

## Shocks Externos y Política Financiera en la Economía Global

Exposición de Carlos Massad, Presidente del Banco Central de Chile en el VI Encuentro Financiero "Negocios y Perspectivas Económicas: Cómo Ganar el Segundo Tiempo" organizado por ICARE, 25 de julio de 2000.

Quiero agradecer la invitación extendida por **ICARE** y aprovechar esta oportunidad para hacer algunas reflexiones sobre lo que significa para una economía pequeña y abierta como la chilena, vivir en un mundo que se caracteriza por una integración cada vez mayor de sus mercados y que al mismo tiempo se ve afectado por fuertes volatilidades. Me gustaría referirme principalmente a los avances que hemos hecho a nivel macroeconómico y financiero y a los desafíos futuros en la esfera micro-financiera.

1. En los países pequeños y altamente dependientes de los desarrollos económicos mundiales, las volatilidades de los mercados externos se manifiestan principalmente a través de fluctuaciones de los precios de las materias primas (términos de intercambio) y del cambio de las condiciones financieras internacionales, que pueden implicar diferentes grados de restricciones a las condiciones de financiamiento externo.

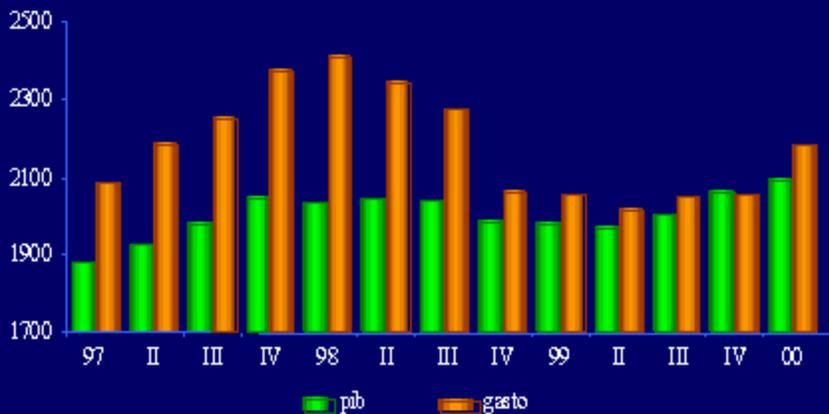


2. Los desarrollos que ha vivido la economía chilena durante los últimos años, estuvieron marcados por dos factores fundamentales: El primero, de origen interno, estuvo asociado a la fuerte e insostenible expansión del gasto interno durante el segundo semestre de 1997. Estimaciones realizadas a comienzos de 1998 sugerían que, de no mediar un ajuste interno importante, la economía enfrentaría un déficit de la cuenta corriente potencial para ese año cercano al 8% del Producto Interno Bruto (PIB). El segundo elemento que marcó la evolución reciente de nuestra economía fue la crisis financiera internacional, iniciada a mediados de 1997 en el sudeste asiático, la cual alcanzó su mayor impacto sobre nuestro país hacia fines de 1998 y comienzos de 1999.

## Evolución del PIB y la Demanda Interna

### PIB y Demanda Interna

(miles de millones de pesos de 1986, series desestacionalizadas)



Banco Central de Chile

25 de Julio del 2000

3

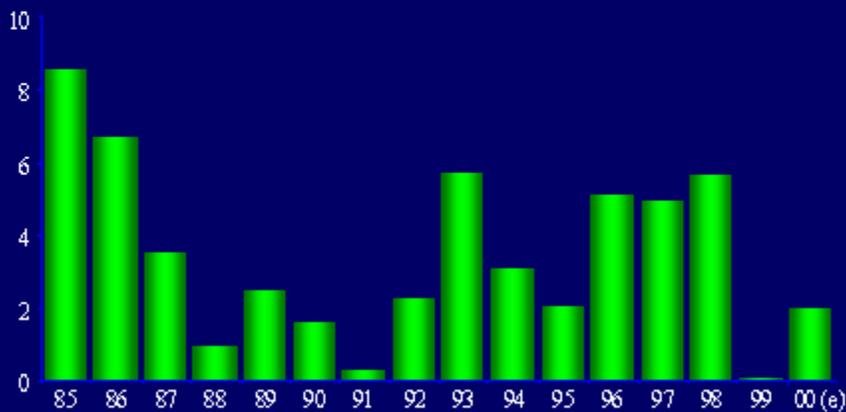
3. En general, las fluctuaciones y volatilidades se amplifican al propagarse hacia los mercados locales, debido principalmente a que los mercados financieros nacionales carecen de un grado suficiente de profundización y desarrollo.

