

ALGUNAS IDEAS CON RESPECTO AL MERCADO DE CAPITALES EN CHILE *

MANUEL CRUZAT **

SUMARIO

I. *Conceptos Fundamentales.*

- a) Concepto de Crédito.
- b) Formas de Crédito.
- c) Importancia del Crédito.
- d) Demanda y Oferta por Créditos.

II. *Efectos de Algunas Variables en el Mercado de Capitales.*

- a) Inflación.
- b) Fijación de Tasas de Intereses a ciertos Tipos de Créditos y otras Restricciones Legales.
- c) Legislación Anticuada.
- d) Otras Imperfecciones.
- e) Acción Directa del Gobierno.

III. *El Mercado de Capitales en Chile: Recapitulación y posibles Soluciones.*

IV. *Otros Puntos Importantes Relacionados con el Mercado de Capitales.*

- a) Relación entre Política Monetaria e Instrumentos de Crédito.
- b) Control Selectivo y Piramidación del Crédito.
- c) Situación de la Bolsa de Comercio.
- d) Crédito a Largo Plazo.
- e) Distribución del Crédito Bancario entre el Sector Público y el Sector Privado.
- f) Necesidad de Estudios Empíricos.

I. *Conceptos Fundamentales.* *Concepto de Crédito:*

Podríamos definir crédito como el hecho de ceder el derecho al uso directo de recursos por un tiempo determinado, a cambio de ciertos pagos por

período expresados normalmente en forma de una tasa de interés o su equivalente.

En general, se puede decir que existe el crédito en sus diversas formas, porque las unidades económicas¹ que ahorran son distintas a las que ejecutan en forma directa la inversión o gasto en recursos. Dicho de otra manera, si to-

* Conferencia dada en 1968 en la Sociedad de Fomento Fabril.

** Profesor de la Universidad Católica de Chile.

¹ Reservas naturales, empresas, gobierno, etc.

da unidad económica invirtiera directamente sus ahorros en recursos —como casas, fábricas, etc.— entonces no existiría el crédito y cada unidad económica sería autosuficiente en este sentido. Un ejemplo completo de autosuficiencia fue Róbinson Crusoe.

Una conclusión importante que se desprende de lo expresado anteriormente es el hecho de que, en una economía, la existencia de un ahorro neto positivo no implica, necesariamente, que deba existir crédito en cualquiera de sus formas; asimismo, aunque el ahorro neto de la economía sea relativamente pequeño, no se deduce, de eso, que el monto del crédito sea también relativamente exiguo.

Sin embargo, una de las características de las economías modernas es la especialización de las funciones productivas, lo que seguramente implicará que a muchas unidades económicas le será más conveniente traspasar sus ahorros que invertirlos en forma directa, creando en el proceso lo que se denomina “crédito”.

Formas de Crédito.

El crédito puede tomar muchas formas, y una mera enunciación de todos los tipos de créditos que existen sería, de por sí, bastante larga. Sin embargo, si tomamos una Sociedad Anónima como ejemplo se puede comprobar que esta empresa usa normalmente, por lo menos, las siguientes formas de crédito:

- a) Acciones, o sea, capital y reservas.
- b) Deuda. Aquí existen, por lo menos, dos grandes tipos de deuda:
 - 1.—Proveedores de materia prima y otros acreedores.
 - 2.—Deuda bancaria.

c) Deuda del Fisco; por ejemplo, impuestos retenidos.

Todas estas cuentas que se han analizado son cuentas de pasivo. Sin embargo, si se analiza el lado del activo se puede comprobar que esta empresa otorga cierta cantidad de crédito a través de otras tantas formas. Como ejemplos se pueden citar el crédito a distribuidores, aportes a otras empresas, etc.

En general, se puede decir que cada traspaso de ahorros de una unidad económica a otra genera crédito, y existirán tantas formas de crédito como formas de efectuar dicho traspaso de ahorros.

Es importante anotar que en la acepción común de la palabra “crédito”, normalmente, se hace referencia al crédito bancario; sin embargo, para los efectos de este trabajo, el crédito bancario será sólo una de las muchas formas de crédito que existen en la economía. Asimismo, algunas de las formas de crédito se transan en mercados secundarios como, por ejemplo, las acciones de las sociedades anónimas; otras formas, por el contrario, se generan por trato directo entre las partes, y no existen mercados secundarios organizados en donde se puedan traspasar eficientemente; por ejemplo, impuestos retenidos.

Importancia del Crédito.

La importancia del crédito para una economía reside en que un ahorrante individual puede entregarle sus ahorros a una unidad económica que tiene una mayor ventaja comparativa para invertirlos. Es fácil imaginarse lo que sucedería con nuestra economía si cada unidad económica que ahorrara se viera obligada a invertir directamente sus ahorros en recursos.

Todas las instituciones que transan, comercian o sirven de intermediarios para instrumentos de crédito forman parte de lo que se denomina "Mercado de Capitales". Un mercado de capitales eficiente es, naturalmente, aquél en que los ahorros se encauzan hacia los sectores que pueden hacer mejor uso de ellos con costos de transferencia que reflejen un sistema competitivo. Se puede deducir, entonces, que imperfecciones en el mercado de capitales (crédito en sus diversas formas) pueden provocar una asignación sub-óptima de los ahorros de la economía, con consecuencias graves para el nivel del ingreso nacional y el crecimiento.

Posteriormente se analizará con mayor detalle el mercado de capitales en Chile, para indagar hasta qué punto cumple con las condiciones mínimas de un mercado relativamente eficiente.

Demanda y Oferta por Créditos.

Se dijo anteriormente que existía el crédito porque las unidades económicas que ahorran son distintas a las que invierten directamente en recursos. Se puede deducir, entonces, que, mientras más diferente sea el sector de la economía que invierte en recursos del sector que ahorra, mayor será la cantidad de crédito existente. Por ejemplo, si suponemos que las sociedades anónimas en

Chile, en promedio, invierten un 50% más de lo que ahorran y el sector de los consumidores ahorra más de lo que invierte directamente, se producirá un movimiento de ahorros entre los dos sectores que se reflejará en la creación —o aumento— de cierto tipo de instrumentos que llamaremos "crédito".

¿Quiénes demandan crédito? Naturalmente, las instituciones y sectores deficitarios en ahorros.

¿Quiénes ofrecen crédito? Los sectores e instituciones con superávit de ahorros.

¿De qué factores depende la demanda por créditos? Dependerá de los factores que hagan variar la diferencia entre inversión y ahorros del sector deficitario. Por ejemplo, si las empresas son deficitarias y deciden invertir a una mayor tasa, se producirá una mayor demanda por créditos.

Por otra parte, la oferta de créditos es función de la *diferencia* entre la inversión directa en recursos del sector con superávit y su ahorro total. Si el ahorro total de este sector aumenta y permanece constante la cantidad que se invierte directamente, aumentará la oferta total de créditos.

