# Desarrollo del mercado de capitales: lecciones de la experiencia chilena

*Patricio Arrau Pons* *


## Resumen

El mercado de capitales chileno es sin duda el más desarrollado de Latinoamérica y bien puede ser uno de los más avanzados entre todos los países en desarrollo. No sólo el sistema bancario tiene envidiables tasas de expansión desde 1986 y muy baja cartera riesgosa, sino que instituciones tales como bolsas de comercio, intermediarios e inversionistas institucionales, han tenido una extraordinaria expansión en la década de los ochenta y primer sexenio de los noventa. Sin embargo, llegar a este punto no ha sido fácil. La actual realidad del mercado de capitales chileno ha sido consecuencia de un dinámico proceso de ensayo y error. Entre 1974 y 1981 se lleva a cabo una primera generación de reformas del sistema financiero, la que estuvo orientada a crear un sistema bancario competitivo. Esta primera etapa termina dramáticamente con el colapso del sistema bancario. ¿Qué se hizo bien? ¿qué se hizo mal? Estas son las preguntas que surgen de este período. Entre 1981 y 1995, sin embargo, se desencadena un extraordinario proceso de desarrollo institucional asimilando las lecciones del primer período antes señalado. Este implicó el ajuste de la institucionalidad del sistema bancario y la creación de nuevas instituciones no bancarias del mercado de capitales. Un activo rol estatal de gradual creación y regulación de estas instituciones permite tanto a los agentes y participantes del mercado como a las mismas autoridades recorrer una curva de aprendizaje que es la clave del éxito de este período. Sin embargo, aún quedan dos importantes reformas pendientes: En primer lugar es necesario un ajuste regulatorio significativo y de diseño organizacional al sistema bancario para normar los conglomerados bancarios y evitar incentivos perversos en su constitución. Un segundo aspecto de aún mayor trascendencia dice relación con el mercado cambiario y los flujos de capitales. Se argumenta en favor de la necesidad de concluir el proceso de inserción financiera de Chile al resto del mundo mediante una rápida apertura de la cuenta de capitales.


■ Patricio Arrau es *Ph.D. en Economía de la Universidad de Pennsylvania e Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile. Fue economista del Banco Mundial en el área de finanzas internacionales (1989-1991) y asesor de los Ministros de Hacienda Alejandro Foxley y Eduardo Aninat en temas financieros (1991-1994). Ha sido consultor externo del Banco Mundial y BID, autor de varios artículos publicados en medios nacionales e internacionales y miembro de los directorios de ZOFRI S.A. e INVIA S.A. Arrau es actualmente socio y gerente general de la empresa consultora Gerens Limitada.*

* Gerens Limitada, Padre Mariano 272, of. 202, Providencia, Santiago, Chile.
Fax: (562) 235 6875 E-mail: parrau@mailnet.rdc.cl

Agradezco los comentarios de Alexander Galetovic, Guillermo Ramírez y Salvador Valdés.

## *Introducción*

El mercado de capitales chileno es sin duda el más desarrollado de Latinoamérica, y bien puede ser uno de los más avanzados de los países en desarrollo. No sólo el sistema bancario presenta tasas de expansión envidiables desde 1986 y una cartera riesgosa muy pequeña, sino que instituciones como bolsas de comercio, intermediarios e inversionistas institucionales han experimentado una extraordinaria expansión en la década de 1980 y el primer sexenio de los noventa.

Llegar a esta situación no ha sido tarea fácil. En 1982 y 1983, Chile sufrió una de las peores crisis financieras que se recuerdan en toda su historia independiente. La recesión de esos años, que implicó una caída del PIB de más de 16%, se exacerbó por el colapso del sistema financiero. Las secuelas de esa crisis persisten en el balance de varios bancos y en la situación patrimonial del Banco Central.

La realidad actual del mercado de capitales chileno es consecuencia de un dinámico proceso de ensayo y error. Entre 1974 y 1981 se llevó a cabo una primera generación de reformas del sistema financiero, la que se orientó a crear un sistema bancario competitivo. Esta primera etapa se interrumpió de forma abrupta y dramática con el colapso del sistema bancario. ¿Qué se hizo bien? ¿Qué se hizo mal? Entre 1981 y 1995 se desencadena en cambio un extraordinario proceso de desarrollo institucional que asimila las lecciones del período precedente. La institucionalidad del sistema bancario experimenta un ajuste y se asiste a la creación de nuevas instituciones no bancarias del mercado de capitales. El Estado juega un activo papel en la paulatina creación y regulación de estas instituciones, y ello permite tanto a los agentes y participantes del mercado como a las mismas autoridades recorrer una curva de aprendizaje que se convierte en la clave del éxito de este período.

Sin embargo, siguen pendientes dos importantes reformas. En primer lugar, un ajuste regulatorio significativo y de diseño organizacional al sistema bancario, para normar los conglomerados bancarios, posibilitar su expansión hacia nuevos negocios y evitar incentivos perversos en su constitución. Un segundo aspecto, todavía más trascendente, se relaciona con el mercado cambiario y la apertura de la cuenta de capitales. Aquí se arguye en favor de la necesidad de concluir el proceso de inserción financiera de Chile en el mundo, mediante una rápida apertura de la cuenta de capitales. Ello porque la interpretación del "tequilazo" como una lección en favor de la aplicación de políticas de control de capitales, es apropiada en países con desequilibrios macroeconómicos, pero ése no es el caso de Chile.

## Desarrollo del mercado de capitales en Chile[1]

### Primera generación de reformas: 1974-1981

La caída del gobierno de Salvador Allende marcó un cambio radical en el enfoque de política económica, y el sector financiero no fue una excepción. El gobierno del general Pinochet instaura una agenda económica liberalizadora en materia de mercados domésticos y comercio exterior.

Valdés (1988) define el período entre 1940 y 1973 como un período de represión financiera. El sector bancario dominaba el mercado de capitales, con tasas de interés fijadas por el Estado y una diferenciación entre bancos hipotecarios, comerciales y del Estado. Los bancos hipotecarios prestaban a largo plazo y sus colocaciones no eran reajustables con anterioridad a 1958, por lo que la inflación los debilitó considerablemente. La ley de bancos de 1960 estableció que los bancos comerciales no podrían prestar a más de un año plazo, y los hipotecarios, a más de 2,5 años. El mismo cuerpo legal creó el SINAP (Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo), que podría prestar para la compra de viviendas y captar ahorro para el pie de las mismas. En general se respondió a los problemas de la inflación con normas de reajustabilidad, pero las tasas de interés nunca se liberaron.

El aspecto más importante de la primera generación de reformas en 1974 fue, precisamente, la liberalización de las tasas de interés, puesto que el diagnóstico dominante por entonces sostenía que la represión financiera a la McKinnon y Shaw era la principal fuente de los problemas del mercado de capitales chileno.[2] Se creía que un mercado financiero desregulado sería la solución. Sin embargo, la liberalización también acarreó problemas: quebraron las sociedades del SINAP, el Banco Osorno y la Unión, financieras informales y las cooperativas de ahorro y crédito. Esta situación originó una primera disputa al interior del gobierno sobre el enfoque regulatorio más adecuado.[3] Había partidarios de la escuela de banca libre –un enfoque simplista de libre mercado para el sistema financiero– y quienes preferían avanzar a buen tranco hacia una regulación prudencial.

