondos mutuos y otros. También nos recordó que los bancos intermedian con responsabilidad patrimonial, siempre tratando, en consecuencia, de compatibilizar los riesgos que asumen por sus activos con los compromisos que adquieren por cap-

taciones y depósitos. Sin riesgo no hay intermediación, pero ese riesgo, naturalmente, debe ser moderado: de aquí emana, precisamente, el rol fundamental del organismo supervisor. Los bancos, sin embargo, no solamente tienen la función de manejar su portafolio, también participan en la oferta de dinero, por lo que la eficacia de la política monetaria requiere de una banca eficiente y de una regulación adecuada.

Permítaseme ofrecer algunas consideraciones acerca de la evolución de nuestro sistema, enmarcado en la idea central de tener una banca privada, competitiva y estable.

Ya en 1974 la política se orientó hacia el logro de un mercado financiero y de capitales más desarrollado y eficiente, propendiendo a la igualación de los niveles competitivos entre las instituciones financieras, lo que resultaría en la libre especialización por funciones en lugar de una especialización por institución. Esto exigió contar con una legislación que facilitara el logro de tres propósitos fundamentales: a) no discriminar entre instituciones e instrumentos de características similares; b) ampliar las funciones de las instituciones financieras y dotarlas de mayor flexibilidad, y c) evitar los subsidios implícitos en el mercado financiero, es decir, operar con tasas de interés reales positivas.

En este proceso se trataba de observar algunas restricciones importantes, por ejemplo: a) evitar la constitución de monopolios en el mercado financiero; b) evitar que este mercado interfiriera con la política monetaria; c) asegurar que la mayor liberalidad de las instituciones financieras fuese compatible con los mecanismos de control existentes, y d) garantizar seguridad e información útil y oportuna para ahorrantes e inversionistas.

Todo lo anterior, en el marco de un proceso de apertura financiera al exterior. Debemos recordar que el mercado financiero y de capitales está llamado a movilizar el ahorro, tanto interno como externo, que los agentes económicos libremente deciden poner a su disposición y canalizar eficientemente esos recursos hacia aquellos agentes que invierten más de lo que ahorran. Esto implica, por una parte, pagar a los ahorrantes una tasa de interés real positiva, que les compense el sacrificio de consumo y, por otra, minimizar los costos de intermediación.

Para cumplir con todo este conjunto de objetivos y restricciones, para el desarrollo de nuestro mercado, se adoptaron importantes medidas, entre ellas las siguientes: a) se liberaron las tasas de interés; b) se permitió aplicar la reajustabilidad para operaciones de crédito de dinero desde 90 días en adelante, con el objeto de eliminar la incertidumbre respecto de la tasa de inflación futura; c) se comenzó a utilizar el encaje como un mecanismo de regulación de crédito interno, en lugar de los márgenes permisibles de expansión

para cada institución financiera, favoreciendo así la competencia; d) a partir de abril de 1979 se establecieron encajes diferenciados a los créditos externos, con el objeto de estimular el ingreso de capitales a plazos superiores a 5 años, a los cuales no se aplicó encaje, en contraste con créditos externos a menos de 36 meses, que estaban afectos a un encaje de 25%; e) a mediados de ese mismo año se aumentó el margen de endeudamiento externo permitido a las instituciones financieras. Estos márgenes se eliminaron en marzo de 1980 y se comenzaron a computar como parte de la relación deuda-capital.

Posteriormente, en abril de 1980, se modificó la Ley de Bancos, lo que marcó un hito importante en el proceso de modernización que se inició en 1974. En la nueva ley se incorporaron, como partes integrantes de un solo cuerpo, la Ley General de Bancos, la ley sobre Bancos de Fomento y las normas por las cuales se regían las sociedades financieras. Como resultado, entre otras cosas, se amplió moderadamente el giro de los bancos comerciales, permitiéndoles, por ejemplo, hacer operaciones de "underwriting" y emitir letras de crédito para fines no habitacionales. Sin embargo, se conservaron diferencias que considero importantes entre los bancos y sociedades financieras. Por ejemplo, el endeudamiento máximo permitido a los bancos se mantuvo en 20 veces el capital pagado y reservas, mientras que para las sociedades financieras permaneció en 15 veces. Al mismo tiempo, el capital mínimo para que pudiese operar una sociedad financiera se estableció en el equivalente al 75% del requerido a un banco que fuese a operar en Santiago. Finalmente, y siempre a título ilustrativo, las sociedades financieras no fueron autorizadas para operar cuentas corrientes, efectuar operaciones de comercio exterior, "underwriting" y comisiones de confianza.

Así las cosas, se habían sentado las bases para el desarrollo ordenado de un mercado financiero y de capitales eficiente y competitivo. Sin embargo, a la contracción económica que ya se hizo sentir en la última parte de 1981, que afectó la capacidad de pago de los deudores y el valor de los activos entregados en garantía, se sumaron las expresiones de claras debilidades en la administración de varias instituciones financieras, específicamente en materia de análisis de riesgo y en la concentración de préstamos a deudores relacionados con la propiedad o gestión de esas instituciones. En estricta justicia, habría que admitir también que la fiscalización no fue tan eficiente como lo exigía el funcionamiento de un sistema financiero libre. La autoridad reaccionó. En 1981 se intervinieron 11 instituciones financieras. En diciembre de ese año se creó un seguro voluntario, financiado con primas cobradas a los mismos depositantes, complementario a la garantía establecida en 1977, y se estableció un Fondo de Seguro de Depósito, radicado en el Banco del Estado y administrado por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

En julio de 1982 el Banco Central de Chile adoptó un Acuerdo mediante el cual decidió comprar cartera vencida, cartera clasificada en categoría "D" y cartera relacionada de las instituciones financieras. En la práctica, en vista de que el pago de la cartera se hizo en un pagaré del Banco Central de Chile a 10 años plazo y sin intereses, esto constituyó un mecanismo contable que difirió, en un plazo máximo de 10 años, los castigos y provisiones que de otra manera habrían tenido que hacer de inmediato las instituciones financieras, con los consiguientes efectos patrimoniales.

De otro lado, la devaluación del peso en junio de 1982 indujo a la creación de un mecanismo, el llamado "dólar preferencial", para compensar, al menos en parte, las pérdidas en que habrían de incurrir los deudores en moneda extranjera.

Aquellos fueron años difíciles. Gradualmente se abandonó el énfasis en las flexibilizaciones contables y normativas, y en enero de 1983 se intervinieron 5 instituciones financieras y se declaró la liquidación forzosa de otras 3. En ese mismo mes se dictó una ley mediante la cual se otorgó garantía total a los depósitos en moneda corriente, hasta el 31 de diciembre de 1983; dicha garantía fue prorrogada en forma ininterrumpida hasta junio de 1986, cuando se puso en práctica un nuevo mecanismo de resguardo para los depositantes, al cual me referiré más adelante.

En 1983 y 1984 se establecieron diversos mecanismos de reprogramación de deudas, todos los cuales involucraron extensiones de plazos y reducciones en las tasas de interés. En febrero de 1984 el Banco Central de Chile adoptó un nuevo Acuerdo relacionado con la compra de cartera a las instituciones financieras, para permitir que dichas instituciones pudiesen vender cartera riesgosa o vencida por un monto equivalente hasta 2,5 veces el capital pagado y reservas de la respectiva institución. Esta vez se estableció que el Banco Central pagaría la cartera al contado y en dinero efectivo hasta por una suma no superior a 1,5 veces el capital pagado y reservas de la respectiva institución, y por la parte del precio que excediera en ese monto, el Banco Central libraría y aceptaría letras de cambio expresadas en Unidades de Fomento, sin intereses y a un plazo de 10 años.

Conjuntamente con la adopción de las medidas que la autoridad consideró apropiadas para las circunstancias, se intensificaron los esfuerzos para lograr una fiscalización más tecnificada, orientada fundamentalmente a dimensionar adecuadamente el riesgo en las operaciones de las instituciones financieras. Todo ello se traduce en la nueva Ley de Bancos, que se promulga en noviembre de 1986.

Como lo recordó nuestro Superintendente, la nueva Ley de Bancos se estructuró sobre la base del principio de los riesgos compartidos y con la idea fundamental de preservar una banca privada, competitiva y estable. De aquí que la ley haya contemplado la

participación de la banca en nuevos negocios, se hayan formalizado procedimientos para asegurar la transparencia en la información disponible a los ahorrantes, se hayan establecido límites a ciertas operaciones y se haya previsto una mecánica para normalizar la situación de las instituciones financieras en el caso que las circunstancias así lo requieran.

De este modo la nueva ley permite a los bancos crear sociedades filiales para intermediar valores, por cuenta propia o ajena; prestar servicios financieros, siempre que complementen el giro propio de los bancos; y participar en sociedades que prestan servicios tales como la custodia de valores, los cajeros automáticos y las redes para transferencia electrónica de fondos. También se les permite invertir en acciones de bancos extranjeros.

Me parece importante recalcar, en relación con la normalización de una institución financiera en particular, que la ley contempla que los costos sean compartidos por los dueños, los deudores y los acreedores. En este sentido la ley resuelve el problema práctico del tratamiento a los depósitos a la vista en caso de falencia de un banco, garantizando el pago oportuno de la totalidad de dichos depósitos, evitando con ello afectar muy severamente la actividad económica. De otro lado, se trata a los depósitos a plazo como una inversión, con los riesgos que ella conlleva. Esta es la racionalidad de la reserva técnica de 100% que la ley establece sobre los depósitos a la vista y sobre aquellas obligaciones que, aun cuando fueron contratadas originalmente a plazo, tienen un plazo residual de vencimiento de 10 días o menos, cuando esos depósitos y obligaciones exceden, en conjunto, el equivalente de 2,5 veces el capital pagado y reservas de la institución financiera.

En la nueva ley se contemplan, además, los mecanismos a utilizar en el proceso de normalización de una institución financiera con un compromiso patrimonial importante, como a) una capitalización preventiva si su endeudamiento supera el equivalente a 20 veces el capital pagado y reservas; b) la liquidación; c) proposiciones de convenio a los acreedores; en este caso, si la proposición de convenio es rechazada, el Superintendente debe declarar la liquidación forzosa de la institución, y d) el rescate de la institución por otras instituciones financieras, mediante un crédito a 2 años plazo, el que puede capitalizarse si el banco deudor no está capitalizado en ese plazo.

Finalmente en la ley se crea un mecanismo permanente de garantía estatal a los pequeños ahorrantes, que cubre el 90% de los depósitos de personas naturales, con un máximo de 120 Unidades de Fomento por año calendario. Al mismo tiempo se contempla la progresiva reducción de la garantía a todos los depositantes, hasta eliminarse a partir de 1989. Como indiqué anteriormente, en junio de 1986 se puso en práctica un nuevo mecanismo de resguardo para

los depositantes, mediante el cual se otorgó garantía estatal hasta el 31 de diciembre de ese año para las obligaciones en moneda nacional y extranjera, excluyendo las operaciones de intermediación y las obligaciones de las sucursales de bancos extranjeros. Esta garantía no fue concebida como un mecanismo automático, sino que tuvo que ser solicitada expresamente por las instituciones interesadas y la Superintendencia reconocerla en un plazo de 5 días, con consulta al Comité Ejecutivo del Banco Central de Chile. A diferencia de los sistemas anteriores, se estipuló que no se reconocería la garantía a instituciones con un compromiso patrimonial superior a 0,6 y que se debía pagar una comisión de 0,0625% anual sobre los montos garantizados.

A fines de 1986 se estableció la garantía desde el 1º de enero de 1987 hasta el 31 de diciembre de 1988, ascendiendo al 90% en el primer semestre de 1987; 80% en el segundo semestre; 70% en el primer semestre de 1988, y 60% en el segundo semestre de 1988. Esta vez la garantía no se otorga a instituciones con un compromiso patrimonial superior a 0,35 al 30 de junio de 1987 o a 0,20 al 31 de diciembre de 1987.

Como mencioné anteriormente, en la nueva Ley de Bancos se han plasmado los principios fundamentales para el eficiente desempeño y la fiscalización tecnificada de nuestras instituciones financieras. El sistema fue puesto a una severa prueba en los años de crisis. La respuesta de la autoridad ya la hemos comentado. Tal vez valga la pena hacer una reflexión acerca de cuál podría haber sido la opción. Llevando las cosas al extremo, la solución de mercado habría significado dejar quebrar las instituciones financieras técnicamente insolventes. Sin embargo, ello habría significado afectar severamente la actividad económica, en la medida en que automáticamente no se hubiese contado con recursos de disponibilidad inmediata, como las cuentas corrientes y los depósitos a plazo con fecha de vencimiento posterior a la liquidación. Se cometieron errores, se pagaron y se pagan aún por ellos, pero se ha aprendido de la experiencia. La prueba de ello es nuestra nueva Ley de Bancos que, como todas las cosas, no es perfecta.

En definitiva, ahora estamos en una etapa en la que se ha consolidado el proceso de normalización de nuestro sistema financiero. Se ha definido la propiedad de las instituciones y se han producido aumentos de capital, con los consiguientes efectos positivos en la solvencia, capacidad de generación de excedentes y flexibilización del manejo financiero de las instituciones. Al mismo tiempo, con la progresiva disminución de la garantía sobre los depósitos, se acrecienta, también en forma progresiva, la conciencia del público respecto de la verdadera situación de los bancos y las sociedades financieras. El público tiene ahora mayor y mejor información sobre el

compromiso de capital de las instituciones, la calidad de la cartera y las operaciones con los deudores relacionados.

En este marco tenemos un nuevo desafío: el de competir con eficiencia. Las reglas están claras. El aprovechamiento del avance tecnológico, signo inequívoco de la alta calidad de nuestros recursos humanos, nos permite contar con una gama de instrumentos para desarrollar las operaciones financieras que el mundo de hoy requiere. Se han creado nuevas instituciones, haciendo mucho más intensa la competencia en nuestro mercado, donde hoy operan 17 bancos comerciales chilenos, 20 sucursales de bancos extranjeros, 4 sociedades financieras, 16 Fondos Mutuos —administrados por 8 sociedades administradoras—, 24 agencias de valores, 31 corredores de la Bolsa de Comercio de Santiago, 19 Cooperativas de ahorro y crédito, 12 Administradoras de Fondos de Pensiones, 23 compañías de seguro y una docena de compañías de leasing. Esto es lo que tengo en mente cuando hablo de un mercado financiero y de capitales muy competitivo. Las instituciones financieras y los organismos de fiscalización deben velar por la solvencia y la estabilidad de nuestro sistema. Esta preocupación no es solamente nuestra.

En efecto, las presiones a que ha estado expuesto el sistema financiero internacional han provocado importantes esfuerzos de coordinación. Así, en 17 países, miembros de la Comunidad Económica Europea o del Grupo de los 10 países industriales, actualmente se está discutiendo la idea de adoptar medidas uniformes del capital de los bancos en esos países, el que podría incluir la propiedad de bienes inmuebles y acciones. Al mismo tiempo, se están estudiando normas, también comunes, para efectuar los cálculos de riesgo. Por ejemplo, se trataría el préstamo que haga un banco cualquiera de los 17 gobiernos participantes, como si tuviera el mismo riesgo que si el préstamo fuese extendido al gobierno del banco prestamista. Lo que quiero destacar, en todo caso, es que en todo el mundo existe clara conciencia de la necesidad de proteger los sistemas financieros nacionales y las reglas que gobiernan los flujos de comercio y pagos internacionales.

Una reflexión final. La estabilidad económica del país es el ingrediente esencial para alcanzar y mantener un mercado financiero y de capitales desarrollado, eficiente, estable y competitivo. Esa estabilidad deberá estar siempre acompañada de una legislación adecuada a las circunstancias, de una amplia gama de instrumentos financieros, de transparencia en la información y profesionalismo.

EVOLUCION RECIENTE DEL MERCADO DE VALORES CHILENO*

Sr. Fernando Alvarado E.

I. REALIDAD DEL MERCADO DE VALORES HASTA 1980

A partir de 1930 y durante cerca de cuarenta años Chile se caracterizó por tener una economía fuertemente estatista, tendencia que se agudizó a principios de la década de 1970 y que fue radicalmente modificada hacia fines de 1973 por el gobierno que asumió en septiembre de ese año, como reacción a la dramática situación entonces imperante tanto en lo económico como en lo político y social.

En este marco general se estimó que lo más apropiado para lograr las metas económicas del nuevo gobierno (estabilidad del nivel de precios, tasa de crecimiento del PGB alta y sostenida, y un desarrollo social acorde con ella) era una economía de mercado sobre cuyos principios se asienta, como sabemos, la política con respecto al mercado financiero. En efecto, la generación y transferencia de fondos de inversión y su eficiente asignación eran una condición previa para la tasa de crecimiento alta y sostenida. Para ello, a su vez, era indispensable la implementación de un mercado de capitales eficiente y competitivo, abierto a la iniciativa privada. Por esta razón la política económica puesta en marcha a partir de 1974 se volcó al logro de un mercado financiero sin monopolios ni distorsiones y con información suficiente, oportuna y relevante para la toma de decisiones de inversión.

Los logros de dicha política se reflejan fácilmente en unas pocas cifras, como que el mercado de valores (activos que se transan en un mercado formal) ha crecido desde equivaler al 9,8% del Producto Geográfico Bruto en 1974, a 45,1% en 1980 y al 51,1% en 1986. Esto, para no hablar de los agentes de valores que hoy operan en el mercado extrabursátil, ni de los fondos de pensiones privados, ni de otros desarrollos técnicos y financieros a que nos referiremos más en detalle aquí mismo.

* Exposición del Superintendente de Valores y Seguros de Chile, señor Fernando Alvarado E., en el seminario internacional de Gestión Bancaria, organizado por el Instituto de Estudios Bancarios "Guillermo Subercaseaux". Santiago, noviembre de 1987.

II. SENTIDO Y PRINCIPIOS DE LAS MODIFICACIONES DE 1980-1981

a) *Un sistema económico privado, libre e igualitario*

A partir de 1980 se comenzaron a aplicar diversas medidas tendientes a liberalizar el mercado de valores y facilitar su funcionamiento. Los principios generales en que se basaron dichas reformas fueron, en términos muy breves, los siguientes:

i) Un sistema de precios libres que favorezca la competencia y la no discriminación entre los concurrentes al mercado.

ii) Confianza en la iniciativa privada y consecuente reducción del tamaño del sector público; contención de su déficit presupuestario, y con ello, eliminación de las presiones inflacionarias aparejadas a él.

iii) Liberalización del mercado financiero, con el fin de incentivar la generación y transferencia de fondos de inversión y su asignación hacia las actividades más rentables.

iv) Apertura al comercio internacional, tanto de bienes como de capitales, con el propósito de incentivar la productividad y las ventajas comparativas nacionales y de atraer ahorro externo que complemente el ahorro interno en el financiamiento de tasas de crecimiento económico altas y sostenidas.

b) *Rol del Estado*

Es claro que un mercado de las características señaladas no puede desarrollarse allí donde el Estado controla y reprime a la actividad financiera, y donde las ventajas de dictar las normas le permiten competir sin contrapeso alguno con el sector privado. En esos casos el aparato estatal termina por saturar el mercado de fondos prestables, captando la mayor parte de éstos y asignándolos a las áreas políticamente prioritarias, que no necesariamente son las socialmente más rentables.

Así pues, en lo institucional, la reforma más importante iniciada con el advenimiento del nuevo gobierno fue la reducción de la intervención del Estado en la economía en general y específicamente en el mercado de capitales, para asumir un rol subsidiario. En virtud de éste, el Estado se retira del proceso productivo para ejecutar sólo aquellas actividades o funciones que le son propias, tales como el desarrollo social, la administración de justicia, la seguridad nacional y la provisión de bienes públicos, dando paso así a la iniciativa privada en las demás áreas de la economía. En otros términos, dentro de este contexto se entienden como roles fundamentales del

Estado los de garantizar la estabilidad política, social y económica que el país necesita para su desarrollo.

Al analizar el papel subsidiario del Estado, en este caso con respecto al mercado financiero, hay que considerar a éste en tres perspectivas o funciones: como regulador, como fiscalizador y como difusor de señales e información al mercado.

b. 1) *El Estado regulador*

Dentro de la concepción subsidiaria del Estado, éste se reserva el rol esencial de regulador de la actividad económica del país en la medida que el interés de la comunidad lo requiera, esto es, dictar las normas y principios generales dentro de los cuales se enmarca la actividad del sector privado, y de vigilar el cumplimiento de las mismas. Desde luego, una reforma del sistema financiero como la que se llevó a cabo en Chile tuvo que partir por su marco jurídico: sin duda la rigidez e inadecuación del que estaba vigente en 1974 constituyó una de las variables que más incidió en el escaso desarrollo del mercado de capitales chileno hasta esa fecha.

De las numerosas reformas llevadas a cabo en el sistema financiero, las más importantes fueron, primero, la libre determinación de la tasa de interés en el mercado y la racionalización de la estructura tributaria; posteriormente se dictó la legislación relativa a bancos, y luego la de mercado de valores, de sociedades anónimas, de seguros y de fondos de pensiones; casi simultáneamente se dictaban las leyes orgánicas de los servicios públicos que fiscalizan a cada una de las mencionadas entidades. En los doce años que van corridos desde que se iniciaron las reformas, dichas normas probaron su eficacia; sin embargo, todos los cuerpos legales mencionados han experimentado modificaciones que los perfeccionan y que recogen la valiosa experiencia acumulada al respecto.

Mediante la dictación de la nueva Ley de Sociedades Anónimas, en 1981, se puso al día y se reestructuró la legislación existente otorgando mayores facilidades para constituir las, exigiendo mayores requerimientos de información, diversos mecanismos de protección al pequeño accionista y mayores responsabilidades y deberes de los directores, administradores y auditores.

Por su parte la Ley de Mercado de Valores, también de 1981, establece normas sobre la oferta pública de valores, sus mercados y sus intermediarios. El propósito de esta ley es el logro de un mercado de valores competitivo y eficiente, para lo cual establece requisitos de información por parte de los emisores, y un amplio acceso al mercado a éstos y a los intermediarios, sin discrecionalidad a fin de reducir costos de operación dentro de él.

La ley estimula especialmente el mercado de valores por la vía de incentivar a las empresas a recurrir a fuentes no tradicionales de

financiamiento, como la emisión de acciones o de instrumentos de deuda de largo plazo. La legislación vigente obliga a las sociedades emisoras a registrarse ante la Superintendencia de Valores y Seguros y a informar ampliamente sobre su situación financiera y jurídica, para que el mercado tome las decisiones de inversión más informadas.