Un ejemplo sencillo servirá para ilustrar este punto. Supongamos que el sector deficitario de ahorros es el sector de las empresas y el sector con superávit es el sector de los consumidores; además, se tienen los siguientes datos para un semestre determinado:

<i>Consumidores</i>		<i>Productores</i>	
Ahorro	50	70	Inversión Directa
Inversión Directa	10	30	Ahorro
	<hr/>		<hr/>
Superávit	40	40	Déficit

Crédito

Inst. Financieras

O sea, esos \$ 40 van a transferirse de un sector a otro, a través de las institu-

ciones financieras como bancos, bolsa de comercio, etc.

Ciertamente, tiene que existir un mecanismo en la economía que iguale la cantidad ofrecida de ahorros con la cantidad demandada de inversiones y la cantidad ofrecida de créditos con la cantidad demandada de créditos. Ese mecanismo es la tasa de interés. A la tasa de interés de equilibrio la cantidad ofrecida de ahorros y la cantidad demandada de inversiones son iguales, como asimismo la cantidad ofrecida y la cantidad demandada de créditos. A este respecto, vale la pena mencionar que esta tasa de interés no es un número sino que es un espectro de tasas que igualan mercados más pequeños por fondos y que, sin duda, varían de acuerdo al riesgo, duración y costos de operación del crédito respectivo. Sin embargo, es fácil demostrar que esta estructura de tasas de intereses está totalmente relacionada entre sí, de tal manera que, cuando se producen cambios iniciales en algunas tasas de intereses, toda la estructura puede cambiar de nivel.

Finalmente, cabe anotar, a modo de aclaración, que en el ejemplo sobre el crédito, citado anteriormente, se hablaba del sector de los consumidores y del sector de las empresas en forma neta; en la práctica, habrá simultáneamente empresas que son oferentes de crédito y otras que serán demandantes de crédito, y lo mismo sucederá con los consumidores, de modo que, a medida que se desagregan sectores en la economía, habrá mayor cantidad de interrelaciones crediticias que se descubran.

II. *Efectos de Algunas Variables en el Mercado de Capitales.*

a) *Inflación.*

Para poder analizar los efectos de la inflación *per se* en el mercado de capitales, es conveniente ahondar algo más

en el concepto de crédito ya visto anteriormente, como asimismo en las alternativas de inversión abiertas a una comunidad.

En un momento determinado, las unidades económicas que componen una comunidad poseen una acumulación de ahorros de períodos pasados que integran lo que se denomina "riqueza total".

Esta riqueza, o total de activos, puede estar distribuida de diversas formas, y estas distintas alternativas de acumular riqueza son asimismo las formas en las cuales las unidades económicas pueden ir invirtiendo sus ahorros. Ellas se pueden separar o clasificar en los siguientes tipos:

a) Dinero: billetes, monedas y depósitos en cuenta corriente en los bancos comerciales.

b) Compra de bonos, pagarés, acciones o cualquier tipo de activo líquido que da derecho a percibir un flujo de ingresos en el futuro, que puede ser fijo o variable.

c) Activos físicos: máquinas, casas, bienes durables, etc.

d) Inversión en capital humano: un ejemplo típico es educación en cualquiera de sus formas.

La elección acerca de la forma de mantener la riqueza depende de variables tales como retornos alternativos entre ellas, riesgo de estos retornos, nivel de ingresos, cambios esperados en el nivel de precios, etc.; sin embargo, esta elección es de fundamental importancia para algunas formas de crédito.

Para explicar este punto, veamos ahora con más detención la oferta de crédito. Anteriormente se dijo que la oferta de crédito es función de la *diferencia* entre la inversión directa en recursos de los sectores y sus ahorros totales. Esta diferencia puede ser invertida en dos de las cuatro formas antes mencionadas de mantener la riqueza, que son:

- a) Dinero.
- b) Bonos, pagarés, acciones, etc.

ya que la inversión en activos físicos y en capital humano es lo que se ha definido como inversión directa. En otras palabras, todas las formas de crédito se generan por inversiones que *no son* efectuadas en capital humano y en activos físicos.

La cantidad de ahorros que se invierta en forma de dinero va a depender de la preferencia por la liquidez de la comunidad y del costo de mantener dicho dinero, que es el retorno alternativo que se podría obtener en otro tipo de activos si se invirtiera el dinero en aquellos activos, y que podemos expresar mediante la tasa de interés.

Introduzcamos ahora los bancos en el análisis. Estos son instituciones financieras que, por su propia naturaleza, captan los ahorros de la comunidad invertidos en forma de dinero y los traspasan efectuando colocaciones a otras unidades productivas. Esto implica que el sistema bancario (Banco Central + Bancos Comerciales + Banco del Estado) estén condicionados en su oferta de créditos reales² por la cantidad real de dinero que la comunidad desea mantener. Mientras más se ahorre en forma de dinero —en términos reales, por supuesto— más depósitos existirán en el sistema bancario y éste podrá otorgar una mayor cantidad de préstamos.

Por otra parte, si la cantidad real de dinero que la comunidad desea mantener disminuye, la oferta de crédito bancario en términos reales disminuirá también.

¿Cómo puede la inflación afectar estas variables? La respuesta es bastante sencilla. Dijimos que la cantidad de

ahorros que la comunidad invertirá en forma de dinero dependía del costo de mantener dicho dinero, el que se podía expresar mediante la tasa de interés; sin embargo, en una economía inflacionaria, a la tasa de interés debemos agregarle la tasa esperada de inflación que es, también, un costo de mantener el dinero, ya que los saldos monetarios van perdiendo su valor real. Es decir, si la tasa de interés pertinente es el 5% anual y la tasa de inflación el 30%, el costo total de mantener el dinero será de 35%. Esto significa que mientras mayor sea la tasa de inflación, menor será el porcentaje de su riqueza que la comunidad tenga en forma de dinero y, por lo tanto, menor será la capacidad del sistema bancario de otorgar créditos en términos reales.

En términos de las cuatro formas de tenencia de la riqueza, se produce una disminución relativa de la forma dinero y un aumento de los otros tres grupos. (Para una riqueza total constante).

Si se analiza el caso chileno, se puede llegar a la conclusión de que lo que ha sucedido en nuestro país es, justamente, lo que se expresó anteriormente: la inflación, al disminuir la demanda por dinero en términos reales, no ha permitido a los bancos expandir las colocaciones de acuerdo al ritmo de desarrollo del ingreso nacional.

Las cifras siguientes, extractadas de "El Mercurio" del 8 de junio de 1966, sirven para ilustrar este punto³.

³ En general, el argumento es válido para todo el sistema bancario, incluyendo al Banco Central, ya que es posible que disminuyan las colocaciones de todos los bancos, incluyendo el Banco Central, si es que se aumentan las tasas de encaje o se incrementa la proporción billetes a depósitos. Sin embargo, aun cuando estas variables cambiaran durante el período señalado, sus movimientos no son de una magnitud tal que alteren las conclusiones generales que se desprenden del cuadro en cuestión.

² Créditos nominales deflactados por un índice de precios.