No revisaremos aquí las virtudes y los defectos de los distintos enfoques del mercado financiero, pero es obvio que existen múltiples fallas de mercado en el sector, y que se requiere de una sólida institucionalidad regulatoria para encauzar las decisiones de los privados y evitar el abuso del aval del Estado a los depósitos.[4]

Los acontecimientos de este período demostraron el predominio de la escuela de banca libre. Aunque, en 1978, el DL 2.099 otorgó nuevas facultades a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) para controlar y evaluar el riesgo de la cartera, lo cierto es que hasta 1981 no se ejercieron las nuevas atribuciones: no se evaluaba el riesgo de las

---

[1] Esta sección expande y profundiza Arrau (1993).
[2] Ver McKinnon (1973) y Shaw (1973).
[3] De la Cuadra y Valdés (1992).
[4] Stiglitz (1993) lleva a cabo una excelente revisión de los problemas de información y externalidades asociados a este mercado, que producen serias fallas en su funcionamiento. También proporciona un marco conceptual de regulación.

carteras de los bancos ni se exigían provisiones.[5] Sin desmerecer a quienes eran conscientes de los problemas específicos del sector financiero, es evidente que el ánimo de la época inducía a extrapolar el exitismo libremercadista al sector financiero y se ignoraron los problemas propios de este mercado.

Galetovic (1996) señala que la principal causa de la crisis financiera de 1982 fue la desregulación financiera con seguro implícito a los depósitos y sin regulación prudencial, situación que se vio agravada por la concentración del control de la propiedad de las empresas originada en los procesos de privatización favorecidos por el gobierno militar. Tras una etapa en que se dejó quebrar a algunas instituciones financieras formales e informales, el rescate del Banco Osorno por parte del Banco Central –fines de 1976– sirvió como señal a los depositantes y a los bancos extranjeros, prestatarios de sus homólogos nacionales, de que, en caso de insolvencia de estos últimos, el Estado respondería.

Por su parte, la SBIF no realizó regulación preventiva al actuar bajo la premisa de que los bancos mal administrados debían quebrar y que era responsabilidad de los depositantes y acreedores colocar sus recursos en bancos solventes. Ante estas dos señales contradictorias de la autoridad, los bancos se endeudaron en el exterior, captaron a tasas que suponían el aval estatal y aumentaron considerablemente los préstamos sin garantía a empresas relacionadas. El alza en las tasas de interés internacionales y el comienzo de la recesión en el segundo semestre de 1981 detonaron la crisis financiera, que desembocó en la intervención de casi la totalidad de la banca.

La crisis financiera evidencia con fuerza la necesidad de reforzar la regulación prudencial del sector financiero. Este hecho, junto con la necesidad de dotar al sistema de pensiones de un mercado de capitales sólido y transparente, desencadena una gran actividad legislativa a partir de entonces.

De esta primera generación de reformas se pueden extraer las siguientes lecciones:

- En 1974 se identifica apropiadamente la necesidad del sistema financiero de precios y tasas de interés libres.
- Se yerra al ignorar los problemas de fallas de mercado y externalidades asociados a un mercado con complejidades y asimetrías de información, en el que los potenciales conflictos de intereses –que se manifestaron dramáticamente en los préstamos relacionados– requieren de una autoridad fuerte con facultades de control y supervisión.
- No se tuvo en cuenta que este mercado requiere de una curva de aprendizaje de los agentes y del regulador, y que la velocidad de la liberación debe considerar las dificultades del proceso. Una vez que los agentes y el regulador han recorrido esa curva, es posible aplicar un marco regulatorio con mayores espacios de acción.
- Esta primera generación de reformas libera el sistema bancario, pero sólo realiza escasos esfuerzos para desarrollar otras instituciones del mercado de capitales. Hacia principios de 1980 aún no existe una Superintendencia de Valores y Seguros.

[5] Valdés (1988).

*Segunda generación de reformas: 1981-1995*

La segunda generación de reformas se centra en corregir el exagerado libremercadismo del sistema bancario, así como en promover un mercado de capitales más diversificado. En ambos aspectos se sigue el modelo anglosajón norteamericano, el que limita el ámbito bancario y promueve el desarrollo de instituciones no bancarias en el mercado de capitales. En este período prima el fortalecimiento de la regulación prudencial y el establecimiento de una fuerte institucionalidad regulatoria. Aunque el enfoque es de un sector bancario limitado, la nueva ley de 1986 entrega nuevas oportunidades de negocios.

Cuadro 1
Desarrollo del mercado de capitales y del fondo de pensiones
(Porcentaje del PIB en base a cifras nominales)

| | Montos transados en Bolsa | | | | | Inversionistas Institucionales | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Acciones | Renta Fija | Intermediación financiera 1 | Patrimonio bursátil | Reservas Cías. de Seguros | Fondos de Pensiones | Fondos Mutuos | FICE2 | Bonos emitidos por empresas | M7-M1 |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) |
| 1980 | 2,41 | 0,25 | 3,27 | 41,87 | 2,02 | - | 2,68 | - | 0,19 | n/a, |
| 1981 | 1,39 | 0,35 | 5,54 | 26,58 | 1,91 | 1,16 | 2,62 | - | 0,37 | 27,72 |
| 1982 | 0,56 | a,29 | 10,42 | 21,55 | 2,32 | 3,50 | 2,44 | - | 1,66 | 32,22 |
| 1983 | 0,31 | 5,74 | 3,24 | 13,08 | 2,59 | 6,43 | 0,55 | - | 1,51 | 31,06 |
| 1984 | 0,21 | 4,42 | 2,90 | 11,41 | 2,91 | 7,58 | 0,49 | - | 1,37 | 31,05 |
| 1985 | 0,32 | 10,61 | 9,23 | 13,08 | 3,41 | 10,63 | 0,76 | - | 1,53 | 37,94 |
| 1986 | 1,67 | 24,26 | 16,54 | 22,90 | 3,89 | 12,67 | 1,21 | - | 0,85 | 39,62 |
| 1987 | 2,43 | 26,24 | 24,64 | 25,43 | 4,44 | 14,20 | 1,43 | - | 1,37 | 43,05 |
| 1988 | 2,54 | 34,13 | 40,14 | 27,47 | 4,39 | 14,97 | 1,39 | - | 2,01 | 42,08 |
| 1989 | 2,98 | 42,48 | 32,64 | 35,16 | 5,15 | 17,65 | 1,29 | 0,38 | 3,37 | 49,52 |
| 1990 | 2,53 | 45,50 | 17,28 | 45,73 | 6,71 | 24,21 | 1,58 | 1,65 | 4,57 | 58,94 |
| 1991 | 5,52 | 35.15 | 27,09 | 81,64 | 7,89 | 31,37 | 2,64 | 2,97 | 5,59 | 61,23 |
| 1992 | 4,75 | 53,17 | 39,19 | 69,60 | 8,22 | 30,56 | 2,32 | 2,69 | 4,87 | 61,74 |
| 1993 | 6,13 | 55,86 | 61,30 | 73,15 | 9,65 | 37,02 | 2,86 | 3,63 | 4,80 | 62,62 |
| 1994 | 10,06 | 89,02 | 63,26 | 124,78 | 8,65 | 40,99 | 3,86 | 3,85 | 4,52 | 62,64 |
| 1995 | 16,45 | 120,36 | 89,37 | 108,53 | 9,88 | 40,06 | 3,88 | 2,97 | 5,67 | 63,40 |

Fuentes: (1) a (4): Bolsa de Comercio de Santiago; (5), (7) y (9): Superintendencia de Valores y Seguros; (6): Superintendencia de AFP; (10): Banco Central de Chile.
Notas: 1. Efectos de comercio e instrumentos de corto plazo.
2. Fondo de Inversión de Capital Extranjero

El Cuadro 1 resume la evolución de los principales indicadores del desarrollo del mercado de capitales entre 1980 y 1995. Los montos transados anualmente en acciones se han multiplicado más de seis veces en relación con el PIB entre 1980 y 1995, a pesar de que el PIB crece a tasas sobre 6% anual desde 1985, y de que en 1980 el mercado accionario se encontraba en el punto culminante de una burbuja especulativa. Los montos transados en renta fija (bonos y papeles largos) e intermediación financiera (efectos de comercio y otros instrumentos de corto plazo) han crecido fuertemente, incluso en relación con el PIB.