La ley establece también, entre otras disposiciones, la libertad de entrada a la intermediación financiera a las personas naturales o jurídicas que cumplan ciertos requisitos objetivos de probidad moral, técnica y financiera. En este esquema el Estado, a través de un órgano fiscalizador descentralizado, provee la regulación necesaria para el buen funcionamiento del mercado. Tal poder está ampliamente equilibrado con un sistema de recursos jurisdiccionales para reprimir todo abuso de autoridad.

b. 2) *El Estado fiscalizador*

Decíamos que el Estado, al reservarse el derecho de dictar las normas y principios generales dentro de los cuales se enmarca la actividad económica del país, y velando por el bien común, también realiza el de vigilar el cumplimiento de las mismas cuando se trata de entidades que en su quehacer comprometen la fe pública.

Entre las disposiciones comentadas más arriba, la Ley de Valores establece también normas relativas a la facultad de autorregulación que se ha entregado al sector privado y la flexibilidad y control a posteriori ejercida por parte de la autoridad fiscalizadora. En otras palabras, se entregan al sector privado facultades para decidir autónomamente, limitándose la autoridad a aplicar sanciones cuando se viola su confianza en la buena fe de aquél.

En este contexto hay que reconocer que hasta 1981 la Superintendencia de Valores y Seguros era un organismo dedicado más a registrar en lo formal a todas las sociedades anónimas que a fiscalizar su desempeño efectivo en el mercado de valores. La nueva legislación cambió ese estado de cosas, asignando a la entidad fiscalizadora un papel más activo en el registro, requerimientos de información y fiscalización de las sociedades, pero sólo de aquellas que hagan oferta pública de sus acciones, es decir, que con su actividad comprometan en algún grado la fe pública; el resto deja de ser fiscalizado por el Estado.

Dentro de las mismas concepciones anteriores es preciso enfatizar que la Superintendencia no autoriza ni aprueba, como se tiende a creer, la emisión de títulos valores, puesto que ello no se encuentra entre sus facultades. Lo que hace es registrar la emisión y fiscalizar que el emisor proporcione toda la información necesaria para que el mercado tome las decisiones de inversión que estime convenientes.

Con respecto al control de las actividades de todas las entidades que concurren al mercado de valores, las normas relativas a las facultades de la entidad fiscalizadora (de todas las entidades fiscalizadoras) se han ido adecuando para proteger al mercado contra administraciones deficientes o fraudulentas, e inestabilidades.

b. 3) *El Estado y la información*

Ya hemos señalado que el propósito de todas las reformas llevadas a cabo a principios de la década de 1980 es el logro de un mercado de valores privado, competitivo y eficiente; para ello se establecieron requisitos de información relevante, suficiente, oportuna y veraz de parte de los emisores para que el mercado pueda tomar decisiones racionales.

La justificación de estos mayores requerimientos de información reside en que no debe ser la autoridad del Estado la encargada de decidir, en vez del mercado, cuál debe ser la composición óptima de las carteras, ni evaluar la calidad de los títulos ni la situación financiera de los emisores, debido al alto costo y los dudosos beneficios que ello implicaría, además de significar una transgresión a su rol subsidiario y respetuoso de la iniciativa privada.

En consecuencia, el Estado ha asumido, en tanto no esté suficientemente desarrollada en el sector privado, la tarea de exigir, coleccionar y difundir la información necesaria. Actualmente se reconoce internacionalmente que los estándares de información en Chile se cuentan entre los más altos.

III. EVOLUCION DEL MERCADO DESDE 1981

a) *El desarrollo del mercado de valores*

Desde la segunda mitad de la década de 1970 el mercado de valores chileno comenzó a experimentar un fuerte crecimiento, especialmente en lo relativo a los volúmenes de títulos emitidos, el desarrollo y presencia de inversionistas institucionales, y los volúmenes transados en los mercados secundarios. Tanto es así que el mercado secundario de valores se multiplicó por diez en términos reales, entre 1974 y 1980, para seguir creciendo a una tasa menos acelerada en los seis años siguientes. Hubo, asimismo, grandes progresos en la transparencia del mercado, aumentando sustancialmente el volumen y cantidad de la información disponible sobre emisores, valores, intermediarios y mercado en general. Pero no obstante este crecimiento cuantitativo y cualitativo de la información y de la tecnificación del mercado, no se observó por parte del público inversionista el correspondiente incremento de la evaluación financiera y la per-

cepción de que no sólo la rentabilidad sino también el riesgo de las inversiones tienen que ser tomados en cuenta a la hora de tomar decisiones de inversión. Por consiguiente, el crecimiento económico se financió básicamente con endeudamiento.

Así pues, a partir del inicio de la recesión internacional en 1981, el mercado de valores, especialmente las acciones, comienza a mostrarse vacilante, lo mismo que el hasta entonces vigoroso crecimiento económico del país. A medida que la crisis económica se acentuaba, el mercado de valores sufrió los efectos que eran de esperar, dada la menor solvencia de las empresas que habían colocado títulos de deuda en él. Así, el mercado de títulos de empresas no financieras enfrentó una fuerte crisis a comienzos de 1983, situación que repercutió en algunos inversionistas institucionales, especialmente los fondos mutuos, buena parte de los cuales entró en liquidación. Como se sabe, la crisis financiera de 1983 se suscitó a raíz de que un cierto número de empresas privadas emisoras de títulos de deuda entraron en cesación de pagos. Esto, junto con la intervención de los principales bancos del país por parte del Estado, llevó a la caída del mercado secundario y a la casi paralización del mercado primario. En el cuadro N° 2 del anexo se puede apreciar que entre 1982 y 1983 el mercado de valores cayó en un 13,3% real, explicado en buena medida por la caída patrimonial de los fondos mutuos (véase cuadro N° 5); las transacciones bursátiles, por su parte, cayeron fuertemente, especialmente las transacciones accionarias y de pagarés (cuadro N° 4).

Desde luego, uno de los cambios observados respecto de la situación precrisis fue el retorno del Estado al mercado de valores, puesto que hasta 1981 la tendencia había sido, como ya hemos comentado, hacia una menor presencia del mismo en la economía. Por un lado, los principales bancos privados se encontraban intervenidos por el Estado, con cuantiosas carteras vencidas, requiriendo el apoyo del Banco Central y renegociando los créditos concedidos. Por todo esto, y tal como se observa en los cuadros adjuntos, 1983 no fue un año normal desde el punto de vista financiero.

Sin embargo, el mercado de valores empezó muy pronto una recuperación, lenta pero sobre bases más sólidas, con inversionistas más prudentes e informados, con sociedades financieramente saneadas, y con intermediarios, directores, emisores y administradores más experimentados y conscientes de sus responsabilidades éticas y profesionales. Examinemos, pues, más detenidamente, el desarrollo de los principales segmentos del mercado de valores:

a) *el mercado primario* (cuadro N° 1)

En los últimos tres años el mercado primario de valores se ha caracterizado por el predominio de emisiones del sector público, particu-

larmente del Banco Central, que emite gran parte de sus papeles más con propósitos monetarios que de endeudamiento. Pero a partir del segundo semestre de 1985 empezó a repuntar la emisión de títulos del sector privado, por la colocación de acciones pago de los bancos de Chile y de Santiago en el proceso de capitalismo popular que se inició en ese período, y por el notorio repunte en la colocación de bonos de empresas privadas financieras y no financieras, que no habían hecho emisión de estos instrumentos durante 1984.

En tanto, las emisiones del sector público venían disminuyendo rápidamente, en gran medida debido a la disminución de la colocación de papeles de la Tesorería General de la República, como consecuencia de la disminución del déficit presupuestario público. Las emisiones del sector privado se sextuplicaron, en términos reales, entre el primer y el segundo semestre de 1986, lo que refleja la colocación de acciones de pago, en especial por el término del proceso de capitalismo popular en el sector bancario. En todo caso cabe señalar que la privatización de empresas públicas no se refleja mayormente en las cifras del cuadro del mercado primario, ya que ésta se llevó a cabo principalmente a través del mercado secundario, con acciones de propiedad de Corfo.

b) *el mercado de valores* (cuadro N° 2)

Tal como se observa en el cuadro N° 2, a partir de 1983 el mercado de títulos en circulación inició un repunte lento pero sostenido, particularmente en lo que al sector privado se refiere. Este último, desde luego, se explica por el notable aumento de las acciones, especialmente del sector no financiero, y de las cuotas de los fondos mutuos. Cabe citar que las cifras accionarias anotadas se refieren, en rigor, al patrimonio bursátil (número de acciones pagadas, multiplicado por los precios de mercado), por lo que el incremento del patrimonio se debe no solamente al aumento del número de acciones en circulación sino también a los mayores precios alcanzados por ellas.

En cuanto al sector público, su tasa de crecimiento se explica por la de los títulos del Banco Central que, como ya dijimos, se emiten principalmente con fines de regulación de la liquidez de la economía. El importante saldo de títulos de la Tesorería General de la República disminuyó en 1987 en términos nominales y reales por tercer año consecutivo, lo que refleja la disminución del déficit del sector público alcanzado durante el período.

c) *el mercado bursátil* (cuadros N°s. 3 y 4)

Tal como se observa en los cuadros N°s. 3 y 4, el año 1986 constituyó un récord en términos del volumen y valor de las transacciones efec-

tuadas en la Bolsa de Comercio de Santiago: todos los montos transados se incrementaron notablemente en términos reales, no sólo respecto de 1985 sino también de todo lo que va corrido de la presente década. Como ya se ha señalado en estas mismas páginas, dicho auge (particularmente el accionario) es consecuencia del programa de recapitalización y reprivatización de empresas puesto en marcha a partir del segundo semestre de 1985 y exitosamente culminado a mediados de 1987.

Téngase presente que, como ya hemos comentado más arriba, las cifras accionarias se refieren al patrimonio bursátil, por lo que el crecimiento observado del mismo se debe no sólo al aumento del número de acciones en circulación sino también a los mayores precios logrados por ellas, como se desprende de los incrementos alcanzados por los índices generales y selectivos de precios de acciones de que informa la Bolsa de Comercio.

También conviene mencionar que entre las cifras de transacciones accionarias se consignan las de un nuevo instrumento, que son los derechos preferentes de suscripción. En estricto rigor, no se trata de un instrumento nuevo, sino más bien que a partir de 1986 comenzó a transarse el derecho de los accionistas a suscribir acciones de pago de las empresas en las que ya tuvieran acciones. La implementación de un mercado para tales derechos es una novedad en Chile, puesto que hasta la fecha no habían sido objeto de transacción. Esto representa, por cierto, un paso importante hacia la tecnificación y modernización de nuestro mercado.

d) *Los inversionistas institucionales: fondos mutuos y compañías de seguros* (cuadros N^{os}. 5, 6 y 7)

Los principales inversionistas institucionales que existen en Chile son los fondos de pensiones, las compañías de seguros y los fondos mutuos, en ese orden según la cuantía de sus respectivas carteras de inversión; pero son los fondos mutuos los que en los dos últimos años han exhibido las tasas de crecimiento más dinámicas. En efecto, en estos dos años considerados (1985 y 1986), el conjunto de fondos mutuos experimentó una notable recuperación, no sólo de su patrimonio real (55,3% y 76%, respectivamente) sino también del número de partícipes (20,3% y 42,6%, respectivamente). Es más, en los primeros ocho meses de 1987 las cifras de patrimonio y partícipes superaban ya las alcanzadas a diciembre de 1986.

Este crecimiento de los fondos mutuos se explica en gran medida por la creación de nuevos fondos accionarios que han podido beneficiarse del auge bursátil producido desde que en 1985 se echó a andar el programa de recapitalización y reprivatización de empresas. De hecho, en el cuadro N^o 6 se puede observar que la tenencia real de acciones de estos inversionistas institucionales pasó

de \$ 23 millones a \$ 740 millones entre 1985 y 1986, y ha seguido creciendo hasta constituir en agosto de 1987 un 10% del total de sus activos. Las otras grandes inversiones de los fondos mutuos, según el cuadro referido, son los depósitos bancarios a plazo y los títulos del Estado.

Las compañías de seguros, por su parte, han experimentado un crecimiento de sus activos totales de un 18,2% y de un 30,8% en 1985 y 1986, respectivamente. La tasa de crecimiento del año pasado se debe al crecimiento de las tenencias accionarias de las compañías, después de una leve caída que dichas tenencias experimentaron en 1985. Al igual que en el caso de los fondos mutuos, las principales inversiones de las compañías de seguros son los instrumentos del Estado y los depósitos a plazo que cuentan con garantía estatal hasta un determinado monto.

d) *Nuevos concurrentes al mercado de valores: los inversionistas institucionales*

d 1) *Los fondos de pensiones*

Estos importantísimos inversionistas institucionales, sin duda los más grandes del mercado, surgieron a raíz de la reforma del sistema previsional chileno promulgada en 1980, que estableció un sistema de capitalización individual en fondos de administración privada. El volumen de recursos que fluye hacia los fondos de pensiones es de gran magnitud: hoy totalizan US\$ 2.000 millones, estimándose que para 1999 alcanzarán los US\$ 5.000 millones; en consecuencia, la regulación de los fondos, que ha ido recogiendo la experiencia acumulada desde su creación, es susceptible de afectar tanto el precio de los activos financieros como al desarrollo relativo de los distintos segmentos del mercado de valores y la estructura financiera de las empresas. Nos referimos, desde luego, a la trascendental medida que les permitió canalizar parte de sus cuantiosos recursos hacia un selecto mercado accionario. En todo caso, hay que mencionar que la reforma previsional tuvo también su incidencia sobre la mayor presencia del Estado en la economía, que comentamos más arriba: en efecto, una parte importante del déficit fiscal que debió ser financiado en 1982 y 1983 se explica por la referida reforma, que en un primer momento desvió el flujo de cotizaciones que efectuaban los trabajadores desde las antiguas cajas de previsión estatales hacia los nuevos fondos de pensiones privados. Así, el Estado debió compensar este menor ingreso de las cajas de previsión con endeudamiento, ya que se mantenían las obligaciones contraídas por éstas con los pensionados del sistema antiguo. Cabe señalar que a su vez los fondos de pensiones son importantes compradores de títulos de deuda pública.

d 2) *Los agentes de valores* (cuadros N^{os.} 8 y 9)

Estos nuevos concurrentes al mercado de valores, creados en 1981, han experimentado también un notable desarrollo, tanto en lo cuantitativo (monto de sus operaciones) como en lo cualitativo (nuevos instrumentos y métodos). En sólo tres años, entre 1984 en que empezaron a operar, y 1986, el número de oficinas de agentes de valores subió de 15 a 25. Como se podrá apreciar en los cuadros adjuntos, el volumen operado en el mercado extrabursátil o de agentes es más del doble del operado en el mercado bursátil. Además, en el cuadro N^o 8 se observa que las operaciones por cuenta propia en el mercado secundario constituyen la característica dominante de las actividades de los agentes; en cuanto a la actividad por cuenta de terceros, es mucho más dinámica en el mercado primario (de valores recién emitidos) que en el secundario. Ello evidencia la importancia de estos intermediarios como "hacedores de mercado" para los títulos de primera emisión.

Por otra parte, cabe destacar también que desde mediados de 1984 hasta la fecha se ha manifestado el interés de los agentes por desarrollar nuevos productos en el mercado de capitales, con el fin de captar partícipes que hasta entonces operaban por canales más tradicionales como fondos mutuos, bancos, financieras e, indirectamente, el Banco Central. Los nuevos productos en referencia son los compromisos de venta y de compra, las ventas con compromiso de retrocompra y las compras con compromiso de retroventa; éstas son operaciones de corto plazo entre intermediario y cliente, respaldadas por valores de primera clase, y que constituyen los pasos previos para el desarrollo formal de un mercado a futuro de valores en nuestro país.

IV. PROYECCIONES

Este breve y apretado análisis del mercado de valores no puede terminar sin una somera consideración de sus perspectivas o proyecciones para un futuro inmediato. La forma más sencilla y segura de proceder a tal consideración es revisar los cuerpos legales de reciente promulgación, teniendo siempre presente que los fondos de pensiones seguirán jugando un rol central y que la regulación que a ellos se aplique afectará sustancialmente a todo el mercado de valores.

En fecha reciente se han promulgado importantes cuerpos legales llamados a tener enormes repercusiones sobre el desarrollo del mercado de valores:

a) *Ley Nº 18.576, que modifica la Ley General de Bancos*

Esta Ley, publicada el 27 de noviembre de 1986, introduce diversas modificaciones a la Ley General de Bancos y a la Ley Orgánica de la Superintendencia de Bancos y Sociedades Financieras. Entre sus disposiciones está la que permite a los bancos ingresar, por la vía de organizar sociedades filiales, al campo de los agentes de valores y de los fondos mutuos, como asimismo prestar servicios financieros en el más amplio sentido, siempre que complementen el giro propio de los bancos (custodia de valores, redes para transferencia electrónica de fondos, y otros). Naturalmente, estas disposiciones se complementan con otras orientadas a perfeccionar la información financiera difundida por los bancos, y la transparencia que así se otorga a sus actividades.

b) *La Ley Nº 18.657, de Fondo de Inversión de Capital Extranjero*

Con fecha 29 de septiembre recién pasado se publicó en el Diario Oficial la Ley Nº 18.657, que establece un marco legal y tributario para la constitución y operación en Chile de un fondo de inversión de capital extranjero, cuyo objetivo es captar recursos provenientes de inversionistas institucionales extranjeros, para su inversión en títulos financieros emitidos en Chile.

Esta iniciativa surgió de la necesidad de captar fuentes alternativas de ahorro externo que permita financiar tasas sostenidas de crecimiento de nuestra economía, junto con la conveniencia de flexibilizar los canales tradicionales de captación, como son la inversión directa y el endeudamiento. Por otra parte, los inversionistas institucionales de países desarrollados disponen de cuantiosos fondos destinables por definición al mercado de valores, y además requieren de una diversificación geográfica del riesgo asumido. A la vez, nuestro país tiene en carpeta una amplia gama de proyectos de inversión rentables que no han podido ser puestos en marcha precisamente por la escasez de capital de riesgo para financiarlos.

La idea es que en el extranjero se constituyan entidades que han sido denominadas fondos pero que pueden asumir distintas estructuras jurídicas, para captar recursos en el exterior y, luego de convertirlos a pesos, exista un acuerdo con el Banco Central para ingresarlos al país al amparo del DL 600 e invertirlos en valores de oferta pública. La administración de la cartera de inversiones que así se forme estará a cargo de una sociedad anónima que se constituirá para ese exclusivo efecto.

Entre las varias ventajas de esta iniciativa se cuentan las siguientes: se trata de capitales nuevos ("new money"); se da entrada a inversionistas institucionales que de otro modo no habrían podido aportar sus fondos al proceso chileno; dicha inversión no tomará

canales tradicionales, sino que será a través de una estructura financiera más equilibrada y flexible (lo que se obtiene con proporciones adecuadas de capital de riesgo y deuda); por esa vía se perfeccionará el mercado accionario, por la estabilidad de los precios bursátiles y por el uso de mecanismos de defensa del pequeño accionista; y finalmente, se darán a conocer las empresas y el proceso económico chileno en el exterior.

c) *Capítulo XIX, de las Normas del Banco Central, anexo N° 4 (septiembre de 1987)*

Este anexo permite a personas jurídicas con residencia en el extranjero la aplicación de títulos de la deuda externa a la suscripción y pago de acciones emitidas por sociedades de inversión chilenas que realicen inversiones en valores de oferta pública emitidos en el país. El patrimonio de la sociedad inversionista, que no podrá estar controlada directa o indirectamente por chilenos, deberá ser de al menos US\$ 5 millones, y la operación deberá ser autorizada por el Banco Central.

Las sociedades de inversión objeto de capitalización serán sociedades anónimas cerradas, con un plazo de duración no inferior a doce años, un capital social no inferior a 20 millones de dólares, y acciones cuyo valor de suscripción no podrá ser menor al equivalente en pesos a 100.000 dólares. Los inversionistas, que no podrán poseer directa o indirectamente más del 25% del capital de la sociedad, podrán pagar las acciones sólo con los pesos provenientes del prepago de la deuda por parte del deudor original o con los títulos en que les hayan redenido los pagarés originales. Una vez pagadas, las acciones emitidas por las sociedades de inversión chilenas podrán ser transferidas en el exterior por sus tenedores. A su vez, la sociedad sólo podrá distribuir utilidades a sus accionistas al cabo de los primeros cinco ejercicios anuales. A contar de entonces la sociedad podrá distribuir hasta un 90% de sus utilidades anuales y hasta un 20% de las que haya obtenido durante los cinco primeros ejercicios.

Las inversiones de la sociedad susceptible de ser capitalizada por extranjeros, según lo dispuesto en este anexo, están sujetas a una serie de restricciones orientadas a impedir probables problemas de control de las sociedades emisoras. Los accionistas de las sociedades de inversión tendrán acceso al mercado de divisas para remesar las utilidades (y el producto de la liquidación de la sociedad no antes de que se cumpla el plazo para ello).

- d) *Legislación del Banco Central sobre requisitos para la consideración de los agentes de valores como mercado secundario formal*

La autorización del Banco Central al respecto, significa que los agentes de valores podrán transar, directamente con las sociedades administradoras de fondos de pensiones, los instrumentos de inversión de renta fija que éstos incluyen en sus carteras. Para esto los agentes de valores deberán contar con la organización e infraestructura necesarias, con lo cual se producirá una situación similar a la que hoy hay en la Bolsa, lo que redundará en mayor competencia y desarrollo en el mercado de títulos de renta fija.

- e) *La Ley N° 18.660, que modifica la legislación de Valores y la de Seguros*

Respecto de la Ley de Valores, las modificaciones consisten en agregarle dos títulos adicionales, el N° XIV relativo a la clasificación de riesgo de los valores, y el N° XV, referido a los controladores de sociedades anónimas abiertas, a sus personas relacionadas y a los grupos empresariales.

La incorporación de tales temas y definiciones perfecciona la legislación vigente relativa al mercado de valores. Desde 1980 en adelante, un año antes de que entrara en vigencia la actual Ley de Valores, se venía observando la actividad de conglomerados o grupos empresariales relativamente grandes para la economía chilena, con efectos a veces perjudiciales para la misma. Estos se derivaban del hecho de que la información difundida al mercado acerca de tales actividades solía ser imperfecta o insuficiente como para juzgar la efectiva diversificación de riesgos en que incurren las empresas al prestarse o intermediar fondos de inversión.