CUADRO I

COLOCACIONES EFECTIVAS EN MONEDA NACIONAL EN MILES DE ESCUDOS
DE DICIEMBRE DE 1965

<i>Año</i>	<i>Bancos Comerciales</i>	<i>Banco del Estado</i>	<i>Totales</i>
1940	980.138	333.350	1.313.488
1941	940.469	326.218	1.246.687
1942	809.258	319.716	1.128.974
1943	857.885	363.685	1.221.570
1944	884.109	370.582	1.254.691
1945	1.007.028	383.771	1.390.779
1946	955.612	398.460	1.354.072
1947	952.358	389.114	1.341.471
1948	1.039.569	418.980	1.474.553
1949	1.035.348	464.280	1.499.628
1950	939.388	401.537	1.340.925
1951	919.547	409.832	1.329.379
1952	988.634	464.429	1.453.063
1953	813.007	534.542	1.347.549
1954	642.284	488.077	1.130.361
1955	509.530	382.393	891.923
1956	476.333	427.293	893.626
1957	555.770	508.461	1.064.231
1958	528.256	469.174	997.430
1959	513.373	433.139	946.512
1960	641.256	510.011	1.151.267
1961	758.029	637.962	1.395.991
1962	1.032.526	605.272	1.637.798
1963	982.965	589.710	1.572.875
1964	981.662	592.342	1.574.003
1965	1.013.456	730.940	1.744.396

Es decir, desde 1940 hasta 1965, las colocaciones totales aumentaron en 33%. En el mismo período el producto geográfico se incrementó en 124%.

Además, se puede apreciar claramente que, en los años de mayor tasa de inflación (especialmente 1955), las colocaciones disminuyeron apreciablemente.

Además de disminuir la cantidad relativa real de crédito bancario, una inflación inesperada o con tasas relativamente fluctuantes de un período a otro puede provocar redistribuciones de ingreso desde los acreedores hacia los deudores, sobre todo en el período en el cual se pasa desde estabilidad en el ni-

vel de precios a inflación. Sin embargo, se puede decir, en general, que los efectos negativos de la inflación no tienen por qué ser mayores en el mercado de capitales que en cualquier otro mercado en la economía; aún más, si hay un mercado en el cual sea relativamente fácil protegerse de la inflación es, justamente, en el mercado de ahorros, por la sencillez con la que se pueden incluir cláusulas de reajustabilidad en los préstamos.

En nuestro país se suele achacar a la inflación gran parte del subdesarrollo de nuestro mercado de capitales; sin embargo, como se verá a continuación, es muy probable que sean otras las varia-

bles más importantes para explicar ese subdesarrollo. Esto no significa que la inflación per se no tiene ningún efecto; como ya vimos, tiene algunos que pueden ser graves. Sin embargo, no culpemos a la inflación de consecuencias de las que no es, por sí sola, responsable.

b) *Fijación de Tasas de Intereses a Ciertos Tipos de Créditos y Otras Restricciones Legales.*

Vamos a analizar ahora los efectos que pueden tener, en el mercado de capitales, otras variables que, sin lugar a dudas, han estado presentes en nuestro país durante los últimos 25 años a lo menos. Básicamente, nos referiremos a interferencias en el sistema de precios por fondos y, posteriormente, se analizarán otras restricciones que han impedido al mercado funcionar en forma eficaz.

La interferencia más importante en el sistema de precios ha sido la fijación de ciertas tasas de intereses y la prohibición de incluir cláusulas de reajustabilidad en los préstamos, a menos que una ley especial lo autorice. Esta fijación de tasas de intereses, combinada en tasas de inflación relativamente altas y cambiantes que dejaban pronto obsoletas las tasas de intereses fijadas, tiene que haber producido efectos reales en la economía, las que conviene separar en tres grupos:

1.—Efecto en la asignación de recursos: toda fijación de precios, a menos que se le aplique a un monopolio, lleva normalmente implícito un efecto negativo en la asignación de los recursos; más aún, en el caso de nuestro mercado de capitales, en el cual la tasa de interés real para los préstamos de todo el sector bancario fue, con la excepción de 3 años, negativa. Esto trajo, como consecuencia, el hecho de que a ciertas empresas o personas les conviniera acu-

dir a préstamos bancarios, aun cuando la rentabilidad real de sus proyectos fuera cercana a 0% o negativa; asimismo, otras empresas que tenían proyectos de alta rentabilidad real no conseguían fondos en este mercado y tenían que recurrir a fondos de mercados paralelos en los que, debido a su falta de especialización, la información no era buena y los costos de operación del crédito eran relativamente altos. Sin embargo, el punto que vale la pena recalcar es que se le impidió al sistema de precios funcionar en forma eficiente, de tal manera que los ahorros de la comunidad, que se transaban en los mercados en los que la tasa estaba fijada a un nivel inferior al de equilibrio, no fueron necesariamente (salvo por coincidencia) hacia aquellos proyectos de más alta rentabilidad social, creando de esta manera una mala asignación de un cierto porcentaje de los ahorros nacionales.

Durante la actual administración el Gobierno ha implantado un impuesto de 41% sobre la tasa de interés de los créditos bancarios, el que unido a una baja relativa de la inflación, ha elevado la tasa de interés *para el deudor* a un nivel real positivo, disminuyendo parte del problema de la asignación de recursos; sin embargo, los bancos no recuperan los fondos suficientes como para aumentar la tasa de interés que *pagan a sus depositantes*, por lo que éstos no tienen un incentivo para llevar los fondos que probablemente entrarían al sistema si se permitiera que funcionara competitivamente. De esta manera, subsiste aún el problema en esta área.

Sin embargo, lo que se ha descrito no es el único efecto de la fijación arbitraria de tasas de interés en el área de la asignación de recursos. Se recordará que, anteriormente, se dijo que la comunidad podía invertir sus ahorros en cuatro grupos de activos, que eran:

- a) Dinero.
- b) Bonos, pagarés, acciones, etc.: en general instrumentos de crédito.
- c) Activos físicos.
- d) Capital humano.

También se vio que la inflación causaba un desplazamiento desde el activo dinero hacia las otras formas de tenencia de la riqueza, ya que se hacía relativamente más "caro" mantener dinero en esas condiciones.

¿Qué efectos puede tener la fijación de gran parte de las tasas de interés en el mercado organizado de capitales? Ciertamente, y por el nivel en que fueron fijadas, se ofrecían pocas oportunidades lucrativas para un inversionista en el mercado de capitales, es decir, la atracción relativa que tenían los activos líquidos (grupo b) con respecto a activos físicos y capital humano, disminuyó. Es verdad que no todas las tasas de interés estaban fijadas y, particularmente, existía y existe un instrumento de crédito —las acciones de sociedades anónimas— que se dejó libre. Sin embargo, es muy posible que ciertos instrumentos de crédito tengan una "clientela" particular, lo que hace que los trasposos de recursos de un instrumento a otro no sean perfectos y, ciertamente, no sean de corto plazo; a la vez, los costos y riesgos de operar en los mercados paralelos pueden ser bastante mayores en los mercados establecidos en los que las garantías y la información son relativamente buenas. En resumen, el probable efecto que esta fijación de tasas de interés tuvo y tiene en el presente, es bajar el nivel de las oportunidades que presenta el mercado de capitales organizado con respecto a otras formas de tenencia de la riqueza, lo cual implica que, parte de los ahorros que la comunidad tiene en el mercado de capitales, se traspasarán a activos físicos y capital humano. Es decir, esta medida puede haber tenido el efecto de

aumentar lo que hemos llamado "inversión directa" y disminuir los ahorros que se traspasan a otras unidades económicas.