Los montos transados en renta fija[6] llegaron a un 120% del PIB en 1995, mientras que los de intermediación financiera[7] alcanzaron niveles de 90% del PIB en el mismo año. Ambos tipos de transacciones eran insignificantes en 1980. Por otra parte, el patrimonio bursátil ha crecido desde un 42% del PIB a principios de la década de 1990 hasta más de una vez el PIB en 1995. Se hace difícil pensar que esta actividad bursátil no esté íntimamente asociada al crecimiento de los volúmenes de fondos manejados por los inversionistas institucionales, especialmente los fondos de pensiones. Los fondos llegan en 1995 a un 38% del PIB, mientras que en 1993 las reservas de las compañías de seguros alcanzan a un 10% del PIB. Las compañías de seguros se han expandido considerablemente al alero del crecimiento de los fondos de pensiones, pues estos últimos deben contratar los seguros de invalidez y sobrevivencia. Además, las rentas vitalicias[8] son una opción de jubilación del nuevo sistema de pensiones. El Cuadro 1 muestra asimismo la evolución de los fondos mutuos, los fondos de inversión de capital extranjero y los bonos emitidos por empresas en el mercado doméstico, los que alcanzan, respectivamente, un 4%, un 3,2% y un 3,7% del PIB en 1995. Otra medida de profundidad financiera es el indicador M7 menos M1, que alcanza un 63% del PIB en 1995, comparado con un 28% del PIB en 1981.

El Cuadro 2 sintetiza las leyes y otros importantes cambios normativos desde 1980 a 1995. En noviembre de 1980 se promulgó el DL 3.500, que crea el nuevo sistema de pensiones de vejez, invalidez y sobrevivencia, basado en la capitalización individual con acumulación de fondos y administración privada. Los fondos serían administrados por las administradoras de fondos de pensiones (AFP), cuyo giro exclusivo es administrar un fondo único. El DL 3.500 norma cuidadosamente los límites por instrumento y emisor, y crea la Superintendencia de AFP, que debe fiscalizar a las administradoras.

En diciembre de 1980 se promulga el DL 3.538, que crea la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Su función es la fiscalización de las personas y empresas que emitan o intermedien valores de oferta pública, incluidas las bolsas de valores y compañías de seguros, con el objeto de velar por la transparencia de las transacciones y mantener la fe pública en el funcionamiento del mercado de valores de oferta pública. Sólo se excluyen de la fiscalización de la SVS las instituciones expresamente exceptuadas por ley (bancos, financieras y AFP). La SVS tiene facultades para impartir normas y reglamentos y puede aplicar castigos, que van desde multas a revocación del permiso del emisor.

En agosto de 1981 se dicta la Ley 18.022, que modifica la ley orgánica de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. De especial importancia fue la modificación al artículo 19 bis, que resultaría

---

[6] Se llama así a los títulos representativos de obligaciones de mediano y largo plazo, emitidos en forma seriada y destinados a financiar distintas actividades productivas y de vivienda. Generalmente se emiten en unidades reajustables, devengan intereses y se cotizan en porcentaje del valor par.

[7] Aquellos títulos representativos de obligaciones, principalmente de corto plazo, que obedecen a emisores de carácter único, no seriadas.

[8] Se llama así a la póliza de renta vitalicia que emiten las compañías de seguros de vida. El asegurado realiza un pago único a la compañía y ésta paga una renta mensual por el resto de la vida del asegurado.

trascendental para el manejo de la crisis bancaria que se avecinaba. Esta modificación ampliaba de manera importante los poderes discrecionales del superintendente, facultándolo para imponer sanciones y restricciones a bancos que presentasen inestabilidad financiera. Se explicita que un banco se halla en una situación financieramente inestable cuando ha otorgado créditos a empresas relacionadas, puesto que éste era el problema más serio de la época. Es decir, se hace necesario cambiar las reglas del juego sobre la marcha, en vista de la gravedad de la crisis que se venía encima.

Cuadro 2
Evolución institucional del mercado de capitales chileno

| | | |
|---|---|---|
| 1980 | D.L. N°3.500 | Crea sistema privado de pensiones en Chile |
| | D. L. N°3.538 | Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores y Seguros |
| 1981 | Ley N° 18.022 | Modifica Ley Orgánica de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), ampliando poderes del Superintendente |
| | Ley N° 18.045 | Ley del Mercado de Valores |
| | Ley N° 18.046 | Nueva Ley de Sociedades Anónimas |
| 1985 | Ley N° 18.398 | Crea Comisión Clasificadora de Riesgos |
| 1986 | Ley N° 18.576 | Nueva Ley General de Bancos. Modifica el D.F.L. 252 de 1960 (Ley de Bancos), fortaleciendo la legislación bancaria. |
| 1987 | Ley N° 18.660 | Obligatoriedad de clasificación continua de riesgo de los valores de oferta pública, lo que apoya las normas de diversificación que afectan a los fondos de pensiones. |
| 1989 | Ley N° 18.815 | Ley de Fondos de Inversión, con cuotas transables en el mercado financiero. Define fondos inmobiliarios, mobiliarios y de capital de riesgo. |
| 1989 | Ley N° 18.876 | Norma constitución y operación de entidades privadas de custodia de valores. |
| 1992 | | Acuerdo de Comisión Clasificadora de Riesgos: Autoriza a los Fondos de Pensiones a invertir en proyectos sin historia. |
| 1994 | Ley N° 19.301 | Modifica sustancialmente diversas leyes del mercado de capitales (D.L. N° 3.500 de 1980; el D.L. N° 1.328 de 1976; Leyes N° 18.045 y 18.815; y D.F.L. N° 251 de 1931). |
| 1995 | Ley N° 19.389 | Resuelve cuestiones menores pendientes de la Ley N° 19.301 |
| | Ley N° 19.415 | Modifica el D.L. N° 3.500 de 1980; el D.F.L. N° 251 de 1931; Leyes N° 18.815 y 18.657, en lo relativo al financiamiento de obras de infraestructura de uso público. |

Las potestades discrecionales de tipo norteamericano concedidas con este cambio legal fueron duramente criticadas entonces. Urenda (1989) da cuenta del esfuerzo que tuvieron que realizar las autoridades de gobierno de la época para defender estos principios de regulación, que eran considerados expropiatorios e inconstitucionales por los afectados.

En octubre de 1981 se promulgan dos leyes muy importantes, la ley del mercado de valores y la nueva ley de sociedades anónimas.

La ley del mercado de valores (Ley 18.045) norma las disposiciones a que deben someterse la emisión de valores de oferta pública, sus mercados y sus intermediarios (las bolsas de valores, los corredores de bolsa y los agentes de valores, quienes transan fuera de bolsa u *over the counter*). Se definen disposiciones especiales para emisores de instrumentos con respecto a la apertura de información y registros, y se regula la emisión de bonos a corto y largo plazo. También se definen las actividades prohibidas y la responsabilidad de los infractores.