Ahora bien: las reformas legales propuestas no pretenden desconocer la importancia que pueden revestir los conglomerados económicos para la modernización y el dinamismo de una economía basada en la iniciativa privada, sino más bien hacer transparente su actuar en el mercado de capitales. Es por ello que la reforma incorporada dispone normas mínimas de comportamiento y procedimientos de fiscalización que aseguren que el desenvolvimiento de los grupos empresariales sea equitativo con todo el mercado y objetivo en la canalización de los recursos de inversión.

En términos muy amplios, los objetivos básicos de la modificación a la Ley de Valores son:

- i) Entregar al mercado información que permita una mejor evaluación de los riesgos implícitos en la inversión en valores emitidos por entidades pertenecientes a un determinado grupo o emitidos por instituciones financieras comprometidas con ellos;

ii) Reconocer, a través de la exigencia de información, los conflictos de interés que podrían presentarse en los negocios de las sociedades anónimas abiertas con sus personas relacionadas, con el objeto de que los inversionistas defiendan adecuadamente sus derechos a través de los mecanismos que les otorgan tanto el mercado como la legislación vigente;

iii) Entregar criterios que permitan regular la diversificación mínima a que deben someterse algunos inversionistas institucionales que captan ahorros del público en general, específicamente los fondos mutuos y las compañías de seguros.

Asimismo, en el título XIV se ha dispuesto la apertura de un registro de entidades privadas que clasifiquen el riesgo de los valores (tanto acciones como títulos de deuda) de oferta pública.

En cuanto a las modificaciones a la Ley de Seguros, éstas apuntan esencialmente a dar estabilidad y solidez a las compañías de seguros, especialmente dado el compromiso que tienen con los fondos de pensiones. Las innovaciones más importantes de la Ley se refieren a las inversiones que pueden llevar a cabo las compañías, particularmente en instrumentos emitidos por entidades pertenecientes a conglomerados económicos, por las razones ya expuestas más arriba. Otras normas incorporadas a la Ley permitirán desarrollar un seguro de crédito, con el que hasta ahora no contaba nuestro mercado, en especial el crédito a las exportaciones.

CUADRO Nº 1

MERCADO PRIMARIO DE VALORES ¹
(Flujos, millones de pesos de diciembre 1986)

	1984	Acumulado a 1985	1986	marzo 1987	junio 1987
<i>Sector privado</i>	68.831	74.069	123.296	65.498	28.236
Acciones de pago ²	9.225	43.302	48.713	42.642	7.980
Bonos de empresas	—	760	3.010	2.681	330
Bonos financieros ³	1.395	2.514	11.540	3.464	6.856
Letras hipotecarias ⁴	58.211	27.493	60.033	16.711	13.070
<i>Sector público</i>	235.388	270.568	151.966	24.000	48.837
Acciones de pago ²	6.339	19.687	1.401	242	2.846
Bonos de empresas	8.732	114	3.304	5.802	6.238
Certificado Bco. Cent. ⁵	119.360	167.640	122.586	17.220	38.820
Título de Tesorería ⁶	94.772	77.645	20.920	—	151
Letras hipotecarias ⁷	6.185	5.482	3.755	736	782
Total	304.219	344.637	275.262	89.498	77.073

¹ Mercado en el que se lleva a cabo la emisión y colocación de valores recién emitidos, representados por títulos que se transan en un mercado formal y reconocido. Otros antecedentes metodológicos del cuadro, así como información para períodos pasados, se encuentran en Revista Valores Nº 75, junio de 1987.

² A valor de suscripción. Se considera que el sector público lo constituyen aquellas empresas en las que el Estado posee más del 50% de las acciones en el momento de la emisión de las acciones. Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago, boletín mensual.

³ Bonos emitidos por bancos e instituciones financieras. Flujo calculado como diferencia de saldos, en base a información de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, boletín mensual.

⁴ Flujo calculado como diferencia de saldos, en base a información de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, boletín mensual.

⁵ Flujo calculado como diferencia de saldos mensuales, incluye Pagarés Reajustables (PRBC), Pagarés Descontables (PDBC), Letras de Crédito o Pagarés al Portador (PPBC), Pagarés para la Previsión Social (PPS) y Pagarés de Dólar Preferencial (PDP).

⁶ Flujo calculado como diferencia de saldos mensuales, incluye Pagarés Descontables (PDT) y Pagarés Reajustables (PRT).

⁷ Son las letras emitidas por el Banco del Estado de Chile. Flujo calculado como diferencia de saldos, en base a información de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, boletín mensual.

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

CUADRO Nº 2

SALDOS DE ACTIVOS FINANCIEROS A CADA FECHA
(millones de pesos de dic. 1986)

	dic. 80	dic. 81	dic. 82	dic. 83	dic. 84	dic. 85	dic. 86	junio 1987
SECTOR PRIVADO	1.134.444	965.478	803.483	497.915	515.815	564.082	923.337	1.248.061
1. Sector no financiero	650.346	450.147	346.969	211.442	204.523	241.574	494.824	814.459
1.1. Efectos de comercio	18.920	33.255	21.047	—	—	—	—	—
1.2. Bonos ²	5.901	10.167	47.418	42.569	42.863	47.464	28.899	42.695
1.3. Acciones ³	625.525	406.724	278.504	168.873	161.660	194.110	465.925	771.764
2. Sector financiero	484.098	515.331	456.514	286.472	311.292	322.508	428.513	433.602
2.1. Bonos y Lt. hipts. ⁴	84.014	167.010	188.887	206.010	235.221	242.753	250.489	241.150
2.2. Cuotas fdos. mutuos	82.760	72.058	69.845	15.528 ⁶	15.190	23.584	41.486	40.258
2.3. Acciones ³	317.324	276.263	197.782	64.934	60.881	56.171	136.538	152.194
SECTOR PUBLICO	305.446	175.696	365.185	515.248	585.776	636.634	735.519	737.638
1. Acciones ³	146.484	62.862	248.899	181.371	178.093	183.855	229.089	252.042
2. Tesorería ⁴	29.882	31.877	71.177	175.818	249.088	158.245	125.345	98.132
3. Banco Central ^{4,5}	129.080	80.956	45.109	158.059	158.595	294.534	381.085	387.464
TOTAL MERCADO	1.439.890	1.141.174	1.168.668	1.013.163	1.101.591	1.200.716	1.658.856	1.985.699

² No incluye capital e intereses vencidos y no pagados. En marzo de 1985 se incluyeron emisiones que al 31 de enero se encontraban vencidas y no pagadas y que actualmente se encuentran vigentes de acuerdo a lo establecido en los respectivos convenios con los tenedores de bonos.

³ Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores. Las cifras se refieren al patrimonio bursátil (número de acciones pagadas multiplicado por el respectivo precio de cierre). Para efectos de este cuadro, se consideran "acciones del sector privado financiero" las correspondientes a bolsas de valores, compañías de seguros, compañías de inversión, e instituciones bancarias y financieras; y como "acciones del sector público" las de aquellas empresas en las que el Estado posee más del 50% del capital pagado.

⁴ Fuente: Banco Central de Chile, Boletín Mensual.

⁵ Incluye pagará para la previsión social (PPS).

⁶ A partir de diciembre de 1983 no se incluye al patrimonio de los fondos en liquidación. En diciembre de 1983 éste totalizó \$ 546.489.000.

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

CUADRO Nº 3

MERCADO ACCIONARIO DE LA BOLSA DE COMERCIO,
1980 - 1987
(millones de pesos de diciembre, 1986)

Años	Nº soc. inscritas	Patrimonio bursátil ¹	Monto acciones transadas	Emisiones pagadas ²	Dividendos, repartos otorgados
1980	265	1.089.332	63.565	36.604	52.608
1981	242	745.849	39.624	35.523	42.529
1982	212	725.186	18.630	30.465	29.313
1983	214	415.178	9.331	23.783	16.227
1984	220	400.635	7.535	15.564	21.834
1985	228	434.135	10.742	29.491	36.105
1986	232	831.552	60.598	50.117	46.943
1987 (agos.)	229	1.145.845	12.413	6.764	5.357

1 Patrimonio bursátil a valor de mercado, de las sociedades anónimas inscritas en la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores. Al 31 de diciembre de cada año, o al último día de cada mes.

2 Emisiones pagadas, a valor de suscripción. Hasta 1985 las cifras corresponden al total de emisiones efectuadas, pero no necesariamente colocadas en cada período. De 1986 en adelante se presenta el monto de las emisiones efectivamente suscritas y pagadas en cada período.

Fuente: Elaborado en base a información de la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores.

CUADRO Nº 4

TITULOS TRANSADOS EN LA BOLSA DE COMERCIO, POR TIPO DE TITULOS, 1980-1987 (millones de pesos de diciembre, 1986)

Años	Acciones ¹	Oro ²	Bonos letr. hipotec. ³	Pagarés ⁴	Total
1980	63.565	5.724	6.656	85.010	160.925
1981	39.624	2.746	10.003	155.343	207.717
1982	18.630	11.784 ⁵	104.222	350.514	485.150
1983	9.331	1.429	175.442	103.021	289.192
1984	7.535	—	158.939	101.787	268.262
1985	10.742	—	351.304	306.309	668.455
1986	60.598	—	888.752	600.513	1.549.863
1987 (agos.)	61.655	—	781.168	589.659	1.432.482

1 Incluye transacciones en rueda y remate de acciones inscritas y no inscritas en bolsa.

2 Incluye transacciones de CEPAC hasta 1980, fecha en que se dejaron de transar. El oro se dejó de transar en abril de 1983.

3 Se refiere a bonos y letras hipotecarias transados tanto en rueda como fuera de rueda.

4 Se refiere a instrumentos de intermediación financiera de corto plazo tales como depósitos a plazo reajustables y no reajustables, P.D.T., P.D.B.C. y P.R.B.C., transados tanto en rueda como fuera de ella.

5 Incluye transacciones de dólares.

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

CUADRO Nº 5

FONDOS MUTUOS, 1980-1987

Años a dic.	Nº soc. admin.	Nº de fondos	Patrim. neto ¹ (millones pesos dic. 86)	Nº de par- ticipes ²	Los activos en instrumentos renta fija
1980	9	11	82.760	176.922	53,5
1981	12	20	72.059	148.123	77,3
1982	10	22	69.845	131.017	94,9
1983	4	7	15.528	12.177	98,4
1984	4	7	15.190	12.928	98,8
1985	5	9	23.584	15.551	99,9
1986	5	11	41.486	22.179	98,3
1987 (a agos.)	8	14	44.950	28.624	91,1

1 Por dificultades en la valorización de las carteras, a partir de febrero de 1983 no incluye el patrimonio de los fondos en liquidación. En diciembre de 1983 ése totalizó 546 millones de pesos de esa fecha.

2 Contabiliza más de una vez aquellos participes que tienen cuotas en más de un fondo.

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

CUADRO Nº 6

ACTIVOS TOTALES DE LOS FONDOS MUTUOS, 1980-1987
(millones de pesos de diciembre 1986)

Años a dic.	Acciones	Depósito plazo 1	Let. hipót. y otros	Bonos de empresas 2	Títulos del Estado	Caja y bancos	Total
1980	29.061	3.521	22.401	6.141	1.753	645	63.523
1981	16.323	33.293	5.531	14.500	2.479	477	72.604
1982	3.470	23.119	9.605	25.944	1.540	7.266	70.945
1983	213	10.606	2.110	—	2.376	249	15.553
1984	189	8.544	2.063	—	4.872	138	15.805
1985	23	20.333	736	—	2.375	127	23.594
1986	740	27.411	970	2.807	9.307	312	41.547
1987 (a agosto)	4.037	25.818	1.962	1.248	11.943	165	45.173

1 Incluye oro entre 1980 y 1983.

2 Incluye efectos de comercio entre 1980 y 1982.

CUADRO Nº 7

ACTIVOS TOTALES DE LAS COMPAÑÍAS DE SEGUROS, 1982-1987
(millones de pesos de diciembre 1986)

Años a dic.	Acciones	Títulos del Estado	Depósitos a plazo	Letras hipót.	Otras invers. financ. ¹	Invers. inmobiliar.	Caja y bancos	Total
1982	18.930	3.000	17.286	3.724	3.296	—	—	46.237
1983	12.506	20.472	13.380	5.163	5.762	9.845	1.101	68.229
1984	11.284	27.747	17.588	7.364	9.803	10.807	1.219	85.811
1985	8.587	31.062	26.723	10.805	10.714	12.478	1.021	101.389
1986	14.793	48.778	26.789	11.484	16.359	13.162	1.215	132.580
1987 (a junio)	18.899	47.035	28.126	12.676	22.110	14.422	1.609	144.877

¹ Incluye empréstitos (avances a tenedores de póliza), cuotas de fondos mutuos, y otros.

CUADRO N° 8

TITULOS TRANSADOS EN EL MERCADO EXTRABURSATIL ¹
 POR TIPO DE MERCADO Y DE OPERACION, 1984-1987
 (millones de pesos de diciembre 1986)

	a dic. 1984	a dic. 1985	a dic. 1986	a agos. 1987
MERCADO				
PRIMARIO	155.786	280.688	487.918	381.155
op. cta. de terceros	80.162	103.527	85.159	58.281
op. cta. propia				
compras	40.503	97.539	221.976	171.819
ventas	35.120	79.621	180.783	151.055
MERCADO				
SECUNDARIO	711.312	1.487.517	3.471.158	2.898.440
op. cta. de terceros	126.824	34.412	15.469	9.577
op. cta. propia				
compras	294.135	731.236	1.712.602	11.409.719
ventas	290.354	721.869	1.743.087	1.479.144

¹ Se refiere a actividades de los agentes de valores.

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

CUADRO N° 9

TRANSACCIONES EN EL MERCADO EXTRABURSATIL ^{*},
 POR TIPO DE TITULOS, 1984-1987
 (millones de pesos de diciembre 1986)

	a dic. 1984	a dic. 1985	a dic. 1986	a agos. 1987
Títulos Soc. no Financ.	68.065	69.034	79.940	96.600
Títulos Bcos. y Financ.				
— depósit. plazo	359.639	876.169	1.360.330	1.344.512
— letras hipot.	16.636	25.127	37.171	42.482
— otros	4.431	23.228	26.692	79.041
Títulos Tesorería	81.949	103.821	314.513	138.736
Títulos Bco. Central	320.436	629.334	2.118.713	1.552.539
Cuotas				
Fondos Mutuos, otros	15.945	41.372	22.033	17.833
Total	867.100	1.768.085	3.959.390	3.271.744

^{*} Transacciones de los agentes de valores.

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

COMENTARIOS

Sr. Gonzalo Valdés

Gerente General del Banco Industrial
y de Comercio Exterior (BICE)

Como siempre ocurre en casi todos los planos de la vida, quisiera partir reconociendo que es bastante más fácil criticar que construir. También es así en el mercado de valores. Por lo tanto, la labor del comentarista de criticar un punto aquí y otro allá debe ser entendida en el contexto de la dificultad que significa para la autoridad de gobierno el crear un sistema que funcione.

Otra advertencia que quisiera hacer es que no deseo que mis comentarios se entiendan como negativos respecto a la evolución del mercado de capitales. Ocurre con frecuencia en los seminarios de mercado de capitales, donde participa gente como nosotros, que vivimos de lo que hace esta industria, que tenemos un sesgo muy a favor de este mercado; escuchamos muchos comentarios sobre los aspectos positivos. Yo suscribo estos juicios y aspectos positivos y no voy a repertirlos. Lo que quisiera hacer a continuación es mencionar algunos aspectos de advertencia o cautela que a mi parecer son importantes para equilibrar lo que habitualmente se oye.

Los comentarios míos van a ser muy desordenados. Anticipándome, quizás la conclusión más importante que yo quisiera dejar establecida es que desconfío de los crecimientos exagerados de los mercados financieros, más allá de los normales y razonables que está teniendo la economía en su conjunto. De manera que cualquiera proyección que nosotros podamos hacer de lo que va a ser este mercado en el futuro, de lo que va a ser nuestra industria, sus perspectivas de trabajo, etc., hay que situarla dentro de lo que pueda pasar en la economía chilena. Entre el año 79-81, mientras el país crecía alrededor del 10% anual, lo que ya era una tasa de crecimiento muy alta, el sistema financiero creció a tasas del orden de un 80-85% real anual: fue una relación de crecimiento que no guardó ninguna proporción con el crecimiento de la economía real. Eso fue uno de los factores de la crisis. Pienso que hay que tenerlo presente para proyectar las perspectivas de nuestra industria a futuro. O sea, creo en un crecimiento del orden del 5% anual del mercado financiero, similar al que se está proyectando para la economía, y no en un crecimiento explosivo de los mercados financieros.

Con esta introducción quisiera referirme al contexto en que ha sido dictada la reglamentación que se ha comentado en las dos exposiciones antecedentes.

Ese contexto se ha caracterizado por la gran injerencia que el Estado ha tenido tanto en los dineros acumulados por las administradoras de fondos de pensiones como en los fondos intermedios por la banca comercial.

La injerencia en los dineros de las administradoras de fondos de pensiones deriva del hecho, mencionado por Fernando, de que estos fondos están inicialmente en gran parte financiados por la comunidad entera, vía el mayor déficit fiscal que ha significado el transferir recursos del antiguo al nuevo sistema de pensiones. Eso hace necesario que el Estado vele por una correcta administración de esos recursos.

En lo que respecta a la banca comercial, la venta de cartera al Banco Central ha ocasionado que en nuestro sistema bancario existan instituciones donde la proporción de capital aportada por los accionistas de los bancos sea pequeña (más pequeña de lo que usualmente era) en relación a los dineros que ha puesto el Banco Central. Ambos factores hacen que el legislador esté preocupado, y a mi juicio correctamente preocupado, por el adecuado manejo de estos dineros. Aunque no siempre se explicita, esta preocupación ha estado presente en la discusión tanto de la legislación bancaria como de valores. En particular quisiera señalar que en el ámbito de la banca comercial existió quizás otra opción, cual era de tratar separadamente los casos en que habían problemas patrimoniales más delicados o en que existía una estructura de propiedad más indefinida, para regularlos separadamente. La opción de la autoridad fue no discriminar y tratar de hacer una ley general aplicable a todos los bancos, cualquiera fuera su situación, con lo cual naturalmente tenemos una regulación bastante estricta, que refleja el contexto antes descrito. Esto explica una discusión que a simple vista parece inentendible entre los partidarios de la banca privada y un gobierno que también es partidario de lo mismo, discusión que muchas veces ha salido en los diarios en términos un poco ásperos. Se ha dicho, por ejemplo, que el Estado estaría tratando de controlar la actividad privada, que estaría coartando excesivamente la libertad económica. Es el contexto, creo, el que explica esta discusión y pienso que la solución a la cual se ha llegado (y que es la que han comentado los expositores en el día de ayer) es una solución de coexistencia entre un control razonable del Estado y la iniciativa privada. Subsisten ciertas posiciones extremas que insisten en que la banca privada o la intermediación es una actividad que el Estado no tiene ningún derecho a regular. Me parece a mí que, en el contexto chileno, esa afirmación está totalmente fuera de lugar, de

manera que comparto las conclusiones de los expositores anteriores en cuanto al rol de la legislación en el sistema bancario y financiero.

Hay que hacer eso sí una advertencia al respecto. En un país como el nuestro, desgraciadamente, hay que ser bastante más cuidadoso en otorgarle atribuciones a las autoridades reguladoras que en países más avanzados, donde la comunidad entera comprende mejor las ventajas de un sistema de mercado. En otras palabras, todo el instrumental regulador de que hoy día disponen el Superintendente de Bancos y el Superintendente de Valores, con los actuales superintendentes y las actuales orientaciones de políticas, aparecen muy razonables, pero es preocupante que todos estos instrumentos puedan ser utilizados en el futuro por otras personas para destruir lo que ahora precisamente estamos tratando de crear. De ahí que una de nuestras recomendaciones en la Asociación de Bancos es crear instancias efectivas de apelación de las decisiones de las entidades contraloras, y entre las alternativas efectivas de apelación descartamos el recurso a los tribunales ordinarios de justicia, ya que sabemos que esta vía tiene connotaciones adversas y problemas; creemos en instancias técnicas independientes que puedan decidir en forma rápida problemas de abusos o discriminación en el uso de facultades, materia que nos parece de la mayor importancia.

Otro aspecto que a mi juicio no puede olvidarse apunta a que la normativa tiene una gran incidencia en el surgimiento de los intermediarios. Por ejemplo, el desarrollo de la Bolsa de Comercio en materia de transacciones de instrumentos de renta fija está derivado en gran parte de la disposición reglamentaria que obliga a las Administradoras de Fondos de Pensiones a operar a través de un mercado secundario formal. Esto le ha otorgado a la Bolsa el carácter de único canal a través del cual las Administradoras de Fondos de Pensiones pueden operar con instrumentos de renta fija. Este es el caso de una regulación que incide en el desarrollo de un intermediario particular, alterando el mercado. Fernando ya mencionó este hecho, y me parece muy positivo que ahora se esté ampliando el concepto de mercado secundario formal para incluir en él los agentes de valores y también probablemente a los bancos.

Otro caso parecido es el del surgimiento de los fondos mutuos, también afectado por regulaciones de autoridad. Ustedes saben que a los bancos les está prohibido pagar por sus fondos en cuenta corriente y además les está prohibido captar fondos a menos de cinco días hábiles, que es el terreno propio de los fondos mutuos de liquidez. Ese es otro ejemplo de cómo una regulación administrativa favorece a un intermediario financiero. Es probable que si los bancos no tuvieran la restricción mencionada, el desarrollo de los fondos mutuos de liquidez no hubiera sido tan importante.

El mercado desarrollado por la Bolsa de Comercio con las transacciones de depósitos a plazos bancarios antes de su vencimiento constituye otro ejemplo. Actualmente si ustedes tienen un depósito tomado en un banco por 30 días y desean por algún motivo recuperar el capital antes del vencimiento, no pueden ir a ese banco y pedir anticipadamente la liquidación; ni siquiera pueden ir a otro banco para que se los compre. Necesariamente tienen que ir a un ente al que se le permita reglamentariamente hacer eso y que, en este caso, son los corredores de bolsa y los agentes de valores. Con estos ejemplos quiero decir que no siempre el surgimiento de todos estos intermediarios financieros obedece a necesidades de mercado; muchas veces responden a regulaciones discriminatorias de la autoridad. Es un tema preocupante porque las normas que rigen particularmente a los bancos son las más estrictas de todas. Se produce, en consecuencia, un fenómeno artificial de desintermediación bancaria.