La consecuencia que esto tiene en la asignación de recursos puede verse claramente mediante un sencillo ejemplo: supongamos que existe una familia A que acaba de ahorrar E^o 1.500 y está pensando en dos alternativas: a) comprarse un refrigerador, a lo cual esta familia le asigna una tasa subjetiva real de retorno igual a 5%. b) Traspasar los ahorros a la empresa Z, la cual con estos fondos financiará un proyecto que rinde 20% en términos reales.

A simple vista, es evidente que a la familia A —como asimismo desde un punto de vista social— le conviene traspasar los ahorros a la empresa Z; sin embargo, este traspaso no se llevará a cabo si el *instrumento de crédito* mediante el cual esta familia efectúa la transferencia de ahorros le otorga un interés de 1% o negativo en términos reales, debido a la fijación existente del precio de estos fondos.

De esta manera, la asignación de los ahorros de la comunidad no va, necesariamente, a los proyectos de más alta rentabilidad con posibles consecuencias graves para el nivel del Ingreso Nacional.

2.—Efecto de la fijación de la tasa de interés en el costo promedio de los fondos para las empresas.

En el mercado bancario la tasa promedio real de interés, durante la mayor parte de los últimos 25 años, ha sido negativa; a simple vista se podría decir, entonces, que las empresas se beneficiarían con este tipo de medidas. Sin embargo, la realidad puede ser muy distinta como pasaremos a analizar ahora.

Dado que en el mercado bancario la

tasa real de interés era negativa, existía —y existe— una permanente “escasez” de crédito. Esta “escasez” no refleja otra cosa que el hecho de que la tasa de interés existente no es la tasa de interés de equilibrio. A la vez, esto implica que las empresas no pueden obtener todo el crédito que necesitarían a la tasa de interés vigente, lo que las obliga a recurrir a fuentes alternativas de crédito —crédito de proveedores, mercado negro, etc.— cuyos costos de operación y riesgo son mayores debido a la falta de instituciones especializadas. Esto, unido al control selectivo del crédito, del que se hablará más adelante, produce lo que se ha llamado “piramidación” del crédito y que, en el fondo, no es otra cosa que el hecho de que ciertas instituciones, cuya naturaleza y propósitos básicos no son los de actuar de intermediarios financieros, han debido suplir de alguna manera parte de la insuficiencia de fondos provenientes del mercado financiero institucional organizado.

Es decir, es probable que por razones antes mencionadas el costo promedio para una cantidad dada de fondos puede haber sido substancialmente superior al que hubiere prevalecido, si se hubiera permitido que la tasa de interés se determinara libremente en el mercado, aun cuando ésta hubiera sido positiva en términos reales.

3.—Efecto de la fijación de la tasa de interés en el ahorro total.

En los puntos anteriores se ha mencionado que el hecho de que para un sector importante del mercado institucional de capitales se fijara una tasa de interés negativa en términos reales, implicaba que para un ahorrante se le hacía relativamente más atractivo invertir directamente en recursos que traspasar sus ahorros al mercado de capitales. Cierta evidencia de que hubo algu-

nos ahorros que no se traspasaron pueden obtenerse del Cuadro II, en el que se ve que el total del crédito otorgado por las instituciones financieras seleccionadas, prácticamente, no ha aumentado desde 1940 y, si se le extrae el crédito para vivienda, el total ha disminuido en una cifra cercana al 15%.

Sin embargo, la pregunta que cabe hacerse es: ¿qué efectos pueden haber tenido estas medidas en la magnitud del ahorro nacional? Desgraciadamente, en este punto la respuesta no es obvia y sólo estudios empíricos al respecto podrán dar la respuesta definitiva. El punto clave para analizar este problema es la cuantificación del efecto que puede tener la tasa de interés en la función de ahorros de la comunidad. Normalmente se supone que, a medida que la tasa de interés aumenta, se ahorrará más en un nivel dado de ingreso; si esto fuera efectivo, los controles existentes en el mercado de capitales que se han analizado anteriormente, son equivalentes a una baja en la tasa de interés desde el punto de vista del ahorrante, lo que lo conduciría a un menor ahorro total. La evidencia chilena que se puede aducir al respecto es la relativamente baja tasa de ahorro nacional comparada con la de países en similar grado de desarrollo, la cual en los últimos años ha crecido a cifras cercanas al 15% del P.N.B., con una participación estatal de, aproximadamente, el 70% del total. A la vez, según las cuentas nacionales, el ahorro de las personas ha sido, en la mayor parte de los años, negativo, como se demuestra en el Cuadro III⁴, en

⁴ Este ahorro negativo puede ser explicado, en parte, por la forma en que se miden los ahorros en las Cuentas Nacionales. Sin embargo, las cifras son de tal magnitud que cualquier posible ajuste, a lo más, dejaría el ahorro de las personas en magnitudes cercanas a 0.

CUADRO II

COLOCACIONES EN MONEDA CHILENA DE ALGUNAS INSTITUCIONES FINANCIERAS NACIONALES, PARA EL SECTOR PRIVADO (1)
(Cifras en miles de escudos de diciembre de 1965)

	CREDITO COMERCIAL						CREDITO PARA VIVIENDA				Total Crédito
	Bancos Privados	Banco del Estado	Bco. Central al público	Bcos. Hi- potecarios	CORA y ENAMI	Subtotal	Asoc. de Ahorros y Préstamos	CORVI	Subtotal		
1940	980.138	935.986	58.878	222.559	56.130	2.253.691				2.253.691	
1941	920.469	931.249	70.837	187.941	50.415	2.160.911				2.160.911	
1942	809.258	893.104	81.983	171.073	45.178	2.000.596				2.000.596	
1943	857.885	973.357	57.018	185.662	56.311	2.130.233				2.130.233	
1944	884.109	967.253	48.681	187.155	55.431	2.142.629				2.142.629	
1945	1.007.028	972.616	38.176	194.300	57.740	2.269.860				2.269.860	
1946	955.612	892.721	31.282	165.327	46.191	2.091.133				2.091.133	
1947	952.358	834.582	40.633	136.155	44.672	2.008.400				2.008.400	
1948	1.055.569	832.135	69.469	120.121	38.244	2.115.538				2.115.538	
1949	1.035.348	801.214	93.038	99.785	31.124	2.060.509				2.060.509	
1950	939.388	726.366	123.426	90.092	27.475	1.906.747				1.906.747	
1951	919.547	742.791	128.161	82.469	23.697	2.024.341				2.024.341	
1952	988.634	804.861	129.422	82.165	19.259	1.296.728				1.296.728	
1953	813.007	636.853	225.536	63.012	14.077	1.872.968				1.872.968	
1954	642.284	542.121	65.926	35.253	11.144	1.732.485				1.732.485	
1955	509.530	410.208	50.098	20.440	8.281	998.557				998.557	
1956	476.333	463.763	93.912	20.872	9.673	1.064.553				1.064.553	
1957	555.770	569.793	112.741	24.142	18.961	1.281.407				1.281.407	
1958	528.256	532.538	97.393	21.015	14.002	1.193.204				1.193.204	
1959	513.373	481.194	55.016	17.490	15.680	1.082.753				1.082.753	
1960	641.256	562.708	67.524	25.711	38.731	1.335.930		7.579	7.579	1.343.509	
1961	738.029	707.453	88.161	35.566	58.449	1.647.658		75.332	75.332	1.722.990	
1962	1.032.526	655.874	89.134	25.340	55.357	1.856.332		99.477	151.471	2.009.702	
1963	982.905	625.972	93.186	17.268	50.923	1.761.300	51.994	44.574	185.341	1.955.655	
1964	981.662	619.229	100.852	12.797	52.522	1.756.705	140.767	57.729	237.266	2.004.328	
1965	1.013.456	750.709	45.694	10.277	68.453	1.889.582	298.031	59.862	357.893	2.246.482	

Cifras extractadas de Superintendencia de Bancos, Banco Central y CORVI.