La nueva ley de sociedades anónimas (Ley 18.046) define dos tipos de sociedades: cerradas y abiertas.[9] Las abiertas quedan sometidas a la fiscalización de la SVS, y son las que hacen oferta pública de instrumentos, tienen quinientos accionistas o más, y por lo menos el 10% del capital

[9] Con anterioridad el código de comercio cumplía esta función institucional.

suscrito pertenece a un mínimo de 100 accionistas. En el caso de las sociedades abiertas se definen las responsabilidades de los directores y se norman las obligaciones de las juntas de accionistas. Se obliga a repartir por lo menos el 30% de las utilidades líquidas del ejercicio en la forma de dividendos, como una protección al accionista minoritario. Se define la forma en que se debe llevar la contabilidad y presentar los estados financieros, y se obliga a publicar estos últimos. La ley consagra otros derechos y protege al accionista minoritario obligando a que las decisiones importantes –como fusiones, transformación de la sociedad, venta de activos y otras– deban ser aprobadas con alto quórum en las juntas de accionistas (2/3 de las acciones); también consagra el derecho a retiro de los disidentes.

En noviembre de 1986 se promulga la Ley 18.576, que modificó sustancialmente el DFL 252 de 1960, conocido como la Ley General de Bancos. La nueva normativa define el secreto bancario, establece normas rigurosas respecto de la concentración de créditos a una misma persona o grupo de relacionados y otros límites de créditos, y faculta al superintendente para dictar normas que definen los grupos relacionados. La ley establece también el requisito de autorización previa del superintendente para la adquisición de más del 10% de un banco, y permite a los bancos incursionar en filiales y negocios de la ley de mercado de valores (corredores de bolsa, agentes de valores, fondos mutuos, etc.). Además, introduce el concepto de convenio de acreedores en caso de insolvencia. Este mecanismo obliga a capitalizar los créditos en situaciones de insolvencia, lo que apunta hacia la privatización del riesgo de quiebra bancario e incentiva el monitoreo por los acreedores más sofisticados. Esta ley constituye un paso fundamental para garantizar adecuados niveles de capital y una cartera sana, que eviten el abuso del aval estatal a los depósitos.

En octubre de 1987, la Ley 18.660 modificó la ley de seguros y la ley de mercado de valores, estableciendo la obligación, a partir de marzo de 1989, de la clasificación continua de riesgo de los valores de oferta pública susceptibles de ser comprados por las AFP. Para estos efectos, los emisores deberían contratar por lo menos dos clasificaciones de empresas privadas especializadas, y mantener dicha clasificación en forma continua. Esta ley creó la industria clasificadora de riesgo en Chile, la que ha sido de gran apoyo para el desarrollo del mercado de capitales y del control de riesgo de los fondos de pensiones. La industria clasificadora de riesgo permite opiniones independientes sobre la situación de las empresas y, por ende, sobre el riesgo de los valores de oferta pública, así como de la situación de las instituciones bancarias. Una industria prestigiosa de clasificación de riesgo, junto con la obligación de las empresas de someterse a la opinión de estas clasificadoras, permiten una mayor producción de información relevante. Sin embargo, por debilidades asociadas a problemas de conflictos de intereses y a la existencia paralela de la Comisión Clasificadora de Riesgo, la industria se sobredimensiona en los años siguientes. Estos problemas se resolverán con la Ley 19.301 de 1994.

Esta norma, aprobada en marzo de 1994, modificó los siguientes cuerpos legales: el DL 3.500 de fondos de pensiones, la Ley 18.045 del mercado de valores, la Ley 18.815 de fondos de inversión, el DL 1.328 de 1976 sobre fondos mutuos, y el DFL 251 de 1931, de compañías de seguros.

La Ley 19.301 fue un hito fundamental en el proceso de flexibilización de los límites e instrumentos en que pueden invertir los fondos de pensiones, así como en el fortalecimiento y perfeccionamiento de las normas regulatorias del mercado. El crecimiento de los fondos había provocado gran escasez de instrumentos y concentración en acciones de empresas de servicios públicos y riesgo inmobiliario, por lo que se revisan detenidamente los límites de portafolio de los fondos de pensiones. Para impulsar la creación de instrumentos se crea una nueva institucionalidad: las empresas "securitizadoras". Sin embargo, la ampliación de los límites de los fondos de pensiones requiere del fortalecimiento de la regulación, en especial tomar los debidos resguardos para controlar potenciales conflictos de intereses entre administradores de fondos de terceros (fondos de pensiones, fondos mutuos, fondos de inversión, etc.) y los fondos mismos que son propiedad de los cotizantes y pensionados.

Por último, en 1995 se realizan ajustes menores a la Ley 19.301 y se vuelve a perfeccionar la ley de fondos de pensiones y de fondos de inversión, para posibilitar el financiamiento de los megaproyectos de infraestructura por parte de los inversionistas institucionales.

Este segundo período de reformas entrega las siguientes lecciones:

(i) Se corrige el exagerado libremercadismo del sistema bancario, que se reemplaza por una regulación prudencial, muy inspirada en el modelo norteamericano: ámbito bancario limitado y fuerte desarrollo del mercado de capitales y de los inversionistas institucionales.

(ii) El proceso de desarrollo institucional no es estático, sino que se entiende como un proceso dinámico en el que agentes y reguladores deben recorrer una curva de aprendizaje. En un principio los fondos de pensiones tienen un universo muy restringido de instrumentos permitidos, y sólo cinco años después se les permite acceder gradualmente a instrumentos de oferta pública de empresas. Asimismo, se requiere de una autoridad muy consciente de su activo papel en el desarrollo de una institucionalidad sólida del mercado de capitales.

(iii) Este proceso dinámico también se manifiesta en el sector bancario. Después de promulgada la ley de 1986, la autoridad utiliza sus nuevas facultades y el ámbito ampliado de los negocios bancarios para recorrer esta curva de aprendizaje y posibilitar nuevos negocios a la banca. El sector se recupera notablemente de la crisis al amparo de su nuevo marco regulatorio, y la banca chilena se convierte en la más competitiva y sana de Latinoamérica.[10]

### *Reformas pendientes y propuestas*

El desarrollo paralelo de la institucionalidad bancaria de ámbito limitado y de las instituciones no bancarias del mercado de capitales ha producido una natural tensión, en la cual el tema de fondo es cuál debe ser el marco consolidado o integral para el sistema en su conjunto. Los bancos se resienten de la competencia de intermediarios no bancarios y desean extender su ámbito de negocios. Por otra parte, el marco regulatorio de

[10] Arrau (1996) da cuenta de este proceso.

ambos sectores, bancario y no bancario, no se ha desarrollado con la consistencia que debiera. Los conglomerados financieros *de facto* han sido una respuesta de mercado a esta tensión natural, y el marco regulatorio no ha respondido a esta evolución.

Por otro lado, un asunto de gran trascendencia para el mercado de capitales chileno se relaciona con los flujos de capitales y la actual institucionalidad regulatoria de la cuenta de capitales. Este tema se ha tornado relevante para la mayoría de los países en desarrollo después del episodio del "tequilazo" de diciembre de 1994.

### *Sector bancario*

En agosto de 1993, el Ejecutivo envió al Congreso Nacional un proyecto de ley conocido como Ley de Modernización de la Banca, que contiene dos partes o títulos. El Título I modificaba el actual tratamiento de pago de la llamada "obligación subordinada" que diez bancos mantenían con el Banco Central desde los tiempos de la crisis financiera; el Título II modificaba la Ley de Bancos de 1986 para expandir las actividades domésticas e internacionales que pueden realizar los bancos. Más tarde las dos partes se separan y, en julio de 1995, se promulga la Ley de la Deuda Subordinada. Este hecho desentrabó la modernización de la banca y dinamizó la discusión sobre los nuevos negocios del sector.