Creo importante entonces que no sólo se les permita a los distintos entes financieros realizar operaciones similares, sino que las regulaciones que los afectan en términos de requisitos de encaje, de información, etc., se vayan también uniformando. Sólo de esta manera vamos a tener una competencia efectiva y una globalización financiera (como se le llama en términos elegantes) congruente con las necesidades del mercado.

Esto también es aplicable a conceptos como deudores relacionados, grupo económico, grupo contralor, etc., que si bien emanan de Superintendencias diferentes y tienen objetivos distintos, deben guardar debida coherencia entre ellos.

Un caso concreto de lo que se ha denominado globalización del mercado es la disposición reciente de la Ley de Bancos que permite a las instituciones bancarias comerciales (que son el intermediario financiero más grande) participar en los mercados de capitales de valores y fondos mutuos y de corredores de la bolsa. Esto es de la mayor trascendencia y nos obliga realmente a una especie de revolución cultural interna en nuestras instituciones. Aquí hay alumnos del instituto y creo que una recomendación práctica a la gente que está siguiendo este tipo de estudios bancarios es que amplíen considerablemente su horizonte, porque no se puede ser hoy día un un buen banquero sin entender lo que está pasando con la actividad bursátil, lo que está pasando con los agentes de Valores, con los fondos mutuos y muy particularmente lo que está pasando con los grandes actores del mercado de capitales chileno que son las administradoras de fondos de pensiones.

Me quisiera referir también a dos puntos que limitan a mi juicio los alcances del desarrollo de nuestro mercado de capitales. El primero es la falta de apertura al exterior: el mercado chileno recibe fondos de afuera, pero no se puede invertir en el exterior y, apa-

rentemente, tampoco se ve probable o deseable que un país que tiene un problema de pagos pueda abrir libremente el mercado a las inversiones hacia el exterior. De manera entonces que los grandes inversionistas institucionales van a seguir invirtiendo en el mercado interno y no van a poder comparar la alternativa de una inversión en el extranjero; eso es importante tenerlo presente porque genera distorsiones cuyo alcance yo no tengo bien claro. Sí me recuerdo perfectamente lo que sucedió en el año 81, en que llegó una gran cantidad de capitales desde el exterior, básicamente de créditos externos, y como la cuenta de capitales estaba cerrada hacia el exterior, eso generó un gran aumento de los precios de los activos que existían en Chile, como por ejemplo las oficinas, las casas, los títulos accionarios; en fin, todos los activos en los cuales se podía invertir. Este tremendo flujo de recursos y la restricción existente subieron artificialmente los precios (porque si una persona hubiera tenido la opción de comprar en ese momento un título chileno o una acción de IBM en el mercado de Estados Unidos, a lo mejor hubiera optado por diversificar su portafolio e invertir en acciones de IBM; o en vez de comprar un piso de oficinas de un edificio en la calle Teatinos, a un precio comparable al de Nueva York, a lo mejor hubiera optado por comprar un piso en Nueva York). Como la cuenta de capitales está cerrada hacia el exterior, eso hace de que los precios de los activos nacionales suban excesivamente (y si en base a esos precios se otorgan financiamientos bancarios, el problema es bastante complicado). De esta manera, creo que el problema subsiste y es un tema que no lo tengo resuelto, pero sí quisiera reiterarlo: el hecho de que un mercado de capitales como el nuestro, que lo queremos muy desarrollado, funcione con esta limitación, genera distorsiones cuyo alcance es importante aclarar.

El segundo punto apunta al rol decisivo que todavía tiene el Estado en el mercado financiero. Se manifiesta esto en los precios del activo que más se transan en este mercado, el precio del dinero o tasa de interés. Ustedes saben que en estos momentos hay una situación de bastante liquidez interna en nuestro mercado, que ha permitido una evolución favorable de la tasa de interés. La influencia del Banco Central en la determinación del nivel de esta tasa es absolutamente decisiva, vía diversos mecanismos, y es importante para analizar las perspectivas futuras tener presente cuál será la política del Banco Central: si el Banco Central mantiene una política de tasas de interés reales altas o razonablemente altas, es una perspectiva de desarrollo del mercado de capitales. Si el Banco Central, con los instrumentos que tiene para influir decisivamente en las tasas, propende a una tasa de interés más baja o, para llevarlo a un extremo, a tasas reales negativas, las perspectivas de desarrollo del mercado son también bastante diferentes.

En cuanto a las perspectivas del desarrollo del mercado bursátil quisiera solamente hacer el comentario muchas veces reiterado en Chile relativo al problema de la concentración de la propiedad accionaria. Circulan cifras según las cuales en Chile los diez primeros accionistas de las sociedades anónimas controlan en promedio alrededor del 72% de la propiedad de la misma. El otro factor importante es que en las transacciones bursátiles se transa un muy bajo porcentaje de la propiedad de las empresas; alrededor de un 5 ó 6% del patrimonio de las sociedades, en circunstancias que en mercados más desarrollados se transan al año cerca de un 50% de la propiedad accionaria. Un problema que tenemos para el desarrollo del mercado bursátil es la voluntad de las empresas de difundir la propiedad en un mayor número de personas para que realmente existan mayores partícipes y exista también una transacción que represente un segmento más importante de la propiedad. En este sentido, creo que las iniciativas de privatización de empresas por parte del sector público una vez más muestran un liderazgo de parte de la autoridad económica que ojalá el sector privado pudiera seguir. Al respecto, yo diría que en el mercado de capitales chileno uno tiene la sensación de que el Estado es más activo, es más creativo, más positivo que el sector privado y creo que la gran tarea nuestra de los años futuros es lograr que el sector privado tenga nuevos emisores, nuevas ofertas de valores en este mercado, que el sector público ha contribuido a desarrollar con tanta persistencia y con tanta audacia en algunos casos.

En síntesis, cumpliendo con lo prometido, he hecho un comentario muy desordenado en torno a una exposición muy destacada. A mi juicio, el mercado de capitales está frente a una nueva y muy buena oportunidad de desarrollarse con mejores reglamentaciones y con una abundante liquidez proveniente del esfuerzo del ahorro del Fisco y otros factores como las conversiones de deudas a través de los capítulos XVIII y XIX, que significan también una inyección de capitales nuevos al mercado.

Creo que el sistema financiero está en la obligación de responder con alta responsabilidad ética y profesional a este desafío, tal como también lo mencionaba Fernando Alvarado.

TERCERA PARTE

LA DEUDA : LECCIONES E INCIDENCIAS

EL PROBLEMA DE LA DEUDA INTERNA EN AMERICA LATINA *

Carlos Massad

I. INTRODUCCION

La crisis de financiamiento externo que ha afectado a la región desde comienzos de los años ochenta ha ocupado de preferencia la atención de los organismos internacionales, de los analistas y de las autoridades económicas nacionales. Estrechamente vinculado a las dificultades de financiamiento externo de América Latina, existe otro aspecto crítico, menos estudiado y comprendido, que es el del financiamiento interno. En varios países este problema ha contribuido a retardar la reactivación económica y a desestimar la acumulación de capital, y en ocasiones las medidas tendientes a resolverlo se han contrapuesto con los programas y políticas orientados a enfrentar la deuda externa de la región.

Tal como ocurre en períodos normales con la deuda externa, los países habitualmente operan con ciertos niveles de deuda interna. Los diferentes acervos iniciales de recursos y capacidades de los agentes económicos, así como la distribución de la población por edades, la estructura de sus preferencias, y las potencialidades para generar proyectos de inversión, entre otros aspectos, hacen que las unidades acreedoras y las deudoras interactúen, básicamente a través de instituciones intermediarias (principalmente el sistema financiero), generándose así deudas y acreencias internas. Como sucede con la deuda externa, para que el endeudamiento interno sirva al proceso de desarrollo económico, es necesario que haya cierta correspondencia entre los montos, plazos y ritmos de crecimiento de la deuda, por un lado, y el dinamismo de la economía (y de las exportaciones, en el caso de la deuda externa), por otro, así como entre la tasa de interés sobre los préstamos y la productividad del capital. Cuando estas relaciones no se cumplen, y los desequilibrios

* Este trabajo, presentado a la XXI Asamblea Anual del Consejo de Gobernadores de FELABAN, originalmente, fue preparado por el Proyecto PNUD/CEPAL RLA/87/003 Financiamiento del Desarrollo, sobre la base del artículo "Otro ángulo de la crisis latinoamericana: La deuda interna" de Carlos Massad y Roberto Zahler, con la colaboración del Sr. Gunther Held, Consultor del Proyecto RLA/87/003.

perduran durante períodos significativos, lo que en situaciones normales es un proceso habitual y útil para el desenvolvimiento económico, puede transformarse en una seria traba.

El análisis de la deuda interna suele distinguir entre la deuda pública y la deuda privada. La deuda interna pública ha sido analizada extensamente en la literatura, porque forma parte de la política fiscal y porque se supone que el gobierno puede y suele tener conductas económicas diferentes a las del sector privado.

La deuda interna privada, en cambio, se ha analizado mucho menos en la literatura, sobre todo desde una perspectiva macroeconómica, porque generalmente se ha supuesto que el efecto neto del comportamiento económico de acreedores y deudores tiende a ser nulo (ya que cada deuda tiene una acreencia equivalente). Esto implica confiar en que a través de mecanismos de mercado que traspasen derechos patrimoniales de algunos titulares a otros dentro del sector privado, se realizarán simples transferencias de activos, sin que se generen pérdidas netas de capital vinculadas a eventuales efectos negativos de la deuda interna sobre la asignación de recursos, los volúmenes de inversión u otros aspectos.

Sin embargo, lo sucedido en los últimos años sugiere que en un número importante de países el endeudamiento interno del sector privado presenta síntomas y características que hacen de él un importante obstáculo para lograr la reactivación económica y superar la crisis que afecta a la región desde comienzos de los años ochenta. El cuadro 1 muestra que el grado de endeudamiento interno de Argentina, Chile, Ecuador y México creció con gran rapidez entre mediados del decenio de 1970 y comienzos de los años ochenta. Resultados similares se advierten también para Uruguay y Venezuela. En los casos de Colombia y Perú, si bien se observa algún aumento en la relación deuda privada-producto, éste no es de gran magnitud. En Brasil, en cambio, se registra una disminución en dicha relación, la que se explica en parte por un efecto de desplazamiento (*crowding out*) debido a la presión del sector público sobre el sistema monetario.

Por la magnitud, la duración y el alcance (a diferentes campos de la actividad económica) del endeudamiento interno en la mayoría de los países de la región, el tiempo y el costo que ha significado realizar transferencias de activos entre acreedores y deudores han sido mayores que los supuestos tradicionalmente por la teoría. Además, la diversidad de agentes envueltos (deudores, intermediarios financieros, depositantes, banca extranjera, gobierno), y lo generalizado de la situación, ha demorado y dificultado los procedimientos jurídicos para redefinir y reasignar derechos patrimoniales.

Todo esto se ha traducido en más morosidad de los deudores bancarios, y más carteras vencidas y de alto riesgo en los sistemas

CUADRO N° 1

DEUDA INTERNA PRIVADA, 1975-1985 ^a (como porcentaje del producto interno bruto)

	Argentina	Brasil	Colombia	Chile	Ecuador	México	Perú	Uruguay	Venezuela
1975	8	25	12	5	12	5	10	14	19
1976	6	25	12	5	13	5	9	16	24
1977	10	24	11	9	13	6	8	18	29
1978	12	24	11	16	15	12	7	21	30
1979	15	21	10	19	16	14	5	23	28
1980	22	18	10	25	16	13	7	27	25
1981	26	14	12	39	18	14	9	33	26
1982	22	14	14	60	19	13	11	39	28
1983	18	12	15	57	20	10	10	46	30
1984		10	14	53	22	8	9	40	28
1985			14	52		9	8	38	30

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas financieras internacionales*, Anuario 1986 y varios números mensuales hasta junio de 1987.

a Se refiere al crédito del sistema monetario al sector privado a fines del primer semestre de cada año.

financieros nacionales, los que se han visto severamente afectados en sus posiciones de solvencia. La menor disponibilidad de recursos para otorgar préstamos a actividades rentables y dinámicas, y el encarecimiento del costo del crédito, han agravado aún más la situación de los prestatarios del sistema bancario y han mermado sus posibilidades de servir su deuda interna. Con esto se ha desestimulado la expansión de la capacidad productiva, y se han complicado y entabado aún más las posibles vías de solución al problema.

Lo anterior justifica el intento que se reseña en las páginas siguientes, de comprender las características comunes del actual proceso de endeudamiento interno en la región, y sus consecuencias. Tras un análisis de los factores que contribuyeron al creciente endeudamiento interno se exploran posibles soluciones a este problema. Finalmente se destacan las principales enseñanzas que ha dejado la experiencia reciente de excesivo endeudamiento interno en América Latina. Estas conclusiones deben entenderse como preliminares y, por su naturaleza y alcance, requieren de un análisis en profundidad que aún no ha sido posible realizar.

II. PRINCIPALES CAUSAS DEL SOBREENDEUDAMIENTO INTERNO

La magnitud del endeudamiento interno se originó en el altísimo nivel de gasto que exhibió América Latina en el período de auge de la segunda mitad de los años setenta. Las condiciones externas e internas para ese auge fueron transitorias, de modo que al desaparecer dejaron al descubierto la precariedad de las economías nacionales, su nivel excesivo de endeudamiento interno y externo y la debilidad de los sistemas financieros y productivos nacionales para recuperarse y expandirse.

Los principales factores que alentaron altos niveles de gastos y de endeudamiento interno en América Latina fueron los siguientes: i) excesiva influencia de créditos externos; ii) desregulaciones financieras inadecuadas; iii) falta de coherencia de las políticas macroeconómicas, y iv) propagación de los efectos del endeudamiento.

i) *Excesiva afluencia de créditos externos entre 1974 y 1981*

Uno de los elementos que más fomentó ese gasto desmedido en la región fue la abundante afluencia de capitales externos entre 1974 y 1981. Los cambios en el sistema monetario mundial y la privatización cada vez mayor de la liquidez internacional, las políticas macroeconómicas de los países industriales y el impacto del alza brusca de los precios de los hidrocarburos, unidos en un comienzo a la baja concentración de créditos de la banca privada internacional en América Latina, explican la gran afluencia de crédito externo hacia la región, inicialmente a bajo costo. Esta mayor oferta de liquidez internacional amplió fuertemente las posibilidades de endeudarse directamente en el exterior —principalmente para gobiernos, empresas públicas y bancos— y acrecentó la capacidad de los sistemas financieros nacionales para hacer préstamos internos.

La permisividad en el otorgamiento de créditos por parte de la banca extranjera y los estímulos domésticos para endeudarse en el exterior,¹ condujeron a fuertes crecimientos en las obligaciones con el exterior en un número de países de América Latina. El endeudamiento interno en los países de la región tiene así como una de sus contrapartidas una substancial expansión de sus niveles de deuda externa en el período 1974-1981 (Cuadro N° 2).

¹ A través de fuertes diferencias entre las tasas de interés internas, ajustadas por expectativas de devaluación, y las internacionales, situación provocada en buena medida por el proceso de desregulación financiera que se comenta más adelante.

CUADRO N° 2

AMERICA LATINA:
DEUDA EXTERNA TOTAL DESEMBOLSADA
(saldo a fines de año en millones de dólares)

Países	1975	1978	1981	1985
<i>América Latina</i>	69.908	150.893	284.777	374.064
<i>Países exportadores de petróleo</i>	26.215	64.390	126.609	156.462
Bolivia	784	1.762	2.824	3.323
Ecuador	585	2.975	5.868	7.772
México	17.014	33.946	74.900	97.800
Perú	3.924	9.324	9.606	13.721
Venezuela	3.908	16.383	33.411	33.846
<i>Países no exportadores de petróleo</i>	36.693	86.503	158.168	217.602
Argentina	5.760	12.496	35.671	48.312
Brasil	20.091	52.285	79.978	105.126
Colombia	3.593	4.247	8.042	12.847
Costa Rica	462	1.870	2.687	3.742
Chile	4.072	6.664	15.591	20.403
El Salvador	247	986	1.608	2.162
Guatemala	277	821	1.385	2.624
Haití	66	210	372	599
Honduras	341	971	1.588	2.803
Nicaragua	493	961	2.566	4.936
Panamá	n.e.	1.774	2.333	3.674
Paraguay	207	669	949	1.773
República Dominicana	398	1.309	2.286	3.701
Uruguay	686	1.240	3.112	4.900

Fuente: CEPAL, sobre la base de informaciones oficiales.

ii) *Desregulaciones financieras inadecuadas*

Las políticas internas también estimularon la demanda de financiamiento interno y externo. Las reformas financieras, que en mayor o menor medida aplicaron casi todos los países de la región, contribuyeron más a fomentar el endeudamiento interno de los agentes domésticos cuanto mayor fue la rapidez con que se pusieron en práctica. La liberalización financiera interna, también denomi-

nada desregulación financiera, fue un proceso orientado a eliminar o aminorar algunas de las restricciones que afectaban a los sistemas financieros de la región. Entre ellas cabe destacar los controles sobre la tasa de interés, el monto y la composición de la cartera de activos y pasivos del sistema financiero y las normas sobre el tipo y las características de los instrumentos financieros que los intermediarios financieros estaban autorizados a emitir y colocar en el mercado. Todas estas restricciones habían alentado la proliferación de mercados financieros informales.

Los vínculos entre el endeudamiento interno y la liberalización financiera interna fueron muy estrechos. Estos vínculos contribuyeron a alentar la demanda interna de financiamiento (la que por la naturaleza misma del mercado de fondos prestables en países como los latinoamericanos tiende a presionar sobre el crédito bancario) y facilitaron la disponibilidad de fondos para crédito interno del sistema financiero, el que creció muy fuertemente. En efecto, los depósitos en moneda nacional en los sistemas financieros nacionales crecieron rápidamente en términos reales y también como porcentaje del producto interno bruto¹. El Cuadro Nº 3 muestra esta profundización financiera en diversos países de la región.

La liberalización del sector financiero en economías poco acostumbradas a operar competitivamente en este sector alentó a los intermediarios financieros a adoptar una conducta excesivamente audaz en sus intentos por incrementar sus préstamos y ganar participación en el mercado. Se descuidó el análisis de riesgo apropiado a las nuevas condiciones² y la importancia de las garantías reales³. Esto ayudó a que se expandieran imprudentemente las colocaciones bancarias. También contribuyeron a esta expansión expectativas optimistas del futuro económico, la confianza en la estabilidad de las políticas macroeconómicas y el "exitismo" económico imperante, los que distorsionaron la percepción de las posibilidades reales de crecimiento económico. No pocas veces este ambiente de euforia fue estimulado por las propias autoridades económicas nacionales y hasta por organismos financieros internacionales. Con ello se dio impulso a un sobreendeudamiento generalizado de los agentes domésticos y de sectores empresariales y a una sobreexpansión de los créditos aun de las instituciones financieras con mayor profesionalismo. La

¹ En parte, sustituyendo otras formas de mantención de riqueza, por lo que su efecto neto sobre el ahorro interno fue, por lo general, muy inferior al que tuvo sobre el ahorro financiero.

² El que, en presencia de reformas arancelarias, de precios, tributarias, etc., puede y suele verse radicalmente modificado.

³ Las que pueden sobredimensionarse como consecuencia de movimientos especulativos en algunos mercados de activos, o de políticas que contribuyan a la sobrevaluación cambiaria.

CUADRO N° 3

PROFUNDIZACION FINANCIERA, 1975-1985

(Como porcentaje del PIB)^a

	Argentina		Brasil		Chile		Colombia		Ecuador	
	Cuasi-dinero	M2	Cuasi-dinero	M2	Cuasi-dinero	M2	Cuasi-dinero	M2	Cuasi-dinero	M2
1975	6	15	1	15	7	11	4	16	4	20
1976	2	12	1	13	4	8	4	16	4	18
1977	7	17	1	12	7	11	5	17	4	20
1978	12	22	2	12	8	13	5	17	4	19
1979	12	20	2	11	10	14	4	16	4	19
1980	14	20	1	9	11	17	4	15	4	20
1981	15	19	1	7	17	23	6	18	4	19
1982	12	17	2	7	23	29	8	19	4	20
1983	10	14	2	6	18	24	7	18	3	18
1984			3	5	19	25	8	17	4	16
1985					22	26	8	17		

	México		Perú		Uruguay		Venezuela	
	Cuasi-dinero	M2	Cuasi-dinero	M2	Cuasi-dinero	M2	Cuasi-dinero	M2
1975	3	12	4	22	3	12	10	28
1976	4	13	3	20	10	21	13	33
1977	5	13	3	18	14	24	16	38
1978	15	25	3	16	18	28	16	40
1979	15	25	4	14	23	33	15	35
1980	16	25	7	19	22	29	14	31
1981	18	27	8	18	30	38	14	31
1982	19	26	11	19	38	45	19	36
1983	17	23	11	19	40	46	21	41
1984	19	24	11	17	30	35	21	42
1985	17	22			30	35		

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas financieras internacionales*, Anuario 1986 y varias revistas mensuales hasta junio de 1987.

^a Se refiere al cuasidinero y M2 medidos a fines del primer semestre de cada año, como porcentaje del producto interno bruto.

profundización financiera condujo así en muchos casos a una "profundización de las deudas".

En algunos países de la región, conglomerados económicos vinculados a la propiedad de los bancos fomentaron el sobreendeudamiento interno. La acción de estos grupos, a través de la creación de "empresas de papel" o de aplicación de prácticas financieras reñidas con las técnicas de evaluación de riesgos y concentración crediticia, contribuyó decisivamente a acrecentar la morosidad y el monto de la cartera riesgosa, relacionada¹ y vencida del sistema bancario, haciendo peligrar la solvencia de los intermediarios financieros, e incluso, en ocasiones, provocando su quiebra, o la intervención estatal, o ambas cosas.