(1) Incluye créditos del Banco del Estado al Fisco, pero no sobregiro de la cuenta única fiscal. También incluye el crédito de los Bancos Privados e instituciones estatales y municipales.

Fuente: Informe del CICYP chileno para la reunión con el Sr. Pierre Paul Schweitzer (Director-Gerente del Fondo Monetario Internacional).

CUADRO III
 AHORRO GEOGRAFICO BRUTO
 (Cifras en millones de escudos de cada año)

AHORRO	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966
1. Asignaciones para el consumo de capital fijo	617	462	572	878	1.293	1.839	2.301
2. Ahorro	-56	132	148	296	581	1.183	1.877
2.1. Ahorro del gobierno general	140	157	140	378	523	837	1.582
2.2. Discrepancia estadística							
2.3. Ahorro de las sociedades de capital	98	99	146	373	474	630	781
2.4. Ahorro de las personas e instituciones sin fines de lucro	-294	-124	-138	-455	-416	-284	-486
AHORRO NACIONAL BRUTO	561	594	720	1.174	1.874	3.022	4.178
3. Déficit de la nación en cuenta corriente	161	264	170	373	348	232	224
AHORRO GEOGRAFICO BRUTO	722	858	890	1.547	2.222	3.524	4.402

Fuente: Cuentas Nacionales de Chile, ODEPLAN, Agosto 1967.

el cual se presentan algunas cifras de ahorros sectoriales para algunos años seleccionados.

Sin embargo, lo único que estas cifras demuestran es que la tasa de ahorro nacional ha sido y es relativamente baja, pero no indican que aquella hubiera sido más alta si la tasa de interés para los ahorrantes hubiera sido también más alta. A este respecto, es conveniente recordar estudios empíricos efectuados en otros países, en los cuales no se ha podido detectar un efecto significativo de la tasa de interés en la función de ahorros de la comunidad. Es cierto que, en esas economías, las fluctuaciones de la tasa de interés pueden haber sido substancialmente menores que para nuestro país, lo cual podría indicar que en Chile, dada la magnitud de las fluctuaciones en la tasa real de interés, ésta podría ser una variable pertinente. Pero es también interesante señalar que en algunos estudios sobre consumo y motivaciones de ahorro se ha detectado que, para un cierto número de ahorrantes, la motivación básica para abstenerse de

consumo presente es acumular un "fondo de retiro" para cuando dejen de trabajar. Ese fondo de retiro puede ser, ciertamente, función (positiva) de la tasa de interés, pero si suponemos que dicho fondo es una cantidad fija, podemos llegar al resultado paradójal de que una disminución de la tasa de interés hará aumentar los ahorros totales y un aumento en la tasa de interés hará disminuir esos mismos ahorros.

Como se puede apreciar, sobre este punto existen teorías valederas que llevan a resultados opuestos y sólo la investigación empírica podrá demostrar quién tiene la razón. Esperamos poder contar en el futuro con algunos estudios empíricos al respecto ⁵.

⁵ El argumento de que la tasa de interés es importante basándose en el éxito que han tenido los instrumentos de ahorro reajustables, no es pertinente para este punto, ya que nadie discute el hecho de que una vez que los individuos han tomado la decisión de ahorrar tratarán de invertir esos ahorros en la mejor alternativa posible; sin embargo, no sabemos si la tasa de interés alteró la decisión inicial de ahorrar esa cierta cantidad.

c) *Efectos de una Legislación Anticuada y Restricciones Legales en el Mercado de Capitales.*

Uno de los factores que explica un porcentaje relativamente alto del desarrollo económico de los países es el llamado "avance tecnológico". Este avance tecnológico, derivado de educación, investigaciones, descubrimientos, etc., afecta a, prácticamente, todas las actividades de la economía y se manifiesta en que las unidades de trabajo y capital que integran el proceso productivo van rindiendo más a causa de dicho factor. Desgraciadamente, este avance tecnológico puede ser retardado con una legislación anticuada. Supongamos que en Chile se dictara una ley que prohíbe a la Compañía de Papeles y Cartones importar maquinaria más moderna que la que existía en 1940; sin duda, esto haría que dicha fábrica no fuera tan eficiente como sería si se eliminara dicha ley. Sin embargo, esta fábula que parece ridícula ha estado en vigencia para la mayor parte de nuestro mercado de capitales con los efectos consiguientes sobre su eficiencia.

¿Cuáles serían los principales escollos legales e institucionales para un mejor funcionamiento del mercado de capitales?

El primero y más importante es la imposibilidad de reajuste, salvo que se autorice por leyes especiales. Esto, normalmente, va unido a una fijación de las tasas de interés con los efectos que se vieron anteriormente. En este sentido, es interesante señalar que el primer Congreso Nacional de Abogados Chilenos, realizado entre el 27 y el 31 de octubre de 1954, y cuyas ponencias fueron editadas en un libro cuyo título es *El derecho ante la Inflación*, se presentaron esquemas bastante ingeniosos a este respecto; desgraciadamente, por motivos inexplicables, no se llevaron a la práctica y el tema sólo volvió a cobrar

actualidad en 1960 con la implantación de algunos instrumentos de ahorro reajustables que están aún vigentes.

El segundo grupo de restricciones afecta, principalmente, la flexibilidad que pueden tener las instituciones, al impedirles ejercer funciones para las cuales, probablemente, tendrían una gran ventaja comparativa. Por ejemplo, las Asociaciones de Ahorro y Préstamos pueden prestar fondos sólo para determinados tipos de construcciones; los Bancos Comerciales están totalmente restringidos en sus inversiones y en su capacidad para operar con instrumentos distintos que los usuales tipos de depósitos y colocaciones; las Compañías de Seguros pueden invertir sus fondos en determinados tipos de activos y lo mismo sucede con los Fondos Mutuos, etc. A la vez, no existe flexibilidad para crear nuevas instituciones crediticias, y esto sólo es posible después de largos trámites legales lo que, en el fondo, no significa otra cosa que encarecer el costo de efectuar innovaciones en el mercado de capitales con la consiguiente falta de atractivos para los empresarios que se podrían interesar en estos aspectos.