A fines de octubre del año 1995, el gobierno, el Banco Central y la Asociación de Bancos acordaron enviar al Congreso una serie de indicaciones sustitutivas al proyecto de ley de bancos, que reposaba en el Parlamento desde 1993. El objetivo de estas sustituciones era modernizar la banca, y en una de sus principales disposiciones se ampliaba su giro hacia negocios internacionales. También contemplaba la ampliación hacia negocios internos y la adecuación de la supervisión bancaria a esta ampliación de giro. El conjunto de indicaciones reforzaba significativamente el proyecto de ley enviado en 1993, especialmente en lo relativo a la internacionalización. Describiremos sucintamente el contenido de este proyecto actualmente en el Congreso.

En lo que respecta a nuevas actividades domésticas, el proyecto de ley amplía la actividad de la banca a filiales de factoraje, securitización, corretaje de seguros no previsionales y administración de fondos de capital extranjero. Algunas actividades propiamente bancarias, como el *leasing* y el factoraje, también podrán realizarse al interior del banco y no sólo en sus filiales, lo que posibilita un mejor aprovechamiento de las economías de ámbito.

En lo que respecta a los requerimientos de capital, se modifica el actual sistema de *leverage* simple por el recomendado por el Comité de Basilea, que consiste en medir la capacidad de endeudamiento del banco según la razón entre su capital y los activos ponderados por riesgo: dicha razón no puede ser inferior a 8%. Sin embargo, también se introduce el concepto de "zonas" de la legislación norteamericana, el que requiere de un mínimo de 10% para acceder a un trámite expedito en algunas solicitudes tales como abrir nuevas sucursales o filiales, tanto domésticas como internacionales.

En lo que se refiere a la internacionalización, se autoriza a bancos y sociedades financieras a invertir en el exterior, en las filiales del mismo giro en que les está permitido operar internamente. Hoy en día, los bancos sólo pueden invertir en el exterior en bancos. Al mismo tiempo, el proyecto otorga a la Superintendencia facultades para efectuar la supervisión de las operaciones en el exterior de las filiales autorizadas, así como otras facultades que fortalecen la fiscalización. Tan pronto entre en vigencia la nueva ley de bancos, el Banco Central autorizará a las instituciones bancarias para efectuar préstamos comerciales al exterior. Hoy, los bancos sólo pueden realizar préstamos asociados al comercio exterior (exportaciones e importaciones).

Sin embargo, se dejó pendiente el diseño de una legislación apropiada para la eventual participación de los bancos en las actividades de las AFP y compañías de seguros, a través de los consorcios o conglomerados financieros. Se trata de permitir la existencia de consorcios bancarios que puedan invertir en estos negocios que hoy les están vedados, pero que en la práctica se llevan a cabo a través de holdings desregulados. También se homogeneizará la supervisión de los consorcios: la Superintendencia de Bancos supervisará en forma consolidada en aquellos casos en que el conglomerado desee aprovechar el ámbito bancario para los nuevos negocios. Asimismo, el superintendente tendrá facultades para lograr una efectiva separación en aquellos casos en que un mismo grupo financiero decida realizar las actividades en forma separada.

Se cree que existen importantes economías de ámbito y de escala en la producción y el consumo de servicios financieros, aunque la evidencia es escasa y más bien difícil de comprobar, intuitivamente esta hipótesis hace mucho sentido. Esta creencia justifica, desde el punto de vista social, la creación de conglomerados financieros, de modo que puedan explotar dichas economías.

Si el beneficio privado coincidiera con el beneficio social, no habría razón alguna para que las políticas regularan o prohibieran la formación de conglomerados. Sin embargo, también hay razones inapropiadas para constituir conglomerados financieros. El mercado de capitales es un mercado que, por naturaleza, presenta serios problemas de información, lo que deriva en múltiples fallas de mercado (asimetrías de información, externalidades, costos hundidos y tendencias a estructuras monopólicas, selección adversa y riesgo moral, conflictos de intereses, etc.). De esta forma, los incentivos para crear conglomerados no se limitan a la explotación de economías de escala y de ámbito: también se forman para aprovechar las ventajas informativas que surgen en su interior.

Por ello, las autoridades reguladoras normalmente imponen restricciones a la producción conjunta de muchas actividades financieras, con varios fines: (a) impedir abusos y conflictos de intereses que se posibilitan por la naturaleza compleja y asimétrica de la información y la eventual ventaja de los oferentes de servicios financieros en este aspecto, (b) limitar el "riesgo sistémico", es decir, la posibilidad de que un problema particular en un área del conglomerado genere un problema general de la economía, y (c) cautelar la equidad competitiva del mercado, evitando

subsidios cruzados desde una actividad a otra, sobre todo desde el banco asegurado por el Estado hacia actividades no aseguradas. De esta manera la autoridad intenta balancear los costos y beneficios sociales de la regulación. Actualmente la autoridad no dispone de mecanismos que le permitan impedir estos problemas. La figura 1 representa la situación actual.

Por la relevancia de este tema, esta sesión presenta una propuesta para una nueva organización bancaria, que soluciona los problemas que presentan los conglomerados que se pueden formar bajo el actual proyecto de ley.[11]

La figura 2 describe esta propuesta. Se requiere formar un holding bancario, una sociedad de inversión dentro de la ley de bancos, cuya única función es mantener las acciones de las empresas del conglomerado. El holding es a prueba de quiebra, es decir, no mantiene deuda. Se define el banco comercial como una primera filial o "hija" del holding bancario, que a su vez tiene sus propias filiales, tales como las filiales que los bancos tienen hoy (filiales de apoyo al giro, otras filiales nacionales y las sucursales domésticas y del exterior). Un segundo grupo de empresas del holding serían las AFP, las compañías de seguros y las otras filiales que pudiesen formarse en el exterior (bancos y otras empresas financieras del exterior). Estas "hijas" también serían parte del "ámbito" bancario.

Dos aspectos deben ser enfatizados.

En primer lugar, el ámbito de supervisión debe ser igual al ámbito bancario en el cual se va a permitir compartir más activos que los que se comparten hoy día, tanto activos tangibles como activos intangibles. Es decir, al interior del ámbito que se defina, es necesario desregular, relajar restricciones que hoy impiden aprovechar las economías de ámbito y de escala. Por ejemplo, debe permitirse la compartición del logo, la marca, la imagen corporativa, algo que todo grupo persigue como un elemento de venta y de imagen al público. Otras flexibilizaciones podrían incluir las normas de préstamos relacionados al interior del grupo o del ámbito bancario, compartir ejecutivos, compartir canales de ventas, infraestructura, etc.

Con respecto al ámbito de regulación consolidada, ésta debe limitarse sólo al conglomerado bancario. No debe consolidarse más arriba; ni las sociedades de inversión que son dueñas de los conglomerados bancarios ni las personas naturales dueñas de éstas.

---

[11] Esta parte se basa y modifica la presentación del autor en el II Encuentro Financiero organizado por el Círculo de Finanzas de ICARE, en julio de 1995. Ver *Evolución financiera internacional: riesgos y oportunidades para Chile*, ICARE, 1995.