Una característica distintiva de la liberalización financiera fueron las altas tasas reales de interés que trajo consigo su rápida desregulación en medio de políticas antiinflacionarias. El Cuadro 4 presenta tasas reales activas y pasivos que prevalecieron en los países del Cono Sur y en los que la apertura financiera externa se

CUADRO N° 4
TASAS REALES DE INTERES, 1975-1985^a
(Porcentajes anuales)

	Argentina		Chile		Uruguay	
	Activa	Pasiva	Activa	Pasiva	Activa	Pasiva
1975			114,8 ^b	18,6 ^b		
1976			51,3	0,0		
1977	15,9 ^b	- 6,3 ^b	39,2	5,1	5,3	- 12,1
1978	0,9	- 14,6	35,1	18,7	19,1	0,8
1979	- 2,2	- 9,4	16,6	4,4	- 9,6	- 21,7
1980	5,7	- 4,4	11,9	4,7	16,7	5,1
1981	19,3	9,3	38,7	28,5	23,9	12,8
1982	11,4	- 19,7	35,1	22,4	34,0	27,2
1983		- 30,2	15,9	3,9	28,3	12,3

Fuente: Argentina y Uruguay: Joseph Ramos, *Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America*, 1973-1983, Baltimore, Johns Hopkins University Press, 1986. Chile: Roberto Zahler, Las tasas de interés en Chile, 1975-1982, *El desarrollo financiero de América Latina y el Caribe*, Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Caracas, 1985.

a Se refiere a las tasas nominales de interés deflactadas por el índice de precios al consumidor.

b Corresponde al segundo semestre anualizado, una vez iniciada la liberalización financiera.

¹ La cartera relacionada es la constituida por préstamos otorgados por el sistema bancario a empresas cuyos propietarios están vinculados a la propiedad o gestión de los bancos que conceden los préstamos.

dio con particular fuerza. Aunque no en todos los casos se alcanzaron tasas reales positivas, los niveles reales alcanzados superaron ampliamente los valores históricos de la tasa de interés. En estos países, a pesar de la afluencia de créditos externos, los niveles domésticos de las tasas de interés de operaciones expresadas en dólares fueron muy superiores a las correspondientes tasas internacionales (Cuadro 5). Este diferencial refleja la fuerte expansión de la demanda de crédito interno que acompañó las medidas de liberalización financiera, la presión gubernamental por fondos prestables, el exceso de demanda de financiamiento existente con anterioridad a las reformas financieras y elementos propios de riesgo de estos países.

CUADRO Nº 5

TASAS DE INTERES PASIVAS EN DOLARES, 1975-1983 ^a

(Porcentajes anuales)

	Argentina	Chile	Uruguay	LIBOR ^b
1975		3,1 ^c		7,7
1976		44,3		6,1
1977	16,1 ^c	19,6	2,2	6,4
1978	27,2	32,7	12,9	9,2
1979	34,6	25,9	19,5	12,2
1980	45,7	37,4	26,8	14,0
1981	- 30,5	40,8	26,3	16,7
1982	- 62,9	- 20,4	- 30,0	13,6
1983	- 22,2	6,4	32,8	9,9

Fuente: Argentina y Uruguay: Joseph Ramos, *Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America*, 1973-1983. Baltimore, Johns Hopkins University Press, 1986.
Chile: Roberto Zahler, Las tasas de interés en Chile, 1975-1982, *El desarrollo financiero de América Latina y el Caribe*, Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Caracas, 1985.
LIBOR: FMI, *International Financial Statistics*, Anuario, 1986.

a Se refiere a las tasas nominales ajustadas a base de la evolución del tipo de cambio.

b Se refiere al interés medio anual de depósitos en dólares a seis meses.

c Corresponde a la tasa anualizada del segundo semestre, una vez iniciada la liberalización financiera.

La desregulación financiera, brevemente reseñada más arriba, desempeñó un papel especialmente importante en Argentina, Chile y Uruguay y, más recientemente, en Venezuela, Ecuador y Bolivia. Una característica distintiva de estos experimentos es que no efectuaron modificaciones a los arreglos institucionales de la banca compatibles con las medidas de liberalización financiera en curso. Muy

por el contrario; la combinación de garantía estatal a los depósitos, ya sea de hecho o de derecho, y la falta de control del riesgo de cartera, ya sea a través de información al público o a través de una oportuna fiscalización preventiva, sentaron la base de un arreglo institucional que jugó un papel de fundamental importancia en el endeudamiento. Estas características estimularon el crecimiento de las colocaciones riesgosas, trasladaron este riesgo a las tasas activas y contribuyeron a alzar las tasas pasivas con miras a captar los respectivos depósitos. Este proceso facilitó, más por omisión que por acción, una excesiva permisividad financiera y el sobreendeudamiento interno.

iii) *Falta de coherencia en las políticas macroeconómicas*

En muchos de los países de la región, las políticas macroeconómicas, y en especial aquellas orientadas a detener y revertir los procesos inflacionarios, ayudaron también, sobre todo en combinación con las reformas financieras recién reseñadas, a fomentar el gasto y el endeudamiento interno.

La influencia del denominado enfoque monetario del balance de pagos se dejó sentir con fuerza en América Latina en la segunda mitad de los años setenta, no sólo a través de las políticas de apertura financiera al exterior y de reservas de divisas sino que también a través de los programas de estabilización. Porque se estimaba que la evolución presente y programada del tipo de cambio influiría fuertemente en el tipo de cambio esperado, se tendió, en la práctica, a ir devaluando a un ritmo menor que el que hubiera correspondido en relación con los movimientos de los precios y de otras variables claves de la economía¹. El atraso cambiario resultante fue especialmente notable en los casos de Argentina, Colombia, Chile, Uruguay y Venezuela, aunque se detecta también con claridad en México y Perú en distintos períodos (Cuadro 6).

La tendencia a la sobrevaluación cambiaria, unida a una apertura financiera al exterior realizada, por lo general, en forma poco cuidadosa y sin una adecuada supervisión, alentó el excesivo endeudamiento interno a través de varias vías. Por una parte, se estimuló fuertemente el gasto en bienes transables internacionalmente. Además, el atraso cambiario no sólo ayudó a acentuar el déficit en la

¹ Este manejo cambiario fue hecho posible en la mayor parte de los casos estimulado por la abundancia de divisas disponibles debido al espectacular incremento de liquidez internacional hacia la región y a la proliferación de políticas de apertura financiera y comercial en América Latina durante el período. Por otra parte, el aumento de las reservas de divisas gracias a la mayor entrada neta de capitales, y en algunos casos a un mayor control del déficit del sector público, reforzaron los argumentos en favor de la mencionada política cambiaria.

CUADRO N° 6

EVOLUCION DE LOS TIPOS DE CAMBIO REALES, 1975-1986 ^a

(Indice: 1980 = 100)

	Argentina	Brasil	Colombia	Chile	Ecuador	México	Perú	Uruguay	Venezuela
1975	196	71	120	131	109	102	76	108	112
1976	129	70	113	115	102	108	82	118	108
1977	166	69	101	111	98	119	90	116	103
1978	149	72	103	127	99	115	113	112	107
1979	111	82	99	114	100	109	107	98	109
1980	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1981	143	89	97	93	90	91	84	96	91
1982	170	86	91	112	92	135	87	102	84
1983	167	96	91	118	90	174	90	132	92
1984	163	91	97	118	121	128	86	122	101
1985	190	91	110	138	116	136	99	118	91
1986	191	88 ^b	133	147	130	155	78 ^b	114 ^b	99

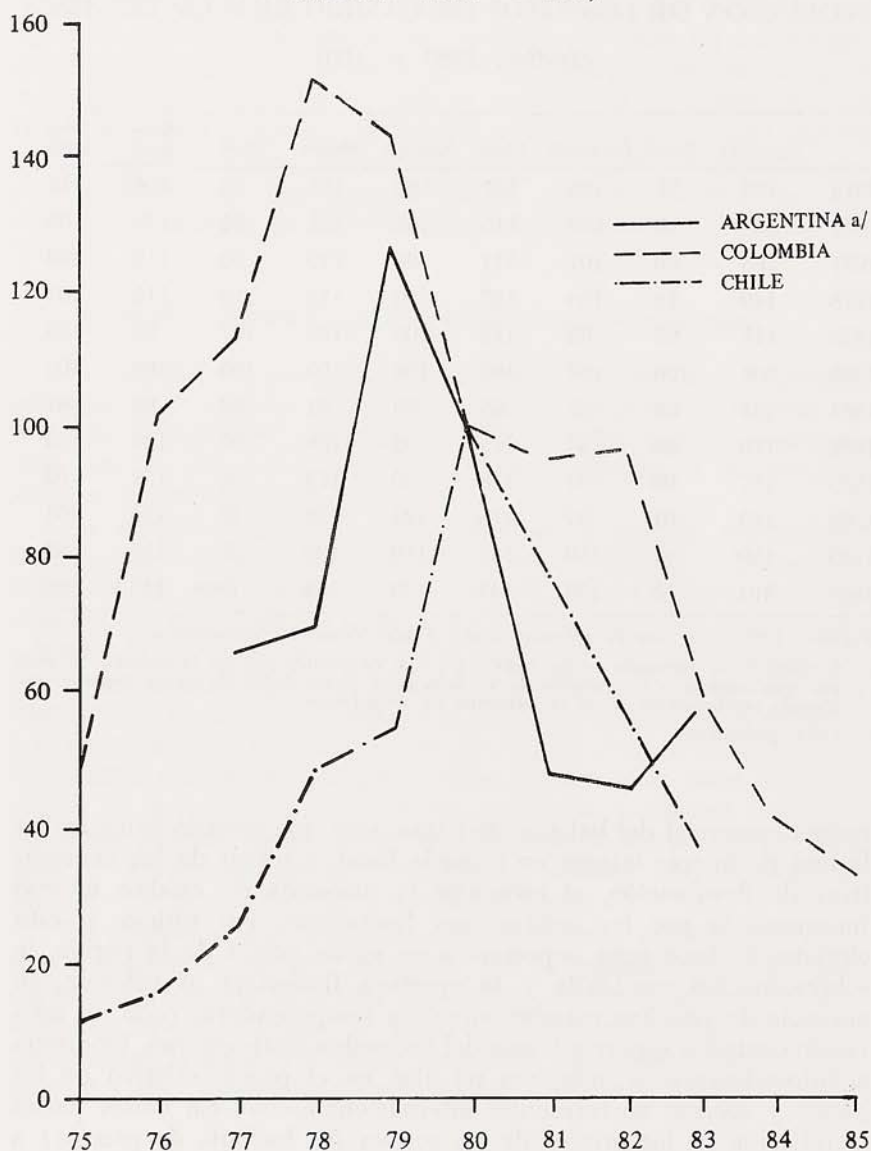
Fuente: CEPAL, a base de información del Fondo Monetario Internacional.

a Corresponde al promedio de los índices del tipo de cambio real de la moneda de cada país con respecto a las monedas de los principales países desde los cuales importa, empleando ponderaciones según la estructura de importación.

b Cifras preliminares.

cuenta comercial del balance de pagos, sino que empujó hacia arriba la tasa de interés interna en moneda local, a través de las expectativas de devaluación, al estimular la demanda de crédito interno intermediado por las instituciones financieras. Por último, y esto ciertamente tuvo gran importancia en varios países de la región, la sobrevaluación cambiaria y la apertura financiera al exterior, en ausencia de políticas macroeconómicas compensadoras o de un adecuado control o supervigilancia del endeudamiento externo, tendieron a autorreforzarse e indujeron un alza en el precio relativo de los bienes y acervos no transables internacionalmente. En varios países la inflación de los precios de los activos (la burbuja de precios) a niveles que posteriormente demostraron no ser los de equilibrio, generó un aparente incremento de la riqueza que alentó aún más el gasto y la demanda de financiamiento, a la vez que contribuyó a sobreestimar el valor real de las garantías bancarias y, por lo tanto, a elevar la oferta de crédito bancario. El gráfico 1 muestra la evolución del precio real de las acciones en Argentina, Colombia y Chile.

PRECIO REAL DE LAS ACCIONES (Indice: 1980 = 100)



Fuente: Argentina: Joseph Ramos, *Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America, 1973-1983*, Baltimore, Johns Hopkins University Press, 1986; Colombia: FMI, *Anuario de Estadísticas Financieras Internacionales*, 1986; Chile: Roberto Zahler, Las tasas de interés en Chile, 1975-1982, *El desarrollo financiero de América Latina y el Caribe*, Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Caracas, 1985.

^a Para Argentina, el valor del año 1977 corresponde al precio del segundo semestre, una vez iniciada la liberalización financiera.

En algunos países de la región, las políticas tributarias contribuyeron a que la financiación de las empresas y la formación de capitales pasara a depender mucho más del sector financiero y del capital externo que de la colocación de acciones y de la participación directa en empresas. El incentivo tributario para incrementar el endeudamiento interno en relación a la capitalización surgió al considerarse los pagos de intereses como costos que podrían ser deducidos de los ingresos tributables de las empresas. Esta franquicia no era extensiva a otras formas de financiamiento de la inversión (o de adquisición de viviendas) vinculadas a la emisión de acciones, aportes de capital propio, etc.

iv) *Propagación del endeudamiento interno*

La excesiva afluencia de créditos externos, las desregulaciones financieras inadecuadas y la falta de coherencia de las políticas macroeconómicas, y el propio sobreendeudamiento interno tendieron a reforzarse recíprocamente y se extendieron a diversos ámbitos de la economía.

La creciente intermediación financiera, cuyo aumento en algunos casos fue explosivo, se tradujo en un fuerte incremento de la razón deuda-capital en la mayoría de los países, tanto en empresas financieras como en aquellas no financieras. Estas últimas se tornaron más vulnerables a posibles alzas en las tasas de interés, así como a bajas de la actividad económica y a otros cambios adversos para la rentabilidad empresarial, y las primeras quedaron más vulnerables a las dificultades de pagos y a la mayor morosidad de las segundas, así como a retracciones bruscas en los depósitos internos y en los préstamos externos. Debido a la importancia de los préstamos externos, las fluctuaciones cambiarias afectaron fuertemente a las empresas endeudadas en dólares, y, en muchos casos, al propio sistema financiero.

Al elevarse las tasas de interés reales, las empresas que habían tenido acceso al crédito bancario con anterioridad a la desregulación vieron incrementada su carga financiera¹. Los efectos de las elevadas tasas de interés sobre los deudores internos fueron muy importantes. Con tasas de interés activas reales que sobrepasaban cinco, diez y hasta más veces el ritmo de crecimiento económico, los deudores internos se vieron en serias dificultades para pagar los intereses, sobre todo porque esas tasas se aplicaban también al acervo de deuda preexistente. El motivo, explícito o implícito, para que

¹ Por su parte, aquellos agentes que habían estado marginados del mercado financiero formal y, especialmente los consumidores, se vieron relativamente beneficiados con las nuevas tasas de interés, por cuanto, a pesar de lo elevadas que llegaron a ser, fueron por lo general inferiores a las que predominaban en los mercados del crédito informal.

el proceso de endeudamiento interno continuara a semejantes tasas, residía en perspectivas exageradamente optimistas sobre ingresos futuros, y expectativas de caídas rápidas y pronunciadas de la tasa de interés. Cuando estas esperanzas no se cumplieron, los deudores, ya excesivamente comprometidos, continuaron pidiendo prestado para tratar de aplazar indefinidamente la liquidación de los activos con los cuales habrían tenido que afrontar la deuda, pero cuyo valor ahora era insuficiente. Por esto mismo, los deudores no tenían ya nada que perder. Esto estimuló un mayor endeudamiento, a la espera de una mejoría en las condiciones mencionadas, con lo cual se acentuó la presión alcista sobre las tasas de interés.

La capacidad de los sistemas financieros de incrementar sus captaciones frente a las ya elevadas tasas de interés se hizo cada vez más difícil por la creciente vulnerabilidad de los deudores internos y de los propios intermediarios financieros. Las expectativas de devaluación, bastante generalizadas a comienzos de los años ochenta, hicieron que las tasas de interés en moneda local, en términos reales, fueran creciendo, con lo cual se agravó el problema de endeudamiento interno; por otro lado, la depreciación efectiva de las monedas locales, que afectó a toda la región (Cuadro 6), multiplicó los problemas de los deudores en moneda extranjera.

El debilitamiento general de la economía, la menor entrada de capitales externos y la necesidad de devaluar las monedas locales reventó la burbuja constituida por los precios inflados de activos en bienes no transables internacionalmente. La tendencia ascendente que habían exhibido esos precios, de fuerte carácter especulativo en muchos casos e insostenible en el mediano plazo, explica en parte la expansión de la oferta de crédito bancario y del endeudamiento interno de algunos sectores, a pesar de las elevadas tasas de interés. Al reventar esa burbuja, el valor de las garantías reales de los deudores del sistema financiero se deterioró, golpeando con fuerza la solvencia del sistema financiero.

La recesión de inicios de los años ochenta trajo un incremento sostenido de la morosidad y un alto número de quiebras, lo que debilitó la cartera de activos del sistema financiero. Esto tuvo consecuencias particularmente adversas en aquellas economías en que el sector financiero y la relación deuda-capital global se habían expandido fuertemente. En esos casos el efecto de la recesión sobre la capacidad de pago de los deudores internos se amplificó, al dificultárseles gravemente el servicio de su deuda. El propio sector bancario también contribuyó a los problemas del servicio de la deuda al adoptar un comportamiento procíclico, esto es, al restringir sus créditos a empresas que enfrentaban problemas de liquidez pero no de solvencia. En estos casos, la restricción crediticia acentuó la recesión o retrasó la recuperación económica, y por esta vía tendió a agravar los problemas de endeudamiento.

III. ALGUNAS OPCIONES DE SOLUCION AL ENDEUDAMIENTO INTERNO

Las opciones para buscar solución al problema de la deuda interna tienen efectos diferentes sobre los incentivos y la asignación de recursos, así como sobre la distribución de la riqueza, ya que el meollo del problema del endeudamiento interno radica en la transferencia de propiedad entre diferentes agentes económicos.

Una presentación esquemática del balance de un banco ayuda a comprender la naturaleza de este problema. Una característica típica de los bancos es que trabajan con un elevado apalancamiento, es decir, que pueden realizar colocaciones mucho mayores que su capital pagado (10 a 20 veces superiores en la mayoría de los países de América Latina). Para hacerlo, los bancos deben obtener depósitos y préstamos por un valor equivalente a la diferencia entre sus colocaciones e inversiones y su capital. En consecuencia, el capital pagado de los bancos es un porcentaje bajo en comparación con su cartera de préstamos y su deuda con terceros. Al mismo tiempo, el valor de su cartera de activos fluctúa según las condiciones que enfrenten sus prestatarios, pero no así el valor de su cartera de pasivos. La percepción de que habría una garantía estatal para los depósitos y un aval oficial para la deuda externa significa en la práctica que el valor de los pasivos bancarios tiende a ser bastante inflexible a la baja, lo que establece un límite inferior cuya rigidez puede generar serios desajustes si el valor económico del activo de los bancos cae por debajo del de su pasivo. En términos de acervos, esta situación equivale a la pérdida de capital y reservas del banco. En estas condiciones, se hará necesario definir un procedimiento para distribuir la pérdida entre los dueños del banco, los depositantes y acreedores externos, los deudores de los bancos y, eventualmente, otros agentes económicos.

La generalización del problema del endeudamiento interno, unida a su duración y magnitud, hizo que en la mayoría de los países las provisiones de cartera y el capital propio y las reservas de los bancos fuesen insuficientes para enfrentar las pérdidas involucradas en los créditos que en definitiva son total o parcialmente irrecuperables. Una vez que el endeudamiento interno pone en jaque la estabilidad y la solvencia del sistema financiero (condiciones todas que en mayor o menor grado se han presentado en América Latina en los últimos años), lo que en teoría puede concebirse como una simple transferencia de riqueza, en la práctica suele envolver cuantiosos costos económicos netos para la sociedad.

Estos costos se derivan en parte del hecho de que las transferencias de riqueza y de propiedad no resuelven la asimetría que se anotó entre el valor de los activos y de los pasivos del sistema financiero. Ello ocurre por cuanto la caída en el valor de las garantías

vinculadas a los préstamos de dudoso cobro no permite recuperar el valor original de éstos y porque, por lo general, los depositantes y acreedores del sistema financiero no sufren todo el impacto que les correspondería en las pérdidas envueltas¹. En efecto, estos últimos son o terminan habitualmente protegidos por garantías del Estado y por el aval oficial a la deuda externa. Los costos también surgen de los recursos que allegan los gobiernos con el objeto de buscar soluciones al problema de la deuda interna.

Estas soluciones se han traducido, en general, en ayuda oficial a los deudores y a los intermediarios financieros (e indirectamente a los depositantes y acreedores internos y externos). Las soluciones obligaron además a la intervención estatal para capitalizar los bancos y/o distribuir las pérdidas de capital, y realizar las transferencias patrimoniales requeridas.

En consecuencia, las soluciones al problema del sobreendeudamiento interno tienen costos económicos de importancia. Estos incluyen la carga fiscal vinculada a los aportes directos de la Tesorería o del Banco Central para capitalizar el sistema financiero. También abarcan la carga fiscal que se vincula a las compras de carteras vencidas, a subsidios de las tasas de interés y del precio de las divisas (esto último para aliviar la situación de los agentes endeudados en moneda extranjera) y, en términos más generales, a recursos que se otorgan a los distintos grupos de presión que buscan resolver sus problemas de deuda. El sobreendeudamiento genera además costos muy tangibles, tanto por el efecto que la indefinición de los derechos de propiedad tiene sobre la inversión privada como por las dificultades que impone al sistema financiero en el otorgamiento de préstamos a aquellas actividades que podrían recuperarse más fácilmente, o que presentan claras ventajas para iniciar el proceso de reactivación y el de crecimiento.

Los mecanismos descritos tendientes a "resolver" el problema de la deuda interna en la región se han complementado generalmente con medidas orientadas a dar mayores facilidades de pago a los deudores a través de la reestructuración de los vencimientos y de reducciones en los costos financieros. La reestructuración a menores tasas de interés ha sido en parte consecuencia del alivio conseguido en las reprogramaciones o refinanciaciones de las deudas externas de los países de la región, que se han llevado a cabo desde fines de 1982. Es importante tener presente que estos alivios dejan disponibles recursos que los gobiernos también podrían canalizar en

¹ La generalización del problema de la deuda interna también entraba y retarda el proceso judicial de ejecuciones de empresas, el que, por lo demás, no está exento de costos y hasta puede contribuir a deteriorar aún más el valor de las garantías reales, y con ello, la calidad global de la cartera de los bancos.

beneficio de otros sectores de la población, especialmente a través de medidas que aumentan el empleo o que disminuyen la pobreza.