Un tercer grupo de factores adversos consiste en la falta de atractivos para que existan en el país sociedades colocadoras de acciones y bonos que ejecuten las funciones que normalmente se denominan como "underwriting". La actual Ley de Bancos de Fomento faculta a estos bancos y a los Bancos Hipotecarios para ejercer estas funciones; sin embargo, hasta el momento no se ha creado ningún Banco de Fomento, y la depresión del mercado bursátil, como asimismo el estricto control del Banco Central y el Ministerio de Hacienda sobre la liquidez de los instrumentos de crédito que se emitan, no ha permitido a los Bancos Hipotecarios actuar en este campo.

La función de "underwriting" es básica en un mercado de capitales moderno, ya que permite que los costos de los traspasos de ahorros sean menores de lo que serían si es que cada empresa que necesitara emitir bonos o acciones tuviera ella misma que acudir al mercado comprador de estos instrumentos; en otras palabras, al permitir una mayor especialización de funciones se puede operar con cargas de transferencia menores, los que en este momento son de tal magnitud en nuestro país que, en la práctica, son raras las empresas cuyo financiamiento mediante emisión de acciones y bonos sea un porcentaje apreciable de su financiamiento total. Estas instituciones son importantes, además, en el sentido de que normalmente son la base para la creación de mercados secundarios organizados para los instrumentos de crédito que ellos transan, y que son pertinentes para otorgarle a los instrumentos la liquidez que demanda el inversionista.

d) *Otras Imperfecciones.*

También existe en nuestro mercado de capitales un grupo de imperfecciones que se derivan del sistema impositivo y que se manifiesta en que los intereses provenientes de algunos instrumentos de crédito están totalmente exentos del impuesto a la renta, otros no pagan impuesto a la renta sobre los intereses percibidos, pero éstos se computan para los efectos de subir de categoría al imponente en el cómputo del impuesto global complementario y, finalmente, otros instrumentos no tienen ninguna exención de impuestos. A la vez, en ciertos casos, el impuesto no depende del tipo de instrumento sino que de la institución emisora; asimismo, esta anarquía se puede apreciar también en el tratamiento tributario de las instituciones financieras mismas. Todo es-

to conduce a una estructura tributaria excesivamente complicada, la cual es conocida íntegramente por unos pocos abogados y especialistas en este campo y cuyo resultado final es aumentar los costos de operación en el área financiera. Al mismo tiempo, estas imperfecciones tienen un efecto real en la economía al dirigir los flujos de ahorros hacia inversiones que no necesariamente tienen la más alta rentabilidad social, creando de esta manera una ineficiente asignación de recursos. Es decir, consciente o inconscientemente, se ha creado en el mercado de capitales un sistema implícito de impuestos y subsidios a instituciones e instrumentos con probables efectos negativos en la eficiencia de dicho mercado y en la asignación de los recursos. Un ejemplo de estas políticas es la forma discriminada en que se ha ido instaurando el sistema de instrumentos y depósitos reajustables, ya que se le ha otorgado esa facultad a determinadas instituciones y para propósitos relativamente específicos, en desmedro de las instituciones a las que no se les otorgó aquella franquicia. Esto no significa que un impuesto o un subsidio crea necesariamente una mala asignación de recursos y, aún más, en muchos casos determinados impuestos y subsidios son necesarios para disminuir imperfecciones del mercado; sin embargo, en el caso que se está analizando es válido hacerse la pregunta si no se hubieran conseguido los mismos objetivos —suponiendo que dichos objetivos consisten en trasladar los ahorros hacia aquellas inversiones de más alta rentabilidad social— con subsidios directos a aquellas inversiones, sin crear discriminaciones ineficientes en el mercado de capitales.

e) *Acción Directa del Gobierno.*

En parte, para suplir las deficiencias que presenta el mercado de capitales,

como también para lograr sus objetivos económicos, el Gobierno ha ido asumiendo una ingerencia cada vez mayor en este mercado, a través de entidades financieras fiscales y semifiscales tales como Corfo, Enami, Cora, Indap y Corvi, principalmente, sin considerar el Banco Central, el Banco del Estado y las entidades de previsión que podrían ser catalogadas como un caso distinto, ya que las fuentes de fondos para estas últimas son, en su mayor parte, privadas o contractuales y no son, como las anteriores, entidades financieras financiadas, principalmente, a través de impuestos o ingresos fiscales.

La importancia de estas entidades es evidente, si se considera que una estimación conservadora del monto vigente de créditos otorgados por aquellas cinco instituciones ascendía, en 1965, a E° 430.000.000.

Nuevamente cabría preguntarse si no sería más eficiente que el mercado de capitales especializado se encargara de estos trasposos de fondos y que el rol del gobierno consistiera, principalmente, en subsidiar directamente a aquellos sectores que, por motivos de política económica, estimara conveniente ayudar.

III. *El Mercado de Capitales en Chile: Recapitulación.*

A través del desarrollo de esta exposición se han visto los efectos de las variables más importantes que, tal vez, puedan explicar el subdesarrollo de nuestro mercado financiero durante el último cuarto de siglo. Efectuando un breve resumen de ellas se puede decir que éstas fueron las siguientes: fijaciones legales de tasas de interés a niveles inferiores al nivel de equilibrio, imposibilidad legal de reajustar las obligaciones salvo para contados instrumentos o formas de crédito, una legislación anticua-

da que ha impedido un progreso tecnológico en el mercado de capitales comparable al progreso técnico alcanzado en otros sectores de la economía, un sistema tributario engorroso y discriminatorio y, finalmente, una variable exógena que fue la tasa de inflación relativamente alta y variable que prevaleció en el período y cuyo efecto principal, probablemente, fue el de acentuar las ineficiencias provocadas por los factores antes señalados, más bien que provocar ineficiencias importantes adicionales.

Es indudable que algún progreso se ha efectuado durante los últimos años con la creación de algunos instrumentos de ahorro reajustables y con la promulgación de la Ley N° 16.253 sobre Bancos de Fomento, que es indudablemente la pieza más importante de legislación financiera aprobada durante los últimos años. A la vez, está en estudio una reforma tributaria que aparentemente eliminaría algunas de las imperfecciones que afectan al mercado de capitales.

Sin embargo, subsisten dos hechos claves: 1) El avance realizado ha sido lento si se lo compara con todo lo que sería necesario avanzar para contar con un mercado de capitales moderno eficiente y riguroso; 2) Los avances efectuados mantienen, aún, el carácter esencialmente discriminatorio y restrictivo de la competencia de nuestro mercado de capitales.

Vamos a ver ahora, en líneas generales, qué áreas podría abarcar un proyecto cuyo objetivo fuera mejorar la eficiencia del mercado de capitales.

Posibles Soluciones:

Es evidente que al analizar todas las imperfecciones que contiene nuestro mercado de capitales, la idea que se nos viene a la mente es que se hace necesario un replanteamiento completo de

todo el sistema financiero, cuyo producto final sería un nuevo Código Financiero y Tributario en el que se fijaran las reglas definitivas de juego para las instituciones que intervienen en el mercado de fondos. Aun cuando esta solución ideal es relativamente difícil de llevar a cabo, no es imposible y, además, tiene dos ventajas manifiestas desde un punto de vista económico:

1) Todas las reformas, normalmente, tienen un costo y, aun cuando un replanteamiento total del sistema tendría un costo alto, es evidente que también lo tienen una sucesión de pequeñas reformas, con el agravante de que estas últimas tienden a crear una sensación de inestabilidad permanente con el consiguiente aumento del riesgo para las instituciones financieras. Es preciso hacer notar que aquí no se aboga por un cambio brusco del sistema, ya que perfectamente la implantación del nuevo código puede hacerse por etapas y con periodos de ajuste, pero sí se aboga porque las soluciones se planteen considerando al mercado de capitales como un todo y no desde un punto de vista parcial.