Figura 1
Estructura actual y según Proyecto en Congreso Nacional

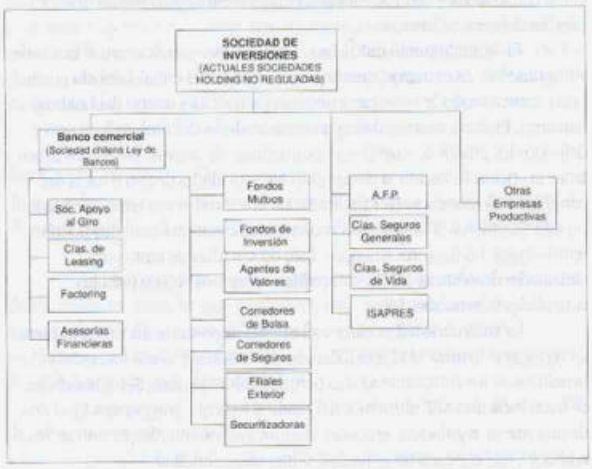
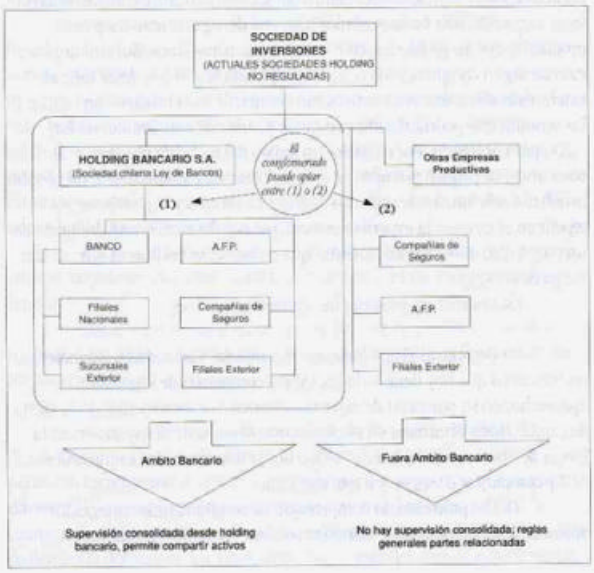



Figura 2
Propuesta Conglomerado Financiero



La labor de la regulación consolidada es velar por la adecuada capitalización de las empresas del ámbito bancario, tanto en forma separada como consolidada y controlar los potenciales conflictos de interés que puedan definirse al interior.

El segundo punto que debe enfatizarse dice relación con el grado de voluntariedad. Es extremadamente importante que el conglomerado pueda optar entre introducir voluntariamente sus actividades dentro del holding bancario. Es decir, una vez definidas las actividades del ámbito bancario y definidos los grados de sinergias y compartición de activos, los grupos deben tener la opción de decidir si desarrollan las actividades dentro o fuera del conglomerado bancario (ver figura 2). En el segundo caso estas actividades no estarían sujetas a la supervisión consolidada, aunque tampoco podrían aprovecharse las mayores sinergias. Esto debe realizarse tanto para las actividades domésticas (AFP y compañías de seguros) como para las actividades internacionales.

La voluntariedad es extremadamente importante. La única manera de verificar si la autoridad está balanceando adecuadamente los costos y beneficios de los conglomerados es permitir voluntariedad. Si los beneficios de introducir una AFP al interior del holding más que compensan los costos de una mayor regulación, entonces algunos grupos optarán por entrar. Sin embargo, este chequeo no es posible si hay obligatoriedad.

En el aspecto internacional el argumento es el mismo. Los bancos nacionales tendrán una desventaja competitiva si arrastran una carga regulatoria desproporcionada. Se ha planteado por autoridades de gobierno la posibilidad de obligar la consolidación de las actividades internacionales para evitar riesgos de contagio. Esto es necesario cuando se van a desarrollar las actividades internacionales dentro del ámbito bancario, compartiendo el logo, formando una imagen corporativa que de alguna manera puede producir todos los problemas de contagios que conocemos. Sin embargo, en caso de algún conglomerado o algún grupo financiero que desee salir al exterior sin compartir estos activos, sin compartir ni la imagen corporativa ni las ventajas que podría significar estar al interior de este ámbito, no hay razón para obligarlo. Por ejemplo, un banco del nicho de préstamos de consumo y de pequeñas empresas podría desear esta alternativa al no percibir beneficios adicionales de salir con su logo. La motivación podría ser sólo repetir en el exterior la experiencia local que por definición está desligada de un país a otro. Es difícil argumentar que en este caso pudiese existir un alto riesgo de contagio.

Esta estructura presenta las siguientes ventajas:

(i) Permite al grupo bancario expandirse a actividades financieras no bancarias que hoy tiene vedadas (AFP y compañías de seguros) aprovechando su potencial de *expertise* financiero e incrementando la oferta de capital físico y humano en estos sectores. Al permitir la expansión en la forma de "hermanas del banco" se facilita la tolerancia de la industria de AFP y compañías de seguros a este esquema.

(ii) Se promueve la competencia de conglomerados integrados aprovechando ganancias de bienestar por las economías de ámbito.

(iii) Permite a los conglomerados bancarios de propiedad dispersa expandirse hacia otras actividades y así poder competir con sus pares de propiedad concentrada. La experiencia de los EE.UU. con bancos de propiedad dispersa es elocuente. Los grandes bancos americanos son todos de propiedad dispersa (Citicorp, Chemical Bank, Chase Manhattan Bank, etc.) y de este modo son independientes de otros intereses industriales. No hay que subestimar este tipo de estructura de administración en el largo plazo.

(iv) Ordena el confuso cuadro de regulación imperante hoy.

*Apertura de la cuenta de capitales*

El segundo tema pendiente se relaciona con la política chilena de control de flujos de capitales. El régimen actual exhibe las siguientes características:

- Existen dos mercados de cambios, el formal o bancario –en el que deben realizarse todas las actividades de cambios de exportaciones, importaciones y liquidación de aportes de capital o deuda de origen extranjero– y el mercado informal o paralelo, que sirve las operaciones que no están normadas por el Banco Central.
- La inversión externa directa y de portafolio está sujeta a un período de permanencia mínimo de un año.
- Las deudas en moneda extranjera están sujetas por un año a un encaje del 30%, el que debe ser depositado en el Banco Central o bien el costo financiero del encaje debe pagarse al Banco Central. Recientemente, este encaje se extendió a las operaciones secundarias de ADR.
- Las empresas que deseen acceder a los mercados de capitales internacionales (bonos y ADR) deben cumplir con requerimientos de riesgo y solvencia mínimos.
- Hasta hace muy poco, los exportadores estaban obligados a liquidar parte de sus divisas en el mercado formal en un lapso determinado aunque hoy existe de libre disponibilidad.
- Los bancos no pueden prestar recursos en moneda extranjera si estos recursos no están destinados a financiar operaciones de comercio exterior entre Chile y el resto del mundo. Tampoco pueden invertir en el exterior en papeles financieros (excepto los de reducido riesgo y retorno) o en filiales o sucursales, para competir en forma global. Con la aprobación de la nueva ley de bancos se flexibilizará esta restricción.
- Las personas y empresas que no realizan operaciones de comercio exterior no pueden comprar moneda extranjera en el mercado cambiario formal.
- Los inversionistas institucionales (fondos de pensiones, fondos mutuos, compañías aseguradoras) sólo pueden invertir una fracción de sus fondos o reservas en el exterior.

Este conjunto de políticas es el fruto de un proceso gradual de flexibilización, el que se describe en el Cuadro 3. Entre 1992 y 1993 fue necesario incrementar el encaje a los créditos externos, puesto que la gran diferencial de tasas de interés domésticas y externas hacía muy difícil la mantención de una política monetaria restrictiva para contener la expansión de demanda doméstica. En 1993, mientras el resto del mundo experimentaba

una recesión y las tasas Libor en dólares llegaban a un 3% anual nominal (0% real), Chile crecía a un 11% y sus tasas de interés domésticas excedían el 6% real anual. Sin embargo, junto con ello se incrementó gradualmente el límite máximo que podían invertir los inversionistas institucionales en el exterior, se institucionalizó la colocación de bonos y ADR de empresas chilenas en el exterior –donde son elegibles empresas que posean una clasificación de riesgo internacional levemente inferior a la clasificación de la República– y se liberó a los exportadores de la obligación de liquidar sus divisas en el mercado formal.