4. Existen factores económicos claves que dejan en evidencia las restricciones financieras de los países emergentes: (1) los déficits de la cuenta corriente de la balanza de pagos como proporción del PIB tienen que ser bajos, pues de lo contrario significarían fuertes restricciones al financiamiento internacional para estas economías; (2) los impulsos fiscales son en general procíclicos; (3) se evidencian grandes fluctuaciones de los flujos de capital hacia estos países; y (4) son economías que sufren grandes cambios en los premios soberanos aplicados sobre su deuda externa.

## Déficit en Cuenta Corriente

### Déficit en Cuenta Corriente

(como % del PIB)



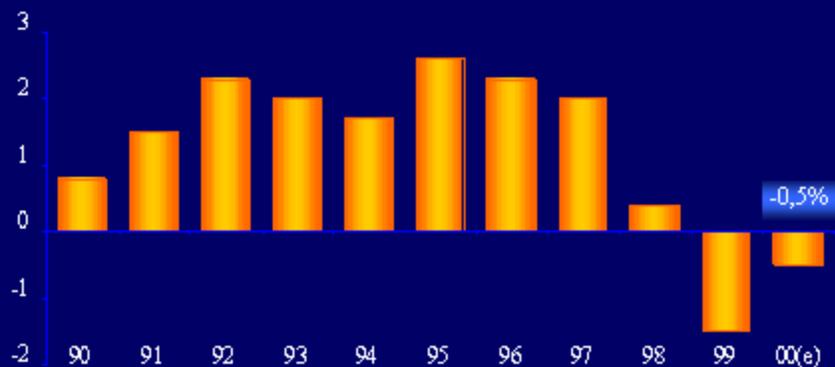
Banco Central de Chile

25 de Julio del 2000

4

## Superávit Fiscal

*Superávit Fiscal*  
(como % del PIB)



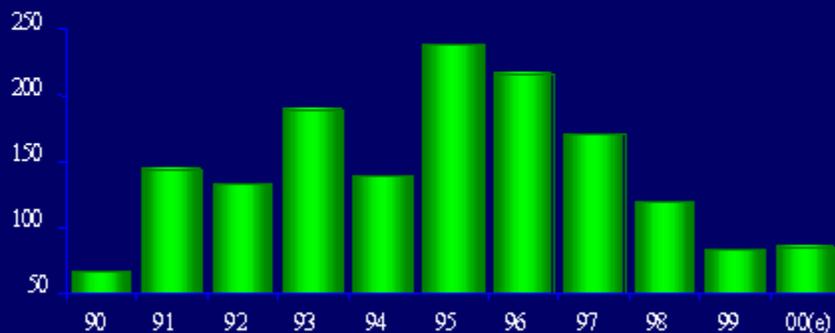
Banco Central de Chile

25 de Julio del 2000

5

## Flujos de Capitales a Economías Emergentes

*Flujos Netos de Capitales \**  
(miles de millones de US\$)