2) Existe en economía una teoría llamada del "second best" que sostiene que cuando en un mercado en el cual existe un cierto número de distorsiones se elimina una de éstas, no existe ninguna garantía de que el nuevo equilibrio implantará un mayor nivel de bienestar que implicaba el equilibrio inicial. En otras palabras, si por ejemplo en el mercado de capitales se permitiera ahora que los bancos comerciales pudieran reajustar sus depósitos a plazo (eliminación de una restricción), no existe ninguna garantía de que esa medida sea beneficiosa para el total de la economía. Este argumento, de por sí, implica que las soluciones deben ser planteadas en el contexto del total de la economía, y no como medidas aisladas para solucio-

nar un problema parcial o del momento.

Los puntos básicos que podría abarcar una reforma del sistema financiero serían los siguientes:

1.—Liberalización paulatina de la tasa de interés hasta dejarla a la libre determinación del mercado; los préstamos deberían dejarse pactar con o sin reajuste, según lo determinen las partes contratantes⁶. Esta medida aseguraría que los ahorros se dirigirían hacia aquellos proyectos de más alta rentabilidad privada; si la rentabilidad social, en algunos sectores, fuera distinta a la rentabilidad privada, mediante el sistema tributario directo se podría eliminar la discrepancia sin necesidad de introducir distorsiones en el mercado de capitales.

2.—Mayor flexibilidad para las funciones de las instituciones financieras y liberalización de las restricciones para crear nuevos instrumentos de ahorro y establecerse en el mercado. Esta medida garantizaría que las funciones de intermediarios financieros sean ejercidas por aquellas instituciones que tienen una mejor organización y una mayor ventaja comparativa para ejercerlas. Con el objeto de evitar poderes monopólicos, se podría fortalecer la actual legislación antimonopolios y, por lo tanto, no se requiere de mayores restricciones en el mercado.

3.—Reestudio del sistema tributario que afecta a los instrumentos de crédito y a las instituciones financieras, de tal manera de eliminar o minimizar la mala asignación de recursos que se puede producir por los subsidios e impuestos implícitos en la actual estructura tribu-

⁶ Es decir, los préstamos podrían pactarse en forma de tasas nominales de interés, las que, implícitamente, contendrían una apreciación de forma de tasas de interés real más reajuste o en la tasa de inflación futura. Como se verá más adelante, este último mecanismo es más arriesgado, tanto para el deudor como para el acreedor.

taria. Esto puede implicar que los ingresos del Fisco disminuyan temporalmente, pero esos ingresos podrían compensarse con un aumento de impuestos en otros sectores en los que los efectos sobre la asignación de recursos sean menores que en el mercado de capitales.

IV. *Otros Puntos Importantes Relacionados con el Mercado de Capitales.*

Por motivos de exposición, el análisis efectuado en los puntos anteriores de este trabajo ha sido breve y ha hecho hincapié sólo en las variables más pertinentes. Desgraciadamente, esto no ha permitido abordar ciertos temas que son importantes y sobre los cuales algunas breves ideas pueden ayudar para una discusión positiva al respecto. Por esta razón se tratarán en forma esquemática algunos tópicos seleccionados por su importancia económica y por su pertinencia para cualquier discusión sobre el mercado de capitales.

1.—*Relación entre Política Monetaria e Instrumentos de Crédito.*

Uno de los objetivos comúnmente aceptado de la política monetaria es mantener el nivel de precios lo más estable posible, compatible con un mínimo de desempleo. En este sentido, las autoridades monetarias deben velar, dentro de lo factible, por aquellas tendencias de carácter inflacionario que se presenten en la economía. ¿Qué relación tiene lo anterior con los instrumentos de crédito? El nexo consiste en lo siguiente: en la medida que se crean instrumentos de crédito líquidos, éstos tienden a ser substitutos del dinero; por esta razón, la comunidad deseará mantener una menor cantidad de dinero en términos reales que antes y, por lo tanto, el excedente sobre lo que de-

sean mantener será gastado, creando así una presión inflacionaria. De hecho, éste es uno de los argumentos por los que el Banco Central se opone a la creación masiva de instrumentos de ahorro reajustables que sean relativamente líquidos.

Es evidente que esta política tiene un costo real para la economía y, si se la lleva al extremo, lo más deflacionario sería eliminar todos los instrumentos de crédito que existen. Además, para compensar el efecto inflacionario de la creación de instrumentos de crédito, las autoridades monetarias podrían disminuir en cierta cantidad el crédito que otorgan a diversos sectores. Sin embargo, como una medida de corto plazo y combinada con otras medidas antiinflacionarias, una parte o todo el costo de esta política puede ser compensada con los beneficios que acarrearía el detener la inflación.

2.—*Control Selectivo y Piramidación del Crédito.*

Una de las características que ha tenido la política crediticia en Chile —principalmente aquella referente al crédito del sistema bancario— ha sido lo que se denomina control selectivo y que consiste en que, por reglamento, se determina qué sectores recibirán el crédito, en vez de dejar al sistema de precios la asignación de los ahorros.

En general, se puede decir que esta política tiene dos grandes defectos:

a) Es una manera relativamente ineficiente de encauzar recursos hacia sectores específicos, ya que éstos podrían ser subvencionados directamente mediante el sistema tributario.

b) El control selectivo normalmente sólo puede ejercerse en una primera etapa; además, como en la mayor parte de aquellos sectores que reciben el crédito

existe comúnmente un cierto grado de competencia, ésta hará que el crédito se traspase a intermediarios, distribuidores y consumidores, creando así una cadena que se denomina piramidación del crédito.

Un ejemplo típico son las industrias de bienes de consumo durable que al obtener un financiamiento bancario traspasan gran parte de éste a los distribuidores y éstos, a su vez, lo traspasan a los consumidores, aumentando así la cantidad —y los costos— de los traspasos. Más eficiente sería que, tanto los distribuidores como los consumidores, tuvieran mayor acceso directo al crédito, y la forma de obtener esto es eliminando aquellas medidas de control selectivo que tienden a crear esta situación.

3.—*Situación de la Bolsa de Comercio*

Es innegable que el mercado bursátil chileno atraviesa por una aguda situación depresiva, cuyas consecuencias para el desarrollo de las empresas son de sobra conocidas como para repetir las aquí.

Con respecto a la cantidad de transacciones efectuadas en la Bolsa, las que pueden dar un índice de la actividad bursátil, es interesante anotar que en el sexenio 1940-46 el promedio anual de transacciones fue de E° 335 millones en escudos de 1965, mientras que durante el sexenio 1950-56 dicho promedio disminuyó a E° 94 millones, cifra expresada también en escudos de 1965. Por otra parte, los precios de una gran cantidad de acciones están a niveles inferiores al valor de liquidación de las respectivas empresas y, por lo tanto, la pregunta que puede hacerse un observador es por qué no se liquidan esas sociedades.