Hasta diciembre de 1994, la política gradual de apertura de cuenta de capitales siguió su curso. Es decir, las restricciones se entendían como temporales y se visualizaba una total integración financiera con el resto del mundo en un futuro cercano. Sin embargo, el "tequilazo" atemorizó mucho a los economistas del Banco Central, quienes evolucionaron hacia un enfoque más estructural y permanente de control de la cuenta de capitales. Este nuevo enfoque se oficializó en el discurso del presidente del Banco Central del 21 de agosto de 1995, en que planteó que Chile no podía abrirse a los flujos de capitales mientras no se incrementara significativamente su stock de capital y no se redujeran en forma sustancial las rentabilidades de los proyectos domésticos. También recalcó que Chile no podía mantener tasas de interés de paridad internacional, y que lo relevante era comparar las tasas domésticas chilenas con las de otros países en desarrollo. En caso contrario, se corría el riesgo de un influjo de capitales que podría generar desequilibrios macroeconómicos de gran magnitud.

Con respecto a los instrumentos de política y a las medidas descritas en el Cuadro 3, el encaje a los créditos externos aparece como un instrumento de política más permanente que temporal, lo que, unido a un activismo de cambios normativos de parte del Banco Central, configura un entorno institucional incierto y cambiante para los agentes que participan en el mercado cambiario. Especial preocupación ha causado la nueva facultad del Banco Central –que se introdujo en marzo de 1994 en la ley de valores–, que le permite imponer límites a la variación de activos invertidos en el exterior por los inversionistas institucionales. Al igual que las normas sobre la posición de cambios de los bancos, el Banco Central podría impedir una liquidación de activos externos de parte de un fondo de pensiones si las condiciones económicas domésticas lo justifican. Aunque este ajuste se realizó con anterioridad al "tequilazo", se teme que, con su actual enfoque, el Banco Central recurra a esta facultad con mayor frecuencia. La racionalidad de esta medida tiene que ver con la facultad del Banco Central de regular los "flujos" o variación de stocks en momentos en que, por expectativas de los agentes, se produzcan ataques especulativos en favor o en contra del peso chileno.

## Cuadro 3
### Principales medidas que han afectado a la Cuenta de Capitales

| | |
|---|---|
| 1990 | Autorización para la emisión de ADR |
| 1991 | Baja de 10 a 3 años el plazo para remesar capital acogido al Capítulo XIX del C.N.C.I.<br>Inversión en el extranjero con divisas propias.<br>20% de encaje a créditos externos.<br>Autorización para la colocación de ADR. |
| 1992 | 1,5% límite máximo de inversión de los fondos de pensiones en el exterior.<br>Se extiende encaje de 20% a los depósitos de los bancos. Normas, colocación de bonos en el exterior. Disminuye plazo para remesar utilidades por inversión vía Capítulo XIX.<br>La tasa de encaje sube a 30% para los ingresados vía Capítulo XIV.<br>Aumenta margen de inversión de los fondos de pensiones en el exterior.<br>Se permite la obtención de créditos externos por la vía de colocaciones de bonos convertibles. |
| 1993 | Modificación al D.L. N° 600 (reducción de 3 a 1 año período mínimo de permanencia de capital invertido).<br>Modificación a la normativa de cambios relativa a futuros, opciones y otros derivados. |
| 1994 | Se disminuye el monto mínimo de colocación de bonos y ADR desde US$ 50 millones a US$ 25 millones.<br>Se faculta al Banco Central para imponer límites o restricciones a los cambios en la posición neta de inversiones de instrumentos en el extranjero que posean los inversionistas institucionales (Ley 19.301 de marzo de 1994).<br>Se amplía el margen de inversión de los fondos de pensiones de 3% a 6%.<br>Las compañías aseguradoras podrán invertir entre 10% y 15% de sus recursos en el exterior.<br>Los fondos mutuos podrán invertir hasta un 30% de sus recursos en el exterior.<br>Se eleva de 20% a 25% el monto de capital pagado y reservas que los bancos podrán mantener en el exterior en inversiones financieras. |
| 1995 | Se elimina la obligación de retornar y liquidar en el mercado nacional las divisas procedentes de las exportaciones.<br>Los ADR secundarios quedan sujetos al mismo encaje que afecta a los créditos externos.<br>Se amplía el margen de inversión de los fondos de pensiones de 6% a 9% (renta variable hasta 4,5%; cobertura de riesgo hasta 9%).<br>Para las inversiones en acciones de los inversionistas institucionales, se considerará el riesgo del país donde se transa la acción y no el riesgo del país emisor (BBB-).<br>La exigencia de riesgo para la inversión financiera de bancos pasa de A a BBB-.<br>Se derogan los Capítulos XVIII y XIX del C.N.C.I., que regulaban la inversión extranjera realizada a partir de la conversión de títulos de deuda chilena transados en mercados internacionales. |

Hoy, los expertos, observadores y autoridades se encuentran divididos sobre la política de control de capitales del Banco Central. Las grandes ventajas de una política de control de capitales se encuentran en el plano macroeconómico: mayor autonomía para aplicar política monetaria sin afectar el tipo de cambio, y mayor independencia de los choques externos. Sin embargo, los controles de capital vigentes conllevan grandes costos microeconómicos. Una vez que se ha obtenido la sanidad de las cuentas externas, fiscales y macroeconómicas en general, es necesario liberalizar los flujos financieros, porque ese mismo éxito macroeconómico se transforma en un arma de doble filo. El interés externo por invertir en el país hace cada vez más difícil controlar los flujos de capitales; y el regulador (Banco Central) se ve sobrepasado, tanto por los incentivos asociados a la diferencial de tasas de interés como por un sistema financiero sumamente dinámico e innovador que encuentra formas de aprovechar dichos incentivos económicos. Por lo tanto, el país termina sufriendo los costos microeconómicos del control de capitales y, junto con ello, experimenta una creciente incapacidad para beneficiarse de los beneficios macroeconómicos.

Brevemente, estos son los costos microeconómicos del control de capitales:

- Como no permite entradas y salidas a personas, inversionistas institucionales y empresas, se pierden los beneficios de la diversificación financiera internacional. Las personas, las empresas y los pensionados

chilenos no pueden liberarse del riesgo del ciclo económico chileno, y no pueden acceder a una frontera más eficiente de la combinación riesgo-retorno. Debido a la presión de instrumentos por parte de los grandes inversionistas institucionales, el portafolio doméstico poco a poco se transforma en contratos escritos sobre los mismos flujos de ingreso. Si bien en estos años el Banco Central ha incrementado el límite de inversión en el exterior hasta un 9% del fondo, la nueva facultad del organismo emisor constituye un elemento de riesgo institucional elevado para las AFP y los fondos, pues impide decisiones de portafolio autónomas. La verdadera magnitud de esta medida se apreciará adecuadamente cuando dicha regulación perjudique a un fondo en particular, lo que hace dudar si los aspectos de "economía política" han sido adecuadamente evaluados. Otro elemento que impide la salida es la política de altas tasas de interés doméstica.

- La restricción al financiamiento externo se traduce en la realización de menos proyectos de inversión por falta de recursos, lo que implica una menor creación de riqueza nacional.