\*Considera flujos oficiales y privados

Fuente: World Economic Outlook FMI, Abril 2000

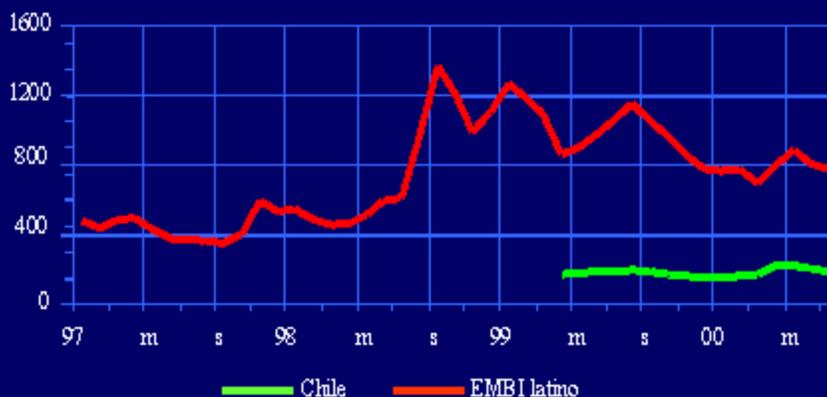
Banco Central de Chile

25 de Julio del 2000

6

## Premios Soberanos de la Deuda Externa

*Premios Soberanos América Latina y Chile*  
(puntos base)



Banco Central de Chile

25 de Julio del 2000

7

5. Hay dos opciones para enfrentar la volatilidad externa: intentar suprimirla, o aprender a vivir con ella. En Chile hemos elegido enfrentar las volatilidades que afectan a nuestra economía a través de avanzar hacia un régimen que permita acomodarse a este fenómeno, es decir, solucionar o eliminar las debilidades que magnifican y propagan la volatilidad al interior de la economía. Esto significa, en la práctica, avanzar hacia un fortalecimiento cada vez mayor de los vínculos con los mercados financieros internacionales, y el desarrollo y profundización del sistema financiero nacional. De esta forma, se reducirán las restricciones de liquidez y, en última instancia, la volatilidad misma que está afectando a la economía. Así, se abre una amplia gama de posibilidades de crecimiento futuro, por la vía de un mercado financiero moderno, desarrollado e integrado.
6. En este punto quiero destacar, sin embargo, que no es fácil desplazarse desde un régimen de controles supresivos hacia un régimen donde predomina la acomodación de las políticas e instrumentos para convivir con la volatilidad. Muy por el contrario, es un camino difícil y más aún, no exento de riesgos. Sin embargo, ello no quita que luego de evaluarse los costos y beneficios, en el largo plazo sea, sin ninguna duda, el enfoque más beneficioso para el país.
7. En Chile, hemos podido aprender importantes lecciones del pasado, por lo que hemos estado realizando un proceso de transición paulatino y ordenado en la dirección de aprender a convivir con las volatilidades, proceso que comenzó hace ya algunos años.
8. Creemos que una contribución importante que pueden hacer los bancos centrales de los países con miras a garantizar una mayor estabilidad financiera, es ayudar a crear las condiciones necesarias para que los efectos de los *shocks* (especialmente externos) se distribuyan en diferentes mercados. De esta forma lo que se busca, por ejemplo, es que los ajustes del tipo de cambio puedan ayudar a aliviar las presiones sobre las tasas de interés, reduciendo así la volatilidad en cada uno de los mercados en forma individual, dentro de un esquema de políticas que es internamente coherente.
9. En este tipo de esquema, un punto importante a tener en mente es que la política fiscal cumple un rol fundamental y complementario con las restantes políticas macroeconómicas cuando se enfrenta un *shock* externo de importancia, como los que ha tenido que salvar nuestra economía durante su historia.
10. Es así como, en los últimos años hemos dado grandes pasos hacia la implementación de mecanismos que ayudan a convivir mejor con las volatilidades.
11. Anteriormente, la limitada integración de los mercados cambiarios, así como los controles a la entrada de capitales externos, mediante instrumentos afines al mercado, sustentados por un período mínimo obligatorio no discriminatorio de permanencia del capital extranjero en el país, buscaban eliminar o reducir la volatilidad de los movimientos de capitales. Dichos controles eran consistentes con una banda relativamente estrecha de tipo de cambio que limitaba la volatilidad del peso respecto del dólar, pero que inevitablemente amplificaba los movimientos de las tasas de interés. Este régimen, que comenzó a operar a comienzos de la década de los años '90, actuó en paralelo con una supervisión y regulación bancarias crecientemente fortalecidas, donde se incluía la aplicación de los principios de Basilea, que fueron incorporados en la legislación bancaria desarrollada luego de la crisis financiera de los años '80.
12. Sin embargo, a medida que se mejoraba la regulación y la supervisión, se desarrollaba cada vez más el sistema financiero. Por