Las causas probables de esta situación pueden ser, principalmente, cuatro:

a) El aumento de impuestos durante los últimos años, que obligó a muchos individuos y empresas a liquidar parte de sus activos líquidos, causando de esta manera una baja en los precios. Es evidente que ésta es una variable que puede explicar movimientos de corto plazo en los precios de las acciones; sin embargo, no puede ser una variable explicatoria de una situación de largo plazo, ya que implicaría un permanente desequilibrio entre los precios relativos de los activos en general.

b) La ineficiencia del mercado de capitales obligó a las empresas a recurrir al financiamiento interno, con la consiguiente disminución de los dividendos a los accionistas⁷. A la vez, las políticas de dividendos de la mayor parte de las empresas chilenas han sido relativamente erráticas con lo que, posiblemente, aumentó el riesgo de estos activos líquidos desde el punto de vista del pequeño inversionista.

c) La creación de instrumentos reajustables, al ofrecer alternativas cuya tasa de interés real era positiva, seguramente tuvo un efecto negativo en el precio de las acciones; a la vez, la situación tributaria diferencial acordada a esos instrumentos aumentó la atracción relativa de éstos.

d) El último factor está relacionado con la situación política del país, la que puede tener el efecto de disminuir el horizonte del inversionista y/o hacer más arriesgado estos instrumentos en relación al riesgo que tendrían si la situación fuera más estable.

Una mayor eficiencia en el mercado

⁷ Para una muestra de industrias manufactureras chilenas, las fuentes internas de fondos ascendían en 1950 al 45% del total, mientras que en 1960 dicho porcentaje había subido al 72,0% aproximadamente.

de capitales tendería a eliminar las causas a) y b). La causa c) —con la excepción del aspecto tributario— es sólo atribuible a una mayor competencia y, en ese sentido, es beneficiosa. El factor d) es un elemento exógeno al sistema sobre el cual es imposible actuar desde este campo.

4.—Crédito a Largo Plazo.

Durante largo tiempo, el crédito de largo plazo predominante en Chile fue el crédito hipotecario. En el Cuadro IV se puede apreciar la importancia relativa de este tipo de crédito respecto del crédito bancario total.

CUADRO IV
CREDITO BANCARIO Y CREDITO HIPOTECARIO

(Saldo a fines de cada año, en miles de escudos de 1965)

Año	Crédito Bancario (1)	Porcentaje	Crédito Hipotecario (2)	Porcentaje	Crédito Total
1930	1.016.009	56,1	794.580	43,9	1.810.589
1940	1.238.314	74,2	430.057	25,8	1.668.371
1950	1.354.087	86,8	206.776	13,2	1.560.863
1960	1.101.030	94,0	70.319	6,0	1.171.349
1965	1.746.201	98,8	21.452	1,2	1.767.653

(1) Sólo considera las colocaciones en moneda corriente de los Bancos Comerciales y del Banco del Estado.

(2) Crédito hipotecario concedido por el Banco del Estado, Banco Hipotecario de Chile y Banco Hipotecario de Valparaíso.

La decadencia del crédito hipotecario puede atribuirse a la imposibilidad de reajustar los dividendos y bonos hipotecarios, combinada con las tasas relativamente altas y variables de inflación que han prevalecido durante las tres últimas décadas. Aun cuando la tasa de interés *efectiva* en los bonos no estaba fijada por ley⁸ —ya que las cotizaciones de éstos podían variar— era arriesgado endeudarse y/o adquirir instrumentos de crédito a largo plazo con tasas nominales que reflejaran una cierta inflación esperada. En este sentido,

para los créditos de largo plazo la posibilidad de reajuste se torna indispensable.

Al disminuir una fuente de créditos de largo plazo para las empresas tan importante como lo fue el crédito hipotecario, éstas se vieron obligadas a recurrir a otros sustitutos, entre los cuales el de mayor magnitud ha sido el crédito externo que en 1965 llegaba a un monto aproximado de US\$ 450 millones.

Con la promulgación de la ley de Bancos de Fomento, que permite la reajustabilidad de los bonos y préstamos hipotecarios, se puede esperar un resurgimiento de esta fuente de fondos para las empresas chilenas.

⁸ Salvo para ciertas inversiones en las que el precio mínimo del bono estaba reglamentado en el decreto de emisión.

5.—*Distribución del Crédito Bancario entre el Sector Público y el Sector Privado.*

Durante los tres últimos años, la proporción del total de crédito bancario (Banco Central + Bancos Comerciales + Banco del Estado) en moneda nacional que ha utilizado el sector público creció en desmedro del porcentaje que utilizaba el sector privado, aunque en términos reales la *cantidad* de crédito bancario hacia el sector privado ha aumentado. De hecho, desde fines de 1964 hasta junio de 1967, el crédito bancario hacia el sector público ha crecido desde E° 185 millones, hasta E° 603 millones, lo que da un incremento de 225%; entre las mismas fechas, el crédito al sector privado ha crecido desde E° 1.292 millones hasta E° 2.523 millones, con un aumento de 95%.

Es muy probable que en el corto plazo esta redistribución del crédito bancario representa un costo real para las empresas que la utilizaban, al obligarlas a cambiar su estructura de financiamiento y/o disminuir el monto de sus activos. Este costo se hace mayor si es que el crédito bancario refleja un subsidio en el sentido de que la tasa de interés cobrada sea inferior a la tasa de interés de equilibrio.

Sin embargo, es conveniente señalar que, para el sector privado como un todo, la "carga" fiscal viene determinada básicamente por la aprobación del presupuesto gubernamental, más bien que por la fuente de financiamiento de éste, sea a través de mayores impuestos o endeudamiento bancario. Como, probablemente, gran parte de un incremento de los impuestos recaería en las personas e instituciones que utilizan el

crédito bancario, la situación neta de este sector puede no ser substancialmente distinta de aquélla que prevalecería si el gobierno utilizara los impuestos como fuente de financiamiento de su presupuesto.

6.—*Necesidad de Estudios Empíricos.*

A través del desarrollo de este trabajo hemos podido apreciar la gran importancia económica que tiene el mercado de capitales. Sin embargo, los estudios empíricos que se han hecho al respecto han sido, en su gran mayoría, de un nivel superficial y sin abordar mayormente las variables importantes.

Uno de los buenos estudios publicados últimamente es el Estudio de Fuentes y Usos de Fondos 1960-1964, realizado conjuntamente por el Banco Central y ODEPLAN, que permite analizar los movimientos financieros entre los sectores de la economía chilena. A pesar de esto, es evidente que conocemos muy poco acerca de algunos aspectos claves del mercado de capitales, como por ejemplo: la importancia de algunas variables en el ahorro, la relación cuantitativa entre algunas formas de crédito y la demanda por dinero, los efectos específicos del marco legal en la actuación de algunas instituciones financieras, etc.

Parece lógico suponer que cualquier renovación que pretenda mejorar el mercado de capitales deberá hacerse sobre bases económicas y legales más firmes que las bases que prevalecieron en el pasado. Para esto, no existe otra alternativa que ahondar en el estudio empírico de las variables que se consideren relevantes.