- El sector financiero y de mercado de capitales nacional, a pesar de ser el más desarrollado de Latinoamérica, no puede utilizar sus ventajas competitivas y mayor *know-how* para ofrecer servicios financieros en el exterior y de este modo constituir un aporte a un mayor ingreso nacional. Esta circunstancia será menos relevante una vez que entre en vigencia la nueva ley de bancos.

- El encaje segmenta el mercado financiero doméstico, incrementando el costo de fondos en moneda extranjera en tres puntos porcentuales para las empresas de pequeños patrimonios (entre US$ 20 y US$ 30 millones). Las grandes empresas, sin embargo, pueden endeudarse directamente con instrumentos de largo plazo y ADR, por lo que el encaje tiene un impacto menor o nulo en sus costos de endeudamiento en moneda extranjera. Por lo tanto, el peso de la autonomía macroeconómica no recae en todos por igual. Otra manera de formular este argumento es señalando que, al privilegiar el endeudamiento de largo plazo en contra del endeudamiento de corto plazo, se privilegia a las empresas de mayor tamaño, pues las menores sólo pueden acceder a financiamiento de corto plazo. Asimismo, se encarece el financiamiento de capital de trabajo en moneda extranjera, olvidándose que no todo financiamiento de corto plazo es especulativo o maligno. Este es el aspecto de política de control de capitales que se ha constituido en política permanente.

- Se incentiva el *rent seeking* en el sector financiero. Muchos y muy bien preparados expertos financieros dedican buena parte de su tiempo a buscar maneras de sortear la regulación con nuevos diseños financieros en lugar de buscar la generación de riqueza monitoreando y financiando nuevos proyectos productivos. Asimismo, los recursos humanos escasos del Banco Central y del Ministerio de Hacienda deben abocarse en forma permanente a "tapar los hoyos" de la regulación, que surgen una y otra vez, con la misma velocidad vertiginosa de la innovación financiera. Es peligroso que el regulador se vea sobrepasado por los acontecimientos.

- Finalmente, el esfuerzo de la autoridad por controlar el mercado cambiario se traduce en un mercado muy poco profundo y que

permanentemente enfrenta medidas que crean gran incertidumbre institucional entre los agentes económicos. Los continuos cambios a la posición de cambios de los bancos, la extensión de los encajes a la inversión secundaria de ADR, las normas de renovación de créditos y otras perjudican la solidez institucional de Chile en lo que se refiere al mercado cambiario. Este mercado responde continuamente a rumores sobre la siguiente medida que tomará la autoridad, o bien especula sobre transacciones de uno o dos grandes operadores. Hay poco incentivo para transar en relación con las expectativas de evolución de los parámetros fundamentales de la economía y mucho para transar sobre la base de la especulación.

¿Qué hacer? Es imprescindible avanzar muy rápidamente hacia un sistema de libre convertibilidad, fortaleciendo la profundidad y transparencia del mercado cambiario. Hoy, el mercado cambiario no se compadece con los avances logrados por el país en otros ámbitos económicos. Los temores desestabilizadores con respecto a los flujos de capitales no son coherentes con la solidez de la economía chilena: son más propios de economías enfermas y con desequilibrios macroeconómicos fundamentales. La lectura que se ha hecho del "tequilazo" es errónea. La crisis mexicana tuvo que ver con sus problemas fundamentales y no por carecer de control de capitales. Por supuesto que un control de capitales habría favorecido una solución menos dolorosa a la crisis, de lo que se deduce que es bueno contar con ellos mientras se logran los equilibrios macroeconómicos. Pero una vez logrado este objetivo, los controles deben levantarse para evitar el surgimiento de distorsiones microeconómicas.

*A modo de resumen*

Para terminar, pues, son de suma importancia dos temas pendientes. En primer lugar, es necesario dar consistencia a la institucionalidad del mercado de capitales, y para ello hay que legislar sobre los conglomerados bancarios. Segundo, Chile no puede evitar una integración financiera plena y una total convertibilidad cambiaria, por lo que debe tender hacia la consolidación de un mercado cambiario profundo y transparente.

La apertura gradual de la cuenta de capitales, que era la política oficial hasta principios de 1995, se ha sustituido por una política permanente de control de capitales. El encaje a los flujos externos y el continuo activismo del Banco Central para controlar los flujos externos se han traducido en un mercado cambiario poco profundo, poco líquido y con una incertidumbre institucional que perjudica la imagen del país y la consolidación de los progresos económicos realizados.

Debe replantearse el debate sobre la apertura de la cuenta de capitales. Latinoamérica aún no conoce un período de solidez macroeconómica y de convertibilidad cambiaria; sólo se conoce la apertura de cuenta de capitales con desequilibrios macroeconómicos, situación que por lo general ha desembocado en un colapso de balanza de pagos. La apertura de cuenta de capitales es la última reforma fundamental, una vez que los equilibrios macroeconómicos han llegado para quedarse. Es el caso de Chile.

---

permanentemente enfrenta medidas que crean gran incertidumbre institucional entre los agentes económicos. Los continuos cambios a la posición de cambios de los bancos, la extensión de los encajes a la inversión secundaria de ADR, las normas de renovación de créditos y otras perjudican la solidez institucional de Chile en lo que se refiere al mercado cambiario. Este mercado responde continuamente a rumores sobre la siguiente medida que tomará la autoridad, o bien especula sobre transacciones de uno o dos grandes operadores. Hay poco incentivo para transar en relación con las expectativas de evolución de los parámetros fundamentales de la economía y mucho para transar sobre la base de la especulación.

¿Qué hacer? Es imprescindible avanzar muy rápidamente hacia un sistema de libre convertibilidad, fortaleciendo la profundidad y transparencia del mercado cambiario. Hoy, el mercado cambiario no se compadece con los avances logrados por el país en otros ámbitos económicos. Los temores desestabilizadores con respecto a los flujos de capitales no son coherentes con la solidez de la economía chilena: son más propios de economías enfermas y con desequilibrios macroeconómicos fundamentales. La lectura que se ha hecho del "tequilazo" es errónea. La crisis mexicana tuvo que ver con sus problemas fundamentales y no por carecer de control de capitales. Por supuesto que un control de capitales habría favorecido una solución menos dolorosa a la crisis, de lo que se deduce que es bueno contar con ellos mientras se logran los equilibrios macroeconómicos. Pero una vez logrado este objetivo, los controles deben levantarse para evitar el surgimiento de distorsiones microeconómicas.

### *A modo de resumen*

Para terminar, pues, son de suma importancia dos temas pendientes. En primer lugar, es necesario dar consistencia a la institucionalidad del mercado de capitales, y para ello hay que legislar sobre los conglomerados bancarios. Segundo, Chile no puede evitar una integración financiera plena y una total convertibilidad cambiaria, por lo que debe tender hacia la consolidación de un mercado cambiario profundo y transparente.

La apertura gradual de la cuenta de capitales, que era la política oficial hasta principios de 1995, se ha sustituido por una política permanente de control de capitales. El encaje a los flujos externos y el continuo activismo del Banco Central para controlar los flujos externos se han traducido en un mercado cambiario poco profundo, poco líquido y con una incertidumbre institucional que perjudica la imagen del país y la consolidación de los progresos económicos realizados.

Debe replantearse el debate sobre la apertura de la cuenta de capitales. Latinoamérica aún no conoce un período de solidez macroeconómica y de convertibilidad cambiaria; sólo se conoce la apertura de cuenta de capitales con desequilibrios macroeconómicos, situación que por lo general ha desembocado en un colapso de balanza de pagos. La apertura de cuenta de capitales es la última reforma fundamental, una vez que los equilibrios macroeconómicos han llegado para quedarse. Es el caso de Chile.

---