varios años, las acciones del Banco Central se orientaron a aumentar la integración de los mercados cambiarios, hasta que en 1997 se liberó el acceso al mercado cambiario formal. Más recientemente, el Banco Central comenzó a introducir, en estrecha cooperación con la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, normas nuevas, estrictas y prudentes en el sistema financiero, destinadas a acotar los riesgos de los bancos, pero entregando a su vez mayor flexibilidad en el tipo de operaciones y derivados que la banca puede realizar tanto en el exterior como en Chile. Es así como, junto con la disciplina alcanzada en el control de la inflación durante la década de los '90, se pusieron en práctica medidas importantísimas que buscaron la ampliación de los mercados e instrumentos de cobertura de riesgos, ya sea de monedas, de tasas de interés o de plazos, de tal forma de lograr un eficiente y sustancial reacomodo de las carteras de los agentes privados no bancarios. Dentro de estas medidas destacan, los derivados de crédito, los forwards, futuros y swaps de tasas de interés, monedas y unidades de reajustabilidad, las operaciones interbancarias y de repos en moneda extranjera y los bonos cero cupón del Banco Central.

13. Es decir, en forma gradual se fue preparando el terreno en el plano financiero nacional a través de la entrega de las herramientas necesarias para que fueran los mismos agentes privados los encargados de tomar los instrumentos de cobertura adecuados para cubrirse de los principales riesgos financieros imperantes en nuestro país.

14. De hecho, incluso el sistema de contabilidad utilizado en el Banco Central tuvo que ser modificado, ya que históricamente las reservas internacionales y los pasivos externos fueron convertidos a pesos para propósitos contables mediante la utilización de la tasa central de la banda cambiaria (tipo de cambio acuerdo), mecanismo que en 1998 fue reemplazado por la valoración de los activos y pasivos externos al tipo de cambio de mercado (tipo de cambio observado).

15. Este fue probablemente el primer paso público hacia un cambio de régimen de la política cambiaria.

16. Posteriormente, se hicieron importantes modificaciones en la normativa de la cuenta de capitales, así como también en el régimen cambiario, las que buscaban una mayor apertura y flexibilidad de estos mercados.

## Principales Medidas Cambiarias 1998-2000

- Septiembre 1998
  - Ampliación de la banda cambiaria
  - Reducido a 0% encaje a los influjos de capitales
  - Reservas del Banco Central valorizadas a precio de mercado
- Abril 1999
  - Mayor acceso por parte de empresas chilenas a financiamiento externo de mediano y largo plazo (ADR y bonos)

## Principales Medidas Cambiarias 1998-2000

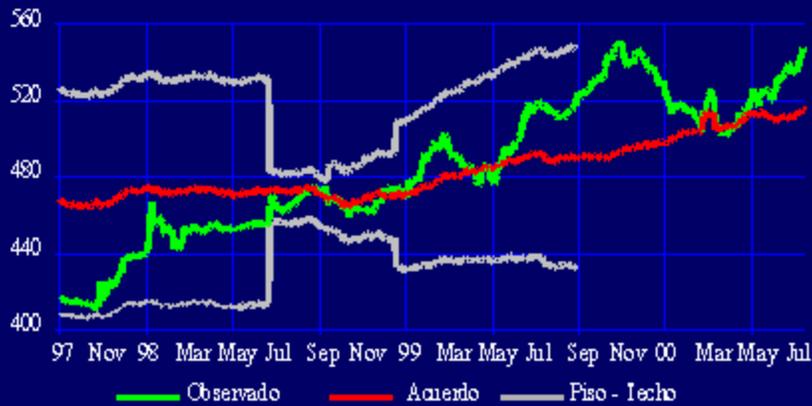
- Mayo 2000
  - Emisión de bonos en el exterior indizados en UF
  - Eliminación del año de permanencia para la entrada de capitales
  - Ampliación del mercado cambiario formal a las corredoras de bolsa no bancarias y agentes de valores
  - Autorización a los bancos para operar con instrumentos derivados de tasas de interés
  - Regulación acerca del monto de provisiones sobre colocaciones otorgadas por un banco a empresas con descalce de monedas