Los mecanismos utilizados para enfrentar las pérdidas han sido diferentes en los distintos países. En algunos, los menos, una parte de la pérdida la sufrieron los acreedores externos. En otros, como Argentina, los deudores internos se vieron beneficiados, principalmente, a costa de los depositantes, en el proceso denominado "licuación de deudas", al reducirse fuertemente al valor real de los depósitos bancarios a través de controles de tasas de interés y la aceleración de la inflación.

En Chile, la intervención oficial del grueso de la banca privada en enero de 1983 no afectó mayormente a depositantes ni a acreedores extranjeros. La pérdida de capital se socializó a través de aportes oficiales a la banca liquidada y de la compra por el Banco Central de carteras malas a los bancos, con el compromiso por parte de los bancos de recomprar dicha cartera en el futuro con cargo a sus eventuales utilidades. También hubo una ayuda directa a los deudores en moneda extranjera (al igual que en Venezuela) al establecerse un subsidio para el "dólar deudor", cuyo precio quedó muy por debajo del valor de mercado de esta divisa, y programas de reestructuración y refinanciamiento de las deudas de los sectores productivos y de las deudas hipotecarias. Más recientemente en Chile se han reprivatizado los bancos con financiamiento proveniente del sector privado y con el estímulo de generosos incentivos fiscales, y se ha promulgado una reforma a la legislación bancaria. Esta última persigue hacer transparente el riesgo en los activos de la banca, retirar la garantía del Estado a los depósitos domésticos y poner en práctica fórmulas automáticas de recapitalización si en el futuro se presentan situaciones de inestabilidad financiera y de problemas de solvencia. Aunque los problemas de endeudamiento interno y de solvencia de la banca no están resueltos, se tiene la impresión que ha adquirido dimensiones manejables.

En Uruguay, como consecuencia del deterioro en el valor real de los activos del sistema financiero, varios bancos tuvieron que ser vendidos. A efectos de facilitar la venta, el Banco Central intervino haciéndose cargo, en forma similar a lo ocurrido en Chile, de parte de las carteras pesadas de dichas instituciones¹.

Los demás países de la región han enfrentado el problema de su deuda interna a través de una combinación de los mecanismos reseñados más arriba, siendo quizás Perú la principal excepción. En

¹ En otro tipo de operaciones, el Banco Central del Uruguay compró también carteras de dudoso cobro de los bancos privados que se comprometieron a aportar financiamiento externo fresco. Con ello trató infructuosamente de sostener su política cambiaria en un momento en que el acceso a los préstamos internacionales se había restringido fuertemente.

ese país la distribución de la carga de la deuda interna afectó a los acreedores extranjeros; por su parte, las empresas deudoras lograron transferir al resto de la sociedad la mayor parte del efecto de la recesión a través de caídas en los salarios reales y de menores pagos de impuestos, a la vez que tasas de interés reales negativas mejoraron su situación patrimonial. Por estos motivos, en Perú el sistema financiero no se vio tan seriamente afectado como la mayor parte de los demás países de la región por un deterioro generalizado de su cartera de préstamos.

La experiencia ganada sugiere varios criterios con el objeto de minimizar los costos económicos que traen consigo las soluciones al endeudamiento interno. Primero, es conveniente actuar cuanto antes, ya que la demora trae consigo un proceso de "capitalización de pérdidas". Segundo, dada la disparidad entre la magnitud del problema y los recursos disponibles, las soluciones deben ser de carácter selectivo. Aquí es importante recordar que los recursos que asigna el sector público tienen usos alternativos de gran importancia social. Con el objeto de disminuir en lo posible el uso de fondos públicos, las soluciones serían idealmente todas "caso a caso". Sin embargo, el tiempo y los recursos necesarios para establecer los sobreendeudamientos de los diversos agentes pueden justificar programas de reestructuración de deudas dirigidos a aliviar a empresas productivas pequeñas y medianas y a personas. Cuando estas reprogramaciones coinciden con medidas orientadas a recuperar la solvencia del sector financiero, el subsidio en las tasas de interés puede ser menor que el que aparece a primera vista, ya que las menores tasas pueden anticipar las tasas de mercado.

Tercero, es importante ofrecer incentivos al pago, reconociendo que junto a la capacidad de pago de los deudores también hay un problema de voluntad de pago. Estos incentivos han sido poco utilizados en los países de la región. Pueden consistir en descuentos por el cumplimiento oportuno de las obligaciones y deben desestimular expectativas de futuros perdones financieros. Cuarto, los bancos deben evitar caer en un comportamiento crediticio procíclico, distinguiendo entre las empresas ilíquidas pero solvente de aquellas que son insolventes, con el objeto de apoyar la recuperación de las primeras.

Por último, el análisis de las empresas sobreendeudadas debe distinguir entre aquellas que son económicamente inviables de las que lo son desde el punto de vista financiero. Las empresas que caen dentro del primer grupo —que generan pérdidas aun en las mejores condiciones posibles de operación—¹ no tienen ninguna

¹ Tomando en cuenta los posibles efectos sociales positivos de su operación.

razón valedera, ni desde el punto de vista económico ni desde el financiero, para seguir existiendo, siendo su valor de mercado nulo (o negativo). Distinta es la situación de las empresas que son económicamente viables pero no lo son financieramente debido a la excesiva carga de la deuda. Dichas empresas cumplen una función económica útil, dado que generan un beneficio económico, aunque sus titulares estén sufriendo pérdidas financieras. La situación de estas empresas debe en primer término resolverse a través de una pérdida de patrimonio de sus titulares.

En el plano distributivo, toda solución que no implique realizar la transferencia de propiedad correspondiente entre los agentes directamente involucrados (deudores, dueños, depositantes y acreedores de los bancos) lleva incorporada, en su esencia, un importante elemento de discrecionalidad o arbitrariedad. A la vez, la orientación que dé la intervención oficial a la "solución" del problema envuelve un aspecto político innegable. En efecto, las decisiones que van desde la socialización de la banca hasta su reprivatización, pasando por medidas que afecten en grado y forma diferentes a depositantes, acreedores internos y externos, contribuyentes en general, asalariados, imponentes, o cualquier otro grupo o sector sobre el cual pueda recaer total o parcialmente el costo de financiar la pérdida de capital, escapan a consideraciones estrictamente económicas. Sin embargo, porque tienen diferentes efectos en los incentivos para ahorrar e invertir, en la fuga potencial de capitales, en la reducción de la morosidad, etc., merecen un estudio específico que tome en cuenta las peculiaridades propias de cada situación, para poder evaluar en su totalidad los méritos relativos de las opciones disponibles.

IV. PRINCIPALES ENSEÑANZAS DEL SOBREENDEUDAMIENTO INTERNO DE AMERICA LATINA

La experiencia reciente de la región en materia de sobreendeudamiento interno ha dejado diversas enseñanzas, ciertamente útiles para la formulación de políticas en el área macroeconómica-financiera.

En primer lugar, parece existir un estrecho vínculo entre el sobreendeudamiento interno y algunas modalidades de desregulación financiera. Las reformas financieras abruptas y sin adecuada supervisión, si bien pueden contribuir a elevar apreciablemente el ahorro financiero (profundización financiera), también pueden llevar a un crecimiento explosivo de la deuda interna (profundización de la deuda) en relación a otras formas y fuentes de financiamiento de las actividades económicas. Esta situación, a su vez, hace más vulnerable el sistema económico a los cambios en las tasas de interés, en la relación de precios del intercambio, en la afluencia neta de

depósitos y créditos (internos y externos) y en la actividad económica. Esto es particularmente válido cuando las tasas de interés son flotantes, ya que los cambios en ellas afectarán tanto a los nuevos préstamos como al total de la deuda preexistente. En ese caso, los cambios en las tasas de interés tendrán repercusiones significativas porque modificarán directamente el patrimonio y la viabilidad económica de empresas existentes.

En segundo lugar, la desregulación de la tasa de interés, si bien puede equilibrar el mercado de fondos prestables, puede llevar a ésta a niveles tan desproporcionados respecto de variables con las cuales debería guardar cierta relación (como, por ejemplo, la productividad del capital y el ritmo de crecimiento económico), que tienda a generar significativos desequilibrios en otros mercados. Las tasas de interés extremadamente altas debilitan la situación de los deudores e incrementan el riesgo de la cartera de activos de los intermediarios financieros; además distorsionan el mercado de divisas al estimular artificialmente la entrada de capitales, sobrevalúan el tipo de cambio, aminoran el dinamismo del sector de bienes comerciables internacionalmente y deterioran la cuenta corriente del balance de pagos. Este último efecto tiende, a la larga, a desalentar la oferta de financiamiento externo, y contribuye a llevar a la práctica la devaluación cambiaria, lo cual afecta a los deudores en moneda extranjera y, a través de ellos, al conjunto del sistema financiero. Por lo tanto, si ciertos precios, por muy libres que sean, se desalinean respecto de su trayectoria de valores razonablemente normales, este hecho debe ser tomado particularmente en cuenta para anticipar problemas en el funcionamiento del mercado correspondiente, o serios desequilibrios en algunos otros mercados. Por lo demás, no se logra detectar una relación positiva entre tasa de interés y ahorro nacional, aunque debería esperarse que tasas de interés domésticas más altas, dentro de ciertos límites, contribuyan a contener y revertir la fuga de capitales.

En tercer lugar, la entrada masiva de financiamiento externo no basta para rebajar rápida y sostenidamente las tasas de interés internas. El incremento del riesgo vinculado a situaciones nacionales y las mayores expectativas de devaluación, asociados a la creciente deuda externa y a la sobrevaluación cambiaria, respectivamente, contribuyen a acentuar la disparidad entre la tasa de interés interna y la internacional. La segmentación de mercados, el acceso diferenciado al crédito externo, los grados disímiles de sustitución entre diferentes activos internos y aquellos internacionales y la sobrevaluación de activos no transables internacionalmente, pueden contribuir más a generar activos sobrevaluados que a reducir las tasas de interés internas. El efecto de riqueza así generado tiende a fomentar el consumo más que el ahorro, a pesar de que simultánea-

mente tal vez se observe un aumento de las tenencias de activos financieros. La falta de correspondencia entre la afluencia masiva de capitales externos y la inversión interna, así como el impacto de la apertura financiera sobre el tipo de cambio, con efectos claramente contrapuestos a los esperados de la apertura comercial, contribuyen a minar las potenciales ventajas del proceso de apertura económica y afectan adversamente la eficiencia en la asignación de recursos que hacen los agentes económicos endeudados en moneda extranjera y, muy particularmente, la calidad de la cartera de activos del sistema financiero.

En cuarto lugar, las reformas financieras, en economías poco acostumbradas a operar competitivamente en este sector, no bastan por sí solas para garantizar una mejor asignación de los recursos financieros. Los criterios tradicionales de manejo de cartera y evaluación del riesgo por parte de los intermediarios financieros, unidos a la presencia legal o *de facto* de seguros sobre depósitos y de avales oficiales sobre la deuda externa, refuerzan la tendencia alcista de la tasa de interés y contribuyen a un manejo poco profesional y excesivamente arriesgado (tanto de la cartera de préstamos como de los intentos de incrementar las captaciones) por parte de los sistemas financieros internos. En particular, la combinación de una tasa de interés libre con el otorgamiento de garantía estatal sobre los pasivos del sistema financiero, una legislación bancaria atrasada y una inadecuada supervisión y regulación de la composición y calidad de la cartera de préstamos, así como de la competencia por captar depósitos a través de la manipulación de la tasa de interés, ha demostrado tener efectos muy perjudiciales. Dicha combinación estimula la hipertrofia del sector financiero, fomenta políticas de préstamos bancarios imprudentes y excesivamente riesgosas y alienta el sobreendeudamiento interno; además, genera condiciones para una tasa de interés inestable, y torna muy vulnerable, cuando no directamente insolvente, a una parte significativa del sistema financiero. En este aspecto, proceden reformas a la legislación del sector bancario y financiero. Estas reformas deben introducir métodos apropiados de medición e información del riesgo de los bancos al público, establecer la posibilidad de que los depositantes tengan que participar en las pérdidas de los bancos, contemplar normas prudentes de provisiones de cartera y de requisitos de capital, y desvincular la propiedad del sector financiero de la propiedad de las grandes empresas del sector real poniendo límites efectivos a la concentración de créditos y a los créditos relacionados y asegurando el manejo estrictamente profesional de las instituciones financieras. A falta de tal desvinculación, se haría necesaria una supervisión financiera más estricta sobre el *conjunto* de las empresas vinculadas.

En quinto lugar, la estructura y legislación tributarias pueden estimular un endeudamiento interno excesivo e indeseado en relación a otros mecanismos de capitalización. La tendencia a gravar dividendos y utilidades distribuidas y a restar de la base imponible los pagos de intereses, introduce una clara distorsión que aconseja reexaminar las políticas tributarias a este respecto.

En sexto lugar, el manejo de algunos precios macroeconómicos claves, tales como el tipo de cambio, la tasa de interés y los salarios, debería llevarse a cabo en forma más flexible y coordinada. En particular, se debería intentar distribuir en diversos mercados el impacto de los cambios bruscos e inesperados a los que se ve sometida la economía, de modo de minimizar la presencia de precios desalineados e influir en la evolución de aquellas variables económicas que son fundamentales para una buena asignación de recursos. Esto apunta a la conveniencia de no rigidizar excesivamente ningún precio, porque tal rigidización aislaría al mercado del efecto de impactos externos, concentrando éstos en el resto de la economía.

Por último, los programas de alivio al endeudamiento interno envuelven aspectos políticos y de equidad que exceden el ámbito de los agentes que deberían realizar las pérdidas patrimoniales. Estos programas deberían ser muy selectivos con el objeto de minimizar el uso de recursos públicos, ofrecer incentivos al pago, y formar parte de un conjunto de medidas encaminadas a recuperar la solvencia del sistema financiero. Sin embargo, problemas sistémicos requieren de soluciones sistémicas. En una crisis que envuelva al conjunto de las instituciones, el Estado no podrá mantenerse al margen. Si las legislaciones se elaboran bajo el supuesto de que el Estado no intervendrá en una crisis generalizada, las soluciones teóricas que se planteen pecarán de ingenuas y, llegada la crisis, serán inoperantes.

EFECTOS DE LA RENEGOCIACION DE LA DEUDA EXTERNA EN EL SISTEMA FINANCIERO DE CHILE *

Manuel Casanova D.

Abogado, Doctor en Derecho
Profesor Universidad Católica
e Instituto de Estudios Bancarios
Director del Banco de A. Edwards

Cuando la Rectora del Instituto de Estudios Bancarios "Guillermo Subercaseaux", Sra. María Elena Ovalle, nos solicitó participar en este interesante Seminario, consideramos que constituía un punto importante analizar las relaciones y los efectos que se han producido en la acción del sistema financiero chileno como fruto de la renegociación del conjunto de los compromisos externos del país.

Tanto en la literatura especializada como en comentarios de prensa o en seminarios específicos se han analizado suficientemente los distintos alcances de la renegociación externa no solamente chilena sino que también la de otros países de América Latina. Se han señalado las ventajas y atributos de cada uno de los procesos como también se han hecho las comparaciones que proceden respecto a los distintos tipos de instrumentos y mecanismos que se han puesto en marcha.

Esta exposición intenta señalar algunos campos de acción específicos para el desarrollo del negocio bancario en esta etapa de la vida económica del país.

Estas explicaciones se desarrollan en dos partes. En la primera de ellas se hace una breve síntesis de la historia de la renegociación de la deuda externa de este país, considerando el marco jurídico-institucional y el contenido general de lo acordado. La segunda parte consiste en reflexiones sobre algunos de los principales efectos de esta renegociación pública sobre la acción del sistema financiero y de la banca chilena y más precisamente respecto a las posibilidades del incremento de negocios dentro de este marco.

* Exposición del señor Manuel Casanova D. en el seminario internacional de Gestión Bancaria, organizado por el Instituto de Estudios Bancarios "Guillermo Subercaseaux", Santiago, noviembre 1987. Las opiniones contenidas en este trabajo no comprometen a las instituciones a que pertenece el autor.

LA RENEGOCIACION DE LA DEUDA EXTERNA DE CHILE

I. *Antecedentes generales*

Las negociaciones de la deuda externa iniciadas en 1983 tuvieron como doble objetivo evitar situaciones negativas para el país derivadas de una cesación de pagos e intentar mantener un flujo de recursos luego que durante varios años Chile y sus instituciones públicas y privadas habían accedido con mucha facilidad, al igual que otros países de la región, al financiamiento externo proveniente principalmente de la banca privada internacional.

Se trataba entonces, en primer lugar, de arreglar una situación que se había tornado conflictiva y que presentaba algunas amenazas, no solamente relacionadas con la ausencia de recursos sino que también indicaban la posibilidad concreta de que el país y las instituciones que actuaban en el campo internacional fueran demandadas en tribunales extranjeros para materializar una cesación de pagos de carácter económico que venía anunciándose con fuerza. Existió el peligro real de demandas en contra del país. Esto motivó una acción rápida en torno a la renegociación.

Sin que fuera un elemento central y definitivo, la renegociación tenía por objeto también a largo plazo (y de una manera más disimulada) el reiniciar un proceso de entendimiento con los acreedores externos que permitiera en algún momento el retorno del país y de sus instituciones al mercado de capitales convencional. Este aspecto va a ser desarrollado en la segunda parte de estas reflexiones, por cuanto es precisamente uno de los efectos que ya comienzan lentamente a insinuarse.

No cabe duda que a mediados de 1983 Chile se encontraba en cesación de pagos.

Frente a esta situación, cabían reacciones y soluciones diversas. Entre éstas se contaba la de declarar unilateralmente esta cesación de pagos y enfrentar las consecuencias derivadas de ello. Cabía, asimismo, la modalidad de sólo renegociar la deuda pública y mantener las acreencias privadas tal cual. Existía también la posibilidad de buscar un entendimiento de carácter bi y multilateral para transformar esta cesación de pagos en algo aceptado y compartido por los actores intervinientes, es decir, los acreedores y particularmente la banca internacional.

Los acreedores privados eran aproximadamente 550. De éstos, prácticamente el 50% de la deuda estaba contraída con bancos norteamericanos.

Es interesante hacer notar que respecto de las modalidades y procedimientos de la renegociación no existían experiencias institu-

cionales anteriores que pudieren servir de guía para la elaboración de la estrategia y el desarrollo de las instancias a seguir. Como es sabido no existe un marco legal internacional preestablecido para este tipo de renegociaciones; no existe un foro estable y permanente, exceptuado, quizás, el Club de París, que se refiere, principalmente, a las negociaciones de los créditos de gobierno a gobierno.

Existían como elementos de referencia las normas contractuales aplicables a la sindicación de créditos. Como es sabido, en este tipo de contrato junto con las cláusulas financieras existen mecanismos de resguardo de los derechos de los acreedores y del deudor con efectos en más de una jurisdicción.

Existía también una experiencia de otro país latinoamericano, concretamente se trataba del caso de México, que venía desarrollando acciones en la materia.

Finalmente, existían ciertas disposiciones de naturaleza jurídico-económica dentro de la legislación chilena que eventualmente servían de marco de referencia para acciones de esta naturaleza. En efecto, la Ley de Quiebras de Chile (al igual que muchas disposiciones similares en otros países) contiene regulaciones relativas a los convenios, es decir, la situación que debe enfrentarse para solucionar una cesación de pagos futura o una declarada formalmente. En tal sentido se reemplaza o levanta la situación anómala de los compromisos contraídos por un proceso acordado entre los interesados.

Atendido el hecho que el país tomó la decisión de iniciar el camino de una renegociación, parece interesante precisar los objetivos de estas tratativas:

- a) La extensión de un nuevo plazo, es decir, la reestructuración en el tiempo de los compromisos contraídos;
- b) La búsqueda de una mecánica de renegociación estable;
- c) La búsqueda y solicitud de aportes crediticios nuevos para el pago de los intereses que provendrían de la renegociación, y
- d) Finalmente, el intento de encontrar un mecanismo que mantuviera vigentes las líneas de crédito comerciales de corto plazo con el objeto de mantener el comercio en el más alto nivel posible.

Una negociación de esta naturaleza suponía necesariamente el someter las políticas económicas nacionales al control del Fondo Monetario Internacional; esto traía consigo ventajas positivas en el sentido de que se haría más fácil la credibilidad de los antecedentes y proyecciones que se proporcionarían a los acreedores en ese momento recelosos respecto del futuro. Puede señalarse como inconveniente la limitación del margen de maniobra de las autoridades económicas nacionales para el establecimiento y funcionamiento de políticas económicas internas destinadas a paliar o mejorar la crisis predominante.

Con el objeto de enfrentar la situación anterior Chile decidió establecer un Comité. Esta entidad ayudaría al logro de los objetivos deseados.

Este Comité estuvo compuesto por 12 miembros.

Veamos ahora cuáles fueron las principales acciones de este Comité y cuáles fueron los lineamientos centrales y las limitaciones que enfrentó.

En primer lugar, le correspondió ratificar a los acreedores la cesación de pagos en que se encontraba el país en ese momento. Esta ratificación tuvo como efecto importante el transformar esta situación unilateral en una bi o multilateralidad aceptada en la medida que se continuaron las negociaciones.

Ahora bien, ¿cuáles fueron las primeras acciones que les correspondieron a los negociadores frente a los requerimientos de la banca extranjera y a las necesidades nacionales?

Esta labor inicial trajo consigo una difícil postura. Sin embargo, y atendida la existencia de los acuerdos previos para iniciar esta negociación, el hacerlo dentro de un sistema institucional bi o multilateral hizo que esta cesación de pagos dejara de ser simplemente una situación unilateral para acercarse a una aceptación o concertación sobre el hecho. Es decir, hubo una aceptación por parte de los acreedores de estas circunstancias, lo que trajo efectos de naturaleza jurídica.

II. *Principios jurídico-financieros aplicables*

Establecida esta realidad, correspondió fijar los principios de acción financiera que debían regir de ahí en adelante las relaciones entre los acreedores y el país deudor.

De la aplicación de estos principios emanan los efectos sobre la acción de la banca comercial que constituyen el centro de estas reflexiones.

Hagamos, en consecuencia, una enumeración somera de estos principios para aislar algunos de ellos con el objeto de poder entrar en mayores explicaciones y proyecciones de negocios bancarios posibles en el marco de la reestructuración.

1. *Igualdad entre los acreedores*

Como un elemento de carácter táctico, de presentación comercial y de efectos jurídicos no es posible considerar sino un principio básico en la materia: deben participar en la renegociación todos los bancos y entidades que hayan estado involucrados en la concesión de facilidades crediticias al país.