17. Es así como la banda de flotación del tipo de cambio fue ampliada en forma consistente, con una sola excepción forzada por las circunstancias; el encaje no remunerado para entradas de capital se fue reduciendo gradualmente hasta ser fijado en 0% y se redujo el período mínimo obligatorio de permanencia del capital extranjero hasta su eliminación, entre otras medidas. Al mismo tiempo, los bancos fueron autorizados para operar con *forwards* de moneda extranjera; para financiar en moneda extranjera el comercio internacional incluso entre terceros países; para efectuar colocaciones e inversiones financieras transfronterizas en una gama creciente de países, empresas e instrumentos; y para operar con derivados de tasa de interés, aspectos todos que pueden parecer muy naturales y de uso común en las economías más desarrolladas, pero que estaban excluidos en un régimen de política donde las autoridades intentaban eliminar la volatilidad en lugar de convivir con ella.

18. Cuando todos estos ingredientes fueron introducidos y estuvieron funcionando adecuadamente, situación que tomó varios años de trabajo lograr, en septiembre de 1999 el Banco Central de Chile optó por abandonar la banda de flotación del tipo de cambio, dejando que el peso flotara libremente de acuerdo a las reglas del mercado. Contrariamente a lo ocurrido en otros países, esto se hizo en un momento elegido por nosotros, y no porque estuviésemos arrinconados y sin otra opción. Con esta importante medida, el Banco Central formalizó además, su firme compromiso de no intervenir el mercado cambiario, a menos que se trate de situaciones extremas y con la obligación de informar públicamente las razones y los montos de la intervención. Con esto se logra plena coherencia del esquema de tipo de cambio flotante con el esquema de metas de inflación.

## Tipo de Cambio Nominal

*Tipo de Cambio Observado y Banda Cambiaria  
(pesos por dólar)*



Banco Central de Chile

25 de Julio del 2000

12

19. Quiero destacar que luego, de más de diez meses de libre flotación de nuestra moneda, la volatilidad del peso ha sido bastante moderada, siendo más baja que la del peso mexicano, del real brasileño, e incluso más baja que la del yen o del euro con respecto al dólar.

## Volatilidad Cambiaria

*Volatilidad del Peso y otras Monedas frente al Dólar E.E.UU.  
%*

	jun95-jun97*	sep99-jul00*	opciones a julio**
<b>Peso chileno</b>	4,7	5,3	8,7
Yen	9,9	8,6	11,7
Euro	7,9	9,0	9,4
Peso mexicano	13,9	7,7	13,8
Real brasileño	3,4	7,2	9,7
Dólar Canadá	3,7	4,0	5,6
Dólar N. Zelanda	4,5	8,7	--

\*Calculado como desviación estándar anualizada de la variación porcentual semanal

\*\*Volatilidad implícita en opciones sobre moneda a tres meses, porcentaje anualizado

Banco Central de Chile

25 de Julio del 2000

13

20. Otro hito importante ocurrido recientemente en nuestro mercado financiero, y que ha significado otro paso hacia una mejor convivencia con las volatilidades, dice relación con la colocación en los mercados financieros internacionales de deuda externa denominada en moneda nacional. En efecto, a fines de mayo el Banco Central y el Ministerio de Hacienda hicieron posible la emisión de bonos en UF en el exterior. El Banco Mundial ya realizó la primera emisión internacional de bonos en moneda chilena indexados (UF), con una madurez de cinco años y a una tasa de interés de UF más 6,6%, algo por debajo de la de documentos similares del Banco Central en ese momento. Recientemente se han anunciado otras emisiones similares.

21. Esta emisión, por haber sido realizada a través de este prestigioso organismo, se caracteriza por tener un bajo nivel de riesgo en el plano internacional. Por esta razón, se constituye en una fuente atractiva para que los inversionistas extranjeros tomen riesgos en moneda chilena y logren así una mayor diversificación de sus carteras, lo que representa un paso importante hacia la integración financiera de nuestro país con el resto del mundo. El exitoso resultado de esta colocación de deuda externa, es una clara representación de la confianza existente en los mercados financieros mundiales respecto de la economía chilena. Desde el punto de vista de Chile, la emisión internacional de bonos en UF por nuestras empresas constituye un mecanismo importante para reducir el riesgo cambiario.

22. Así, podemos ciertamente decir que se han dado pasos fundamentales para la apertura e integración de nuestro mercado financiero. Sin embargo, creemos que aún hay trabajo por hacer en este plano, de tal forma de fortalecer aún más los vínculos con los mercados internacionales que faciliten una mayor profundización de nuestros instrumentos y mercados.

23. Con el régimen de política cambiaria vigente en nuestro país, hemos logrado diluir en más de un mercado los efectos que pudieran tener sobre una economía pequeña y abierta como la chilena, las volatilidades de los mercados financieros internacionales, como las que vivimos en el pasado reciente, y que seguramente seguiremos observando.

24. En términos teóricos, podríamos pensar en un sistema ideal donde fuera posible llegar a un nivel de regulación y supervisión total del sistema financiero, de forma tal que sea lo suficientemente estricto como para hacer frente a cualquier tipo de *shock*. Pero la pregunta que surge inmediatamente es ¿si tal régimen de regulación por evitar a cualquier costo los riesgos, no estará dejando proyectos viables y rentables fuera de los mercados financieros, implicando a la larga un alto costo para la sociedad? Una mano regulatoria muy pesada puede desalentar la innovación. Una demasiado liviana puede poner en riesgo los derechos de propiedad.

25. Claramente lo que existe en realidad es una comparación entre costos y beneficios, vinculados con una serie de variables que dicen relación con la elección del régimen de política utilizado (monetaria y cambiaria), la forma como se enfrentan las volatilidades y el régimen de regulaciones que mejor se adecúe a las condiciones de la economía.

26. Los riesgos involucrados en el enfoque de acomodación a las volatilidades, obviamente están relacionados con la transmisión de éstas a aquellos mercados de la economía que no están lo suficientemente cubiertos para enfrentarlas. Por ello, cabe crear los instrumentos y mecanismos financieros que puedan cubrir los riesgos de tales *shocks* en forma eficiente y a costos razonables. Esta estrategia asegura la coherencia de las políticas monetaria y cambiaria.

### **Opciones para la Pequeña y Mediana Empresa**

27. Como hemos visto, se ha avanzado mucho en el ámbito macro-financiero pero aún persiste la necesidad de perfeccionar nuestra institucionalidad micro-financiera. De hecho, en un mundo global expuesto a alta volatilidad, la pequeña y mediana empresa y las empresas emergentes en general, requieren un acceso al financiamiento más fluido y más balanceado entre deuda y capital. En la actualidad, éstas básicamente acceden a deuda bancaria y de proveedores y no a capital de riesgo para su financiamiento. Lo anterior exacerba los riesgos de insolvencia si consideramos que los nuevos proyectos y empresas enfrentan indudablemente mayor incertidumbre y volatilidad. Con una estructura inadecuada de financiamiento, dichos riesgos se ven potenciados e incrementados. No pretendo aquí entrar en detalle en estos temas, ni buscar soluciones prontas que se discuten en otros ámbitos. Sólo deseo señalar algunas líneas de trabajo futuro que me parecen especialmente importantes.

28. Estimular el financiamiento a través del capital de riesgo es clave. La creación de fondos de inversión privados que puedan emitir instrumentos que no sean de oferta pública, debería estimular el financiamiento a través del capital de