2. *Igualdad de todos los créditos*

Otro principio de universal aceptación en este tipo de materia es la consideración básica de que todos los créditos tienen igual rango. En consecuencia, deben estar sometidos a las mismas reglas y surtir los mismos efectos.

3. *Cláusulas u obligaciones negativas*

Atendido el hecho de la reestructuración de los créditos propiamente tal, y la solicitud de concesión de nuevos dineros al país para el pago de los intereses correspondientes a la renegociación que se estaba iniciando, parecía del todo evidente que los acreedores impondrían cláusulas u obligaciones de no hacer. Es decir, algunas acciones quedaron vedadas de realizarse por el Estado o por las empresas del país en su calidad de deudoras.

Veamos cuáles son algunas de estas obligaciones negativas:

A) *La primera obligación de no hacer consiste en la imposibilidad de otorgar nuevas garantías a los acreedores fuera de las consultadas dentro del convenio de renegociación.*

Esto que parece sumamente lógico no es más que la consecuencia de atribuir un valor al conjunto de los bienes y actividades que, en definitiva, constituyen el sustento del proceso de renegociación iniciado.

Naturalmente, estas obligaciones de no hacer presentan ciertas excepciones destinadas precisamente a mantener un flujo positivo de comercio y de negocios con el país deudor.

Es así como no se infringe la obligación negativa si se dan situaciones como las siguientes:

a) Concesión de garantías para créditos comerciales hasta un año; puede ser una garantía del Gobierno o del Banco Central (normalmente garantía sobre oro).

b) Garantías para la apertura de cartas de crédito para exportaciones o para la concesión de líneas de crédito destinadas a financiar exportaciones.

Estas garantías consisten normalmente en los documentos de embarque de la mercadería de que se trate.

c) No se infringen las obligaciones negativas a las que se acaba de referir cuando se trata la de gravámenes preexistentes o la constitución de garantías específicas para la adquisición de bienes.

d) Tampoco existe una violación de esta norma si se pacta como fuente de repago y garantía el flujo del proyecto de que se trate; el resultado del proyecto garantiza el pago del crédito con su propio producto (project finance).

B) *Una segunda obligación negativa de gran importancia es la prohibición de prepagar las obligaciones contraídas.*

Desde un ángulo positivo implica reconocer la obligación de cancelar los créditos en forma proporcional, es decir, no favorecer a un deudor con un pago anticipado.

C) *Excepciones a la prohibición de prepagar.*

Esta obligación negativa de cancelación anticipada presenta algunas excepciones; entre ellas la decapitalización de deudas, que se analiza más adelante, como de hecho el mecanismo del "relending" y "onlending".

No rige esta obligación negativa por cuanto hay un prepago en pesos bajo las modalidades que la legislación interna dispone.

Tampoco constituyen violación a esta obligación las cancelaciones en moneda nacional que puede hacer el deudor.

4. Otro de los principios derivado de la regla de la igualdad de los acreedores se refiere a la obligación de compartir los pagos entre los acreedores. Es la denominada cláusula "sharing". Al respecto, había una experiencia práctica bastante importante de considerar en el proceso de renegociación de la deuda de Argentina. Este país pagó a los bancos acreedores, pero no pagó a los bancos ingleses, derivado de la situación bélica por la Guerra de las Malvinas. Sin embargo, los bancos de Gran Bretaña reclamaron su parte a los otros que habían recibido el pago. Los que recibieron hubieron de compartir los dineros provenientes de Argentina.

5. *Deudas excluidas y comprendidas en la renegociación*

Es necesario también decir de que existen ciertas deudas excluidas de la reestructuración. Entre éstas se encuentran los créditos de proveedores.

Con todo lo dicho anteriormente, puede caracterizarse el concepto de la deuda externa que fue objeto de los convenios de reestructuración.

De una manera genérica puede decirse que debe tratarse de deudas que debían ser canceladas en moneda extranjera a entidades de fuera del país. Estas entidades consistían principalmente en bancos e instituciones financieras.

Sin embargo, no todas las deudas anteriores quedaron consideradas en el concepto de deuda externa. La negociación fijó un día denominado el día de corte (cut of day) para establecer las deudas que quedaban comprendidas o no dentro del proceso. Este plazo fue el 31 de enero de 1983.

¿Qué deuda o qué deudores quedaron involucrados en la renegociación?

En la primera renegociación de 1983-1984 quedó involucrada la deuda de:

a) el sector público: el Estado, el Banco Central y las empresas públicas;

b) el sector financiero privado chileno;

c) Quedaron excluidos de la renegociación los créditos concedidos por el Banco Interamericano, los créditos del Banco Mundial, los créditos oficiales de gobiernos (Club de París). Quedaron también excluidos los créditos comerciales de corto plazo y también los bonos colocados en el público. Debe señalarse que en ese momento sólo había dos bancos que habían colocado bonos en el público.

Si estos bonos estaban en poder de los bancos, se consideraron deuda externa.

Las negociaciones posteriores de 1985 y 1987 mantuvieron los criterios originales *.

Un punto importante de considerar es el relativo a los plazos de la renegociación, es decir, por cuánto tiempo se extienden las facilidades que se entregaron al país.

Al respecto cabían diversas posibilidades de reestructurar por un año, por dos años, o por otros plazos. Cada una de estas opciones tenía ventajas y desventajas.

En definitiva prevaleció el criterio de una renegociación plurianual por la ventaja que implica el hecho de no estar siempre en el mercado transmitiendo una sensación de inestabilidad.

III. *Síntesis de los acuerdos logrados* * *

Como se ha dicho, en los últimos años Chile ha tenido tres reprogramaciones consecutivas de la deuda externa, en los años 83, 84 y 85, a través de las cuales se han obtenido diferentes plazos y condiciones para la obtención del financiamiento. En 1983 la reprogramación y la obtención de recursos frescos se logran con los bancos comerciales y con el Fondo Monetario Internacional en los siguientes términos:

1. A) Se renegocian 3.150 millones de dólares con una garantía del Estado para el sector público y privado financiero. Se

* El sector corporativo privado puede pagar en el Banco Central o reestructurar directamente con el acreedor respectivo.

** Se siguen a este respecto las publicaciones del Banco Central sobre la materia.

reprograma el pago a 8 años, con 3 años de gracia, a una tasa Prime + 2 1/8 y un 1,25% de comisión flat.

B) Se consigue nuevo dinero por 1.300 millones de dólares con pago a 7 años y un período de gracia de 4 años. El interés se fija a una tasa Prime + 2 1/8 y una Libor + 2 1/4 también con una comisión flat de 1,25%

C) Se obtienen créditos comerciales de corto plazo por aproximadamente 1.700 millones de dólares con garantía del Estado para el sector público y privado financiero, éstos se pactan a una Libor + 1,5 y una Prime + 1 3/8.

2. F.M.I.

A) A comienzos de año se consigue un crédito Stand By por 500 millones de D.E.G. con desembolso diferido en 1983 y 1984. Con plazo de 5 a 7 años con 3 a 3,5 años de gracia.

B) En la misma fecha se firma un crédito compensatorio por 295 millones de D.E.G., desembolsado durante 1983 con un plazo de 5 años y 3 de gracia.

La renegociación de la deuda en 1984, en realidad consistió en conseguir nuevo dinero con los bancos comerciales, éste fue por 780 millones de dólares, pagaderos a 9 años, con 5 años de gracia, a una tasa Libor + 1 3/4 y Prime + 1,5, con 5/8 de comisión flat.

En el año 1985 el proceso fue largo; comenzó definiendo los montos a solicitar para lograr el programa macroeconómico propuesto, con un crecimiento del 6% anual en el volumen de exportaciones en lo que queda de la década, para lo cual es necesario elevar la inversión desde un 14% del PGB en 1984 a alrededor de un 20% en 1990.

Para obtener los montos requeridos se negocia con los bancos acreedores, con el Banco Mundial, con el F.M.I. y el Club de París.

1. Bancos acreedores.

A) Se renegocian aproximadamente 6.000 millones de dólares con garantía del Estado para el sector público y el sector privado financiero en algunos casos. Las amortizaciones se pactan a 12 años, con 6 años de gracia, a una tasa Libor + 1 3/8.

B) Se obtiene nuevo dinero por 785 millones de dólares pagadero a 10 años, con 5 de gracia, a una tasa Libor + 1 5/8 y Prime 1 + 1/4 con 0,5% de comisión flat.

C) Cofinanciamiento por 300 millones de dólares con 50% de garantía por el Banco Mundial, a 12 años con 10 de gracia. Las tasas negociadas son de Libor 1 5/8 y Prime + 1 1/4 con 0,5% de comisión flat.

D) Corto plazo comercial por 1.700 millones de dólares hasta 31.12.87 con garantía del Estado para el sector público y privado financiero. Las tasas son un techo Libor + 1 3/8 y Prime + 1 1/8. Comisión de factibilidad de 1/8 anual.

E) Se enmiendan las tasas negociadas en 1983 y 1984 cayendo de Prime + 2 1/8 a Prime + 1 1/2 y de Libor + 2 1/4 a Libor + 1 3/4.

2. *Banco Mundial.*

Se establecen tres créditos de ajuste estructural por 250 millones de dólares c/u, a un plazo de 15 años con 3,5 de gracia. El primero fue entregado durante el año 1985; el segundo llegaría el año 1986 y para el año 1987 llegaría el último.

3. *F.M.I.*

A) Se obtiene un crédito de facilidad ampliada por 750 millones de D.E.G. a entregarse entre 1985 y 1988 en 12 giros de 62,5 millones de D.E.G. c/u.

B) El Fondo Monetario entrega conjuntamente un crédito compensatorio por 70 millones de D.E.G., a 5 años con 3 años de gracia.

4. *Negociaciones con el Club de París.*

A) Entre los meses de enero y marzo de 1986 se firmaron acuerdos bilaterales con siete países acreedores de Chile: EE.UU., Alemania, Francia, Reino Unido, España, Japón y Austria, involucrando un monto total a reprogramar de 145 millones de dólares, originados en amortizaciones de julio de 1985 a diciembre de 1986 (18 meses).

Los términos de esta reprogramación fueron a un plazo total de 7 años, con 3 años de gracia y tasas de interés de acuerdo al contexto de las tasas originales de los préstamos considerados. La tasa promedio aplicada para el año 1985 fue de aproximadamente 8,2%. Para los años futuros ésta se va reduciendo.

En conjunto, este total de negociaciones, principalmente la de 1985, permite pensar con optimismo que el plan macroeconómico fijado pueda cumplirse sin grandes contratiempos.

El día 25 de febrero de 1987 los representantes del Gobierno de Chile y el Comité de doce bancos que representa a los bancos acreedores del país llegaron a un acuerdo respecto a la reestructuración de la deuda de 1987 hacia adelante.

La participación de la banca privada extranjera en el financiamiento necesario se concretó básicamente a través de los siguientes mecanismos:

a) El cambio en la frecuencia de pago de intereses desde semestral a anual (retiming) a partir del 1º de enero de 1988 hasta 1991 para nuevos dineros, hasta 1992 para la renegociación 1983-84 y 1993 para la renegociación 1985-87 y 1988-91.

b) Rebaja en la tasa de interés a partir del 1º de enero de 1987 (repricing), eliminándose la base Prime sobre la que se determinaba la tasa de los "dineros nuevos" adeudados por el Banco Central y disminuyendo los márgenes sobre Libor desde 1,625% a 1,125%, en el caso de los dineros nuevos, y desde 1,375% a 1,0% en el caso de la totalidad de la deuda original (anterior al 31/1/83) reestructurable.

c) La reestructuración de créditos por US\$ 12.486 millones, que implica que la totalidad de los créditos y la totalidad de los dineros nuevos negociados con posterioridad a 1983, no tendrán vencimientos hasta 1991.

d) Finalmente se acordó prorrogar la vigencia de la disponibilidad de líneas de crédito comercial de corto plazo, por un mínimo de US\$ 1.700 millones, hasta fines de 1989.

El aspecto más importante del paquete acordado con el Comité Bancario es el cambio en la frecuencia del pago de intereses desde 6 meses a 12 meses (retiming). Como se recordará, Chile planteó desde el inicio de las negociaciones que mediante tal innovador mecanismo podía cubrir parte importante de sus requerimientos, sin necesidad de recurrir a un incremento adicional del capital adeudado al exterior. Tras arduas negociaciones se aceptó la proposición nacional, la cual, aun cuando incorporada en los contratos correspondientes desde 1987, debido al tiempo transcurrido en el intertanto, deberá ser aplicada a partir del 1º de enero de 1988. De este modo, el país se beneficiará de un ahorro de intereses estimado en US\$ 447 millones durante 1988.

De gran importancia es también la rebaja convenida en las tasas de interés a pagar sobre la deuda externa chilena. Al respecto debe destacarse que para el caso de los "dineros nuevos", la eliminación de la base Prime y la rebaja de los márgenes sobre Libor implica disminuir el costo de esta deuda en más de un punto porcentual desde el equivalente a Libor + 2,27% en 1986 a Libor + 1,125%. Cabe recordar que en 1983 el costo equivalente ascendió a Libor + 2,92%. En el caso de la deuda reestructurada, cuyo costo en 1986 era de Libor + 1,375%, luego de ser Libor + 2,125% en 1983, la rebaja ahora convenida representa 3/8 de punto, llevándolo a Libor + 1,0%. Se estima en US\$ 63 millones el ahorro a obtenerse durante 1987/88 por efecto de las rebajas descritas y en US\$ 606 millones el ahorro total a recibirse a lo largo de la vida de los préstamos involucrados.

La reestructuración de los vencimientos de la deuda vigente a

1983 y de los vencimientos de los créditos posteriormente obtenidos en las negociaciones pasadas, implica, como se señaló, postergar los US\$ 5.900 millones de vencimientos antes programados para 1988-90. En consecuencia, se programa amortizar la totalidad de esta deuda a razón de alrededor de US\$ 1.000 millones al año en el período 1991-2002.

El acuerdo alcanzado con el Comité incluye también la extensión hasta 1989 de la disponibilidad de línea de crédito comercial por un mínimo de US\$ 1.700 millones, la mantención de opción de garantía estatal (con un costo equivalente al pactado en 1985, ajustado proporcionalmente según la variación de los márgenes sobre Libor a que se hizo referencia más arriba) y ciertas ampliaciones a los márgenes del llamado "relending", esto es, la opción ofrecida a los bancos a reciclar internamente créditos concedidos con anterioridad.

REESTRUCTURACION CON LA BANCA

Años	83-84	85-87	88-91
Monto reprogramado	US\$ 3.140 millones	US\$ 5.940 millones	US\$ 10.657 millones
Plazo total	8 años	12 años	16 años
Plazo de gracia	4 años	6 años	6 años
Tasa	Libor + 2,125 o Prime + 2	Libor + 1,375	Libor + 1
Frecuencia de Pagos de los intereses	3 meses	6 meses	12 meses

Desde el ángulo de la banca chilena debe tomarse en cuenta que los pagos de obligaciones en moneda extranjera de ella misma o de sus clientes con acceso al mercado cambiario deben seguir produciéndose normalmente. Para estos efectos el Banco Central atribuye la obligación al acreedor respectivo empozándose ese dinero hasta la fecha en que se produzca efectivamente el pago al exterior.

EFFECTOS DE LA RENEGOCIACION DE LA DEUDA EXTERNA EN EL SISTEMA FINANCIERO CHILENO.

los acuerdos logrados producen en la acción de la banca nacional.

Hay algunos efectos directos y de aplicación inmediata. Hay

En esta parte las reflexiones tienden a mostrar los efectos que otros de carácter indirecto y de aplicación mediata y en muchos casos constituyen importantes desafíos al sistema financiero, los que deberán enfrentarse en breves años.

Los efectos considerados son:

- I. La acción bancaria en lo concerniente al prepago de deudas y capitalización de créditos.
- II. El efecto de la rebaja de costos y la menor frecuencia de pago de intereses.
- III. El représtamo o "relending" y "onlending".
- IV. El compromiso de líneas comerciales o "commitment".
- V. La flexibilidad en la utilización de las líneas de créditos para el otorgamiento de créditos al exterior por la banca chilena.
- VI. Efectos sobre el mercado de capitales.

- I. *La acción bancaria en lo concerniente al prepago de deudas y capitalización de créditos.*

Son muy conocidos tanto en Chile como en el extranjero los Capítulos XVIII y XIX de la Ley de Cambios Internacionales chilena que permiten respectivamente el pago en Chile de deuda con títulos de la deuda externa garantizada por el Estado como también la inversión de estos títulos de deuda en determinadas actividades productivas en el país.

Desde el ángulo de la acción de la banca, o los efectos sobre sus negocios, es necesario decir de que esta excepción contenida en el Acuerdo de Reestructuración ha traído consigo tres efectos muy importantes.

El primer efecto consiste en ampliar el tipo de operaciones posibles de realizar y que al mismo tiempo de ser de interés para el país y las empresas implican para los bancos una interesante rentabilidad.

Debe recordarse que ambos capítulos exigen la participación de un banco instalado en Chile y la materialización de un mandato.

1. En lo referente al Capítulo XVIII, el total de deuda cancelada por esta vía al 31 de mayo de este año asciende a

US\$ 714,1 millones, en tanto que vía Capítulo XIX este monto alcanza a US\$ 483,6 millones a la misma fecha. Más allá de las comisiones ganadas en el proceso de intermediación (alrededor de 1%), el mayor beneficio de estas operaciones para la banca nacional se deriva de la redenominación de créditos, permitiendo el prepago de ellos a un descuento que asciende en la actualidad a aproximadamente 10% (a principios de año esta cifra era de solamente alrededor de 5%).

Dadas las magnitudes involucradas, es indudable que estos mecanismos han permitido a los bancos generar ingresos adicionales que han sido de gran importancia al considerar la difícil situación vivida frente a deudores con dificultades de pago derivados del proceso interno de ajuste y renegociación. Además de esto, ha permitido a los bancos disminuir su nivel de endeudamiento y una mejoría en sus carteras. En efecto, la transformación de empresas y clientes sobreendeudados a una situación financieramente más viable ha permitido visualizar como más factible en muchos casos la recuperación de los dineros y reiniciar el proceso de colocación de préstamos en forma más tranquila.

2. El Capítulo XIX ha permitido, además de lo que acaba de decirse, la contribución de la banca chilena al desarrollo más positivo de la banca de inversiones en Chile.

La exigencia del Capítulo XIX en el sentido de la necesaria presentación de proyectos en los cuales se van a invertir los recursos provenientes de la capitalización de títulos implica la necesidad de presentar, estudiar, evaluar proyectos rentables. La realización de estas operaciones (normales en la acción de la banca de inversiones en otros países) se ha desarrollado notablemente en estos últimos tiempos en el sistema financiero chileno produciendo especializaciones. Al mismo tiempo, ha incentivado la relación con la banca acreedora detentadora de los papeles que deben ser invertidos. Ello implica un flujo de relaciones, negocios conjuntos y recíproco conocimiento de gran importancia.

Si bien es del género obvio el hecho que la capitalización y el prepago de deudas implica una mayor solvencia del sistema financiero por el fortalecimiento de los capitales de las empresas que reciben los pesos derivados de la redenominación de los pagarés de la deuda externa, esto implica cambiar en una parte importante la estructura financiera de las empresas chilenas. Esto les permitirá continuar desarrollando sus actividades productivas en un plano de normalidad y con un estricto cumplimiento de sus obligaciones bancarias, lo que en definitiva redundará en beneficio del sector. Debe agregarse, además, que la intensa relación que se ha producido con la banca acreedora, derivada de este proceso de capitalizaciones, es a nuestro juicio uno de los elementos básicos sobre los cuales se reestablecerá, creemos, la presencia de la banca chilena en los mer-

cados voluntarios de capital. El interés comercial acesorio a una capitalización bien puede traer consigo nuevos financiamientos a empresas extranjeras que hayan invertido en Chile, ya sea directamente o mediante la concesión voluntaria y convencional de nuevas facilidades.

El Capítulo XIX ha servido de incentivo para atraer algunos inversionistas extranjeros, que sin dicho mecanismo no habrían pensado en venir a instalarse a Chile.

II. *La rebaja de costos y la ampliación de plazos*

El segundo grupo de efectos que ha traído consigo la renegociación de la deuda externa sobre la acción práctica de la banca chilena está referido a los aspectos ya mencionados en la parte primera de esta exposición, concerniente al "repricing" y al "retiming".

Examinemos cada una de estas situaciones.

1. El "repricing" consiste en la rebaja de costos en la tasa de interés a partir del 1º de enero de 1987 y la eliminación de la base Prime sobre la que se determinaba la tasa de los dineros nuevos adeudados por el Banco Central. Asimismo, se disminuyeron los márgenes sobre Libor desde 1,625% a 1,125% en el caso de los dineros nuevos. En el caso de la deuda original (anterior al 31/1/83) reestructurable, la rebaja fue de Libor 1,375% a Libor + 1.

Estas rebajas en los márgenes se pueden apreciar también respecto a las líneas de crédito de corto plazo otorgados desde el exterior, cuya tasa ascendía en 1983 a Libor + 1,50% o Prime + 1,375%, reduciéndose en julio de 1985 a Libor + 1,375% o Prime + 1,125%, tasa que se mantiene vigente a la fecha.

Parece obvio concluir que esta facilidad financiera permite a la banca chilena el establecimiento de bases más sólidas para su funcionamiento y la concreción de negocios de corto plazo de importación y exportación que permite el fortalecimiento de sus balances.

En lo que concierne específicamente a las exportaciones, el menor costo mejora notablemente la competitividad de los productos chilenos. Esto que es siempre importante, es vital en momentos que muchos de los países en vías de desarrollo y específicamente varios países latinoamericanos han adoptado también políticas agresivas de exportaciones como medio de mejorar su situación de pagos externos.

2. El cambio en la frecuencia del pago de intereses desde 6 meses a 12 meses o "retiming" permite a Chile cubrir una parte importante de sus requerimientos sin necesidad de recurrir a un incremento adicional del capital adeudado al exterior.

Además de representar una mayor holgura financiera, esto permite enfrentar el futuro próximo dentro de un marco de referencia preestablecido reduciendo la incertidumbre.

Para el sistema financiero privado esta situación será o no aprovechada según criterios de la autoridad, que deben fijarse. En efecto, existen ventajas y desventajas en relación con la utilización o no de estas facilidades por la banca privada.

III. El "relending" y "onlending"

La operación "relending" (représtamos) consiste en recircular los pesos que se encuentran depositados en el Banco Central y que provienen del pago oportuno de deudas externas reestructuradas, efectuados por los deudores privados nacionales.

Este fenómeno se produce debido a que el Banco Central asumió la deuda externa y la reprogramó de acuerdo a las condiciones suscritas con los acreedores externos, pero los deudores internos deben continuar sirviendo sus compromisos en la forma estipulada primitivamente.

Tenemos también el "onlending", que representa préstamos en moneda nacional que pueden realizar los acreedores extranjeros basados en su participación en los "dineros nuevos".

En ambos casos el mecanismo funciona en base a cupos para los acreedores extranjeros, establecidos en el convenio de reestructuración respectivo.

Siendo un esquema ideado para el otorgamiento de créditos por parte de la banca acreedora extranjera, la banca nacional se encuentra excluida, limitándose su posible participación a un papel de intermediario en el caso de bancos extranjeros no establecidos en Chile.

Se estima el cupo disponible en aproximadamente US\$ 130 MM, para ambas operaciones, cifra no confirmada.

IV. El compromiso de mantener líneas comerciales de corto plazo o "commitment"

Como se dijo en la primera parte de esta exposición, durante la renegociación de 1987 se ha prorrogado la vigencia de la disponibilidad de líneas de crédito comercial de corto plazo por un mínimo de US\$ 1.700 millones hasta fines de 1989.

Este compromiso puede ser analizado desde un punto de vista de emergencia como la necesaria facilidad obligada que se tuvo que dar a la banca comercial para seguir manteniendo su flujo de recursos en lo que concierne al comercio exterior de corto plazo.

Sin embargo, la materia puede ser analizada desde otro ángulo y tener presente que si bien este compromiso estatal hacía presentarse a la banca como disminuida respecto a lo que había sido su captación de crédito previa a la crisis, le ha proporcionado también un período transitorio de profundización y de maduración que aus-

picia excelentes resultados para los próximos años, pero que conlleva un gran desafío.

Uno de los efectos más importantes que ha traído este compromiso es el de permitir que no se hayan producido situaciones de pánico o de retiro de la banca exterior. Esto habría impedido la mantención de una relación (si bien más limitada pero fluida) que facilita el conocimiento de las personas y el planteamiento de negocios dentro de bases estables y ordenadas.

Pero sin duda, según nuestro criterio, lo más importante que trae consigo es que planteada como una cláusula o compromiso por un período simplemente transitorio hace presente a la banca chilena la necesidad de perfeccionarse y fortalecer sus capitales y negocios con el objeto de presentar una cierta autonomía para la obtención de su financiamiento una vez que termine el compromiso al que hemos aludido.

Si en la próxima renegociación de la deuda externa no quedare comprendida una cláusula de esta naturaleza, será entonces facultad de los bancos acreedores el proporcionar los financiamientos a las entidades chilenas que puedan merecerlo.

Este compromiso, si bien deja en el mismo pie a todos los bancos chilenos en materia de recepción de créditos externos de corto plazo, ha permitido que la relación se haya mantenido y profundizado con un conocimiento muy íntimo de cada una de las instituciones chilenas. Esto permite a la banca extranjera extraer conclusiones para determinar en definitiva cómo, con quién y con qué costos se podrá trabajar en el futuro. Existe también en nuestro entender el inicio de un cierto proceso de racionalización en la concesión de líneas que llevan mucho más a la concentración de la actividad en pocos bancos que a una generalización de las facilidades crediticias, como se vivió entre 1978 y 1982.

Lo que se acaba de decir puede también analizarse desde un punto de vista práctico y de cifras. Baste señalar que este compromiso de 1.700 millones de dólares se encuentra ya superado; así, los financiamientos para líneas de corto plazo ascienden en la actualidad a US\$ 2.300.

La utilización promedio real para 1986 asciende a US\$ 1.380.000 y para 1987 a US\$ 1.425.000 (8 meses).

V. *Líneas de crédito al exterior*

Lo recientemente señalado respecto al compromiso y la posibilidad de obtener líneas comerciales de corto plazo tiene también relación con una disposición interesante de la Ley de Cambios chilena relativa a la concesión de líneas de crédito al exterior en conformidad al Capítulo XXVI de la Ley de Cambios.

Así, la legislación chilena permite el otorgamiento de créditos o líneas de crédito en moneda extranjera a bancos, personas naturales o jurídicas residentes en el exterior.

Esta disposición tiene también una gran importancia para la acción de la banca chilena en el área latinoamericana. En efecto, por aplicación del Convenio de Pagos Recíprocos de ALADI, la banca chilena tiene la posibilidad de ofrecer a la banca regional una intermediación interesante.

El riesgo de los acreedores externos es el de Chile y en particular el banco de que se trate. Obviamente este es un camino para reconstituir e incrementar el comercio intrazonal que ha resentido también los efectos de la crisis.

VI. *Efectos sobre el mercado de capitales*

El proceso de capitalización de deudas al que se ha aludido en este trabajo ha ido evolucionando y ha permitido extraer determinadas conclusiones, ya sea en torno al óptimo del volumen de las operaciones, sectores susceptibles de ser considerados, etc.

Por su parte la Ley N° 18.657 autoriza la creación de fondos de inversión de capital extranjero en Chile.

Al mismo tiempo ha permitido a la autoridad afinar los criterios de aplicación de las normas, ya sea en lo concerniente a la aprobación de proyectos como en las eventuales complementaciones que se pueden exigir a las solicitudes, como dinero fresco u otros.

Uno de los aspectos importantes es considerar la posibilidad de agrupar a acreedores de tamaño mediano o pequeño con el objeto de incentivar su participación en la economía chilena.

Al respecto existen en la actualidad dos disposiciones de gran importancia que, sin duda, al amparo de la renegociación de la deuda externa, producirán un mejoramiento y aumento del volumen de actividad del mercado de capitales nacional.

Nos referimos al anexo N° 2 del Capítulo XIX de la Ley de Cambios de Chile y a la Ley N° 18.657.

Anexo 2 del Capítulo XIX

Esta disposición permite a los inversionistas que posean títulos de la deuda externa chilena aplicarlos a la suscripción y pago de acciones emitidas por sociedades anónimas chilenas (sociedad de inversión) cuyo exclusivo objeto sea realizar inversiones en el país.

Los inversionistas deberán ser personas jurídicas con residencia y domicilio en el extranjero —constituidas y organizadas al amparo de la legislación de su país de origen u organismos, entidades o agencias internacionales o gubernamentales o paragubernamentales—

que posean un patrimonio igual o superior a US\$ 5.000.000 (dólares de los Estados Unidos de América), o su equivalente en otras monedas extranjeras y que no estén, directa o indirectamente, controladas por personas de nacionalidad chilena o con residencia en el país.

Las Sociedades de Inversión que podrán efectuar las operaciones a que se refiere este Anexo deberán constituirse como sociedades anónimas cerradas y sus estatutos deberán contener, a lo menos, las siguientes estipulaciones:

a) El objeto, que será único, consistirá en la realización de los actos y contratos necesarios para efectuar exclusivamente las operaciones establecidas por el Banco Central de Chile para este tipo de sociedades.

b) El capital social mínimo, suscrito y pagado, no podrá ser inferior al equivalente en pesos moneda corriente nacional de la suma de US\$ 20.000.000 (dólares de los Estados Unidos de América), a la fecha de constitución de la sociedad.

c) Las acciones que se emitan no podrán tener un valor de suscripción inferior al equivalente en pesos moneda corriente nacional de la suma de US\$ 100.000 (dólares de los Estados Unidos de América).

Dichas acciones sólo podrán pagarse por los inversionistas con el producto en pesos moneda corriente nacional proveniente del pago de los "créditos" o mediante el aporte de los instrumentos que hayan recibido en canje de los "créditos", o de la moneda corriente nacional recibida en pago de estos instrumentos.

Las acciones, una vez suscritas y pagadas, podrán ser libremente transferidas en el exterior por y entre las personas señaladas en el número 2 de este Anexo.

d) Que ningún accionista podrá poseer, directa o indirectamente, más del 25% del capital de la sociedad, salvo autorización expresa del Banco Central de Chile.

e) Los estatutos deberán establecer que cada suscriptor y/o tenedor de acciones y la Sociedad de Inversiones se sujetarán a la obligación de acreditar ante el Banco Central de Chile, en cualquier momento, que son titulares de las respectivas acciones, que las mantienen en su dominio o que las han transferido a otra persona de la señalada en el N° 2 de este Anexo.

La Sociedad de Inversiones deberá informar, mensualmente, al Banco Central de Chile acerca de su Registro de Accionistas y obligarse a proporcionar cualquier información que éste requiera para verificar el cumplimiento de la condición aludida en esta letra, como, asimismo, que no registrará las transferencias de acciones a personas que no reúnan los requisitos a que alude el N° 2 de este Anexo.

f) La estipulación de un plazo de duración de la sociedad, que no podrá ser inferior a doce años contados desde la constitución de la misma.

g) Los estatutos dispondrán que las inversiones de la sociedad deberán conformarse a las reglas establecidas o que establezca al efecto el Banco Central de Chile.

h) La sociedad confeccionará su balance al 31 de diciembre de cada año, el cual deberá ser auditado por auditores independientes, registrados en la Superintendencia de Valores y Seguros, y sólo podrá distribuir utilidades a sus accionistas una vez transcurridos los primeros cinco ejercicios anuales.

Para estos efectos, el primer ejercicio anual sólo se considerará cuando conste de un plazo igual o superior a nueve meses contado desde la iniciación de las actividades de la sociedad.

A contar del quinto ejercicio señalado, la sociedad podrá distribuir hasta un 90% de sus utilidades anuales y, además, hasta un 20% de las utilidades que haya obtenido durante los primeros cinco ejercicios.

i) Disposiciones que determinen que la Sociedad de Inversiones se regirá por las normas contables aplicables a las sociedades anónimas abiertas, con la excepción que las inversiones se valorizarán, individualmente, al menor valor entre el costo de adquisición y el valor de mercado de las mismas.

Disposiciones que faculden al Banco Central de Chile para dar a conocer, por los medios que estime conveniente, la información de la cartera de inversiones.

j) Obligación de informar mensualmente al Banco Central de Chile acerca de su cartera de inversiones y de las transacciones efectuadas y de proporcionar, en la oportunidad en que éste lo solicite, amplia y detallada cuenta de estas últimas.

Las inversiones de la Sociedad de Inversión, sin perjuicio de las cantidades que mantengan en efectivo o en cuenta corriente, deberán realizarse en los siguientes instrumentos:

- a) Acciones de sociedades anónimas chilenas.
- b) Títulos emitidos o garantizados hasta su total extinción por el Fisco, por "entidades del sector público", acorde a la definición de éstas, contenida en la letra b) del N° 1 de este Capítulo, y por la Corporación de Fomento de la producción (CORFO).
- c) Títulos emitidos por el Banco Central de Chile.
- d) Títulos emitidos o garantizados hasta su total extinción por bancos e instituciones financieras establecidas en el país.
- e) Letras de crédito emitidas por bancos e instituciones financieras o por otras entidades autorizadas en el país.
- f) Bonos y efectos de comercio inscritos en el Registro de Valores.

g) Cualquier otro título o valor cuya adquisición cuente con la autorización expresa del Banco Central de Chile.

Las inversiones de la sociedad estarán sujetas a las siguientes normas de diversificación:

a) Las inversiones no podrán exceder, directa o indirectamente, del 10% del capital social con derecho a voto de un mismo emisor. Dicha restricción será de un 15% del capital social con derecho a voto, si el excedente sobre el 10% corresponde a acciones de primera emisión suscritas y pagadas por la correspondiente Sociedad de Inversiones.

b) La inversión en instrumentos emitidos o garantizados por un mismo emisor no podrá superar el 10% de los activos de la respectiva Sociedad de Inversiones, salvo que se trate de títulos emitidos o garantizados hasta su total extinción por el Estado de Chile o el Banco Central de Chile.

c) A partir del cuarto año, contado desde su iniciación de actividades, la sociedad deberá tener al menos el 80% de sus activos invertido en acciones e instrumentos financieros de largo plazo. Con todo, y también a partir de esa fecha, al menos el 60% de los activos deberá estar invertido en acciones de sociedades anónimas abiertas. Sin embargo, dichos límites no serán aplicables durante el año que preceda a la disolución de la Sociedad de Inversiones y serán reducidos a 40% y 30%, respectivamente, durante el año que anteceda a la disolución.

Podrán acogerse a las disposiciones de esta ley las entidades que, autorizadas conforme al Decreto Ley N° 600, de 1974, o a los artículos 14 ó 15 de la Ley de Cambios Internacionales, previo informe de la Superintendencia de Valores y Seguros, estén organizadas como Fondos de Inversión de Capital Extranjero para captar recursos fuera del territorio nacional mediante la colocación de cuotas de participación o para ingresar al país recursos aportados por inversionistas institucionales extranjeros, los que se destinarán a la inversión en valores de oferta pública emitidos en Chile.

Se entiende por Fondo de Inversión de Capital Extranjero el patrimonio formado con aportes realizados fuera del territorio nacional por personas naturales o jurídicas o, en general, entidades colectivas, para su inversión en valores de oferta pública, cuya administración en el país corresponderá a una sociedad anónima chilena por cuenta y riesgo de las aportantes.

Será condición para acogerse a esta ley que las cuotas de participación que se emitan por el Fondo no sean rescatables.

El Fondo y la sociedad que lo administre quedarán sometidos a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros en lo relativo a sus operaciones y a la inversión de sus recursos en el país.

Para estos fines la referida Superintendencia estará investida de todas las facultades contenidas en su ley orgánica.

Las inversiones del Fondo en Chile, sin perjuicio de las cantidades que mantenga en efectivo o cuenta corriente, deberán realizarse en:

- a) Acciones de sociedades anónimas abiertas;
- b) Títulos emitidos o garantizados hasta su total extinción por el Estado;
- c) Títulos emitidos por el Banco Central de Chile;
- d) Títulos emitidos o garantizados hasta su total extinción por bancos o instituciones financieras;
- e) Letras de crédito emitidas por bancos e instituciones financieras o por otras entidades autorizadas;
- f) Bonos y efectos de comercio inscritos en el Registro de Valores, y
- g) Otros títulos o valores de oferta pública e instrumentos monetarios o financieros que cuenten con la autorización de la Superintendencia de Valores y Seguros, en las condiciones que ella determine.

La diversificación de las inversiones del Fondo en Chile estarán sujetas a las siguientes normas:

a) Las inversiones no podrán exceder, directa o indirectamente, del 5% del capital social con derecho a voto de un mismo emisor. Dicha restricción se aumenta en un 10% del capital social con derecho a voto si el excedente sobre el 5% corresponde a acciones de primera emisión suscritas y pagadas por el Fondo;

b) La inversión en instrumentos emitidos o garantizados por un mismo emisor no podrá superar el 10% del activo del Fondo invertido en Chile, salvo que se trate de títulos emitidos o garantizados hasta su total extinción por el Estado o el Banco Central de Chile;

c) Al final del primer año de funcionamiento el Fondo deberá tener, a lo menos, un 20% de su activo invertido en acciones de sociedades anónimas abiertas.

Después del tercer año, a lo menos el 80% de su activo deberá estar invertido en acciones e instrumentos financieros a largo plazo. Con todo, un porcentaje no inferior al 60% del activo deberá estar invertido en acciones de sociedades anónimas abiertas.

Se entenderá que son de largo plazo, para estos efectos, aquellos instrumentos cuya fecha de vencimiento exceda de cuatro años a contar de la fecha de la adquisición de los mismos por el Fondo, y

d) El conjunto de inversiones del Fondo en valores emitidos o garantizados por entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial no podrá exceder del 40% de su activo.

Los Fondos acogidos a las disposiciones de esta ley no podrán, en conjunto, poseer, directa o indirectamente, más del 25% de las acciones emitidas por una misma sociedad anónima.

Como puede observarse, ambas disposiciones permitirán un aumento del mercado de capitales de Chile.

Indudablemente el marco genérico para el establecimiento de este tipo de entidades en Chile es el acuerdo de reestructuración de la deuda externa a la que se ha aludido en la primera parte de esta exposición.

CONCLUSIONES

Quisiéramos extraer unas breves conclusiones de todo lo dicho.

En primer lugar, nos parece que el acuerdo de renegociación de la deuda suscrito por Chile permitió la estabilidad del sistema financiero que se había desenvuelto en un ambiente muy complicado tanto interno como externo.

En segundo lugar, la operatoria de la banca se ha hecho más calmada, viendo mejorar las carteras y la posibilidad de realizar nuevas operaciones rentables.

No obstante ello, las posibilidades de acción enfrentan desafíos importantes.

Entre éstos cabe mencionar que de la exposición precedente no aparecen mayores diferencias entre la acción de la banca chilena y la extranjera. La competencia de la banca extranjera instalada en Chile en la aplicación del Capítulo XIX es de una importancia considerable.

En segundo lugar, el amparo que proporciona el compromiso de líneas externas de corto plazo por un monto dado tiene un límite en el tiempo. Corresponde aprovechar este período para justificar la presencia y posición de aquellas instituciones con verdadera vocación de desarrollo de los negocios internacionales.

CUADRO Nº 1 °

REDUCCION DE LA DEUDA EXTERNA POR EFECTO DE OPERACIONES
REALIZADAS A TRAVES DEL CAP. XVII, CAP. XIX Y OTRAS, AL 31 DE MAYO DE 1987¹
(US\$ millones)

Deudor	Capitalizaciones D.L. 600 y otras			Cap. XIX	Canje cartera	Otras	Total
	Cap. XVIII ²	Cap. XVII ²	Cap. XVI ²				
1. Banco Central	—	57,0	241,2	12,4	—	—	310,6
2. Banco del Estado	—	49,5	1,5	5,4	—	—	56,4
3. Empresas públicas	—	50,5	35,3	2,0	91,7	—	179,5
4. Sector privado financiero	65,1	547,9	205,6	45,2	33,9	—	897,7
5. Sector privado no financiero	89,7	9,2	—	3,3	341,8	—	444,0
Reducción total	154,8	714,1	483,6	68,3	467,4	—	1.888,2

° Fuente: Boletín mensual del Banco Central de Chile; julio 1987.

¹ Se refiere a operaciones materializadas.

² Incluye US\$ 33,4 millones correspondientes a operaciones efectuadas según las disposiciones contenidas en el Capítulo XVIII - Anexo 4.

CUADRO Nº 2

REDUCCION DE LA DEUDA EXTERNA POR EFECTO DE OPERACIONES
REALIZADAS A TRAVES DEL CAP. XVIII, CAP. XIX Y OTRAS¹
(US\$ millones)

Deudor	Total acumulado a 1985	Año 1986	1er. Trimestre 1987	2º Trimestre ² 1987	Total acumulado a mayo 1987
1. Banco Central	36,9	122,1	142,3	9,3	310,6
2. Banco del Estado	5,7	29,2	14,1	7,4	56,4
3. Empresas públicas	9,3	116,4	19,9	33,9	179,5
4. Sector privado financiero	162,3	472,2	196,3	66,9	897,7
5. Sector privado no financiero	157,2	228,6	54,0	4,2	444,0
Reducción total	371,4	968,5	426,6	121,7	1.888,2

¹ Se refiere a operaciones materializadas.

² Comprende sólo los meses de abril y mayo.

CUADRO N° 3

REDUCCION DE LA DEUDA EXTERNA POR EFECTO DE OPERACIONES
REALIZADAS A TRAVES DEL CAP. XVIII, CAP. XIX Y OTRAS¹
(US\$ millones)

Operación	Total acumulado a 1985	Año 1986	1er. Trimestre 1987	2º Trimestre 1987	Total acumulado a mayo. 1987
Capitalizaciones D.L. 600	101,1	51,3	2,4	—	154,8
Capítulo XVIII	115,2	410,6	133,5	54,8	714,1
Capítulo XIX	25,8	203,4	225,6	28,8	483,6
Canje cartera	41,0	27,3	—	—	68,3
Otros	88,3	275,9	65,1	38,1	467,4
Reducción total	371,4	968,5	426,6	121,7	1.888,2

¹ Se refiere a operaciones materializadas.

² Comprende sólo los meses de abril y mayo.

CUADRO N° 4

DESTINO POR SECTOR ECONOMICO DE LAS INVERSIONES
MATERIALIZADAS A TRAVES DEL CAPITULO XIX ¹
(Cifras al 31 de mayo de 1987)

Sector económico	Monto	% del total
Silvoagropecuario	44,3	9,2
Pesca	11,0	2,2
Minería	3,9	0,8
Industria Manufacturera	83,5	17,3
Comunicaciones	14,8	3,1
Comercio	23,8	4,9
Servicios ²	99,6	20,6
Misceláneos ³	202,7	41,9
Total	483,6	100,0

¹ Esta clasificación preliminar fue elaborada considerando los destinos de las inversiones registradas en los acuerdos del Comité Ejecutivo del Banco Central. En caso de declararse como destino el aumento de capital de trabajo de la empresa receptora, esta última será clasificada según su giro.

² Incluye las inversiones efectuadas en Compañías de Seguros, A.F.P. e Instituciones Financieras.

³ En esta partida se incluyen los aumentos de capital de empresas receptoras con inversiones en múltiples sectores económicos.

CUADRO N° 5

REDUCCION DE LA DEUDA EXTERNA POR EFECTO DE OPERACIONES
REALIZADAS A TRAVES DEL CAP. XVIII, CAP. XIX Y OTRAS ¹
(US\$ millones)

Operaciones	Total acumulado a 1985	Año 1986	1er. Trimestre 1987	2º Trimestre 1987	3er. Trimestre 1987	Total acumulado septiembre 1987
Capitalización D.L. 600	101,1	51,3	2,4	1,7	—	156,5
Capítulo XVIII	115,2	410,6	133,5	94,6	160,0	913,9
Capítulo XIX	25,8	203,4	225,6	49,9	71,5	576,2
Canje cartera	41,0	27,2	—	—	—	68,2
Otros	88,3	275,9	65,1	64,5	95,4	589,2
Reducción total	371,4	968,4	426,6	210,7	326,9	2.304,0 ²

¹ Se refiere a operaciones materializadas.

² De este total, 1.147,8 corresponden al Sector Privado Financiero (sin desglose).

Nota: Estas cifras implican un menor pago de intereses de US\$ 230 MM al año (US\$ 78 MM por reducciones vía Cap. XIX y US\$ 152 MM por los demás).

R: 85132

buch

336.83

D441e

1988

c. 1.

AAE 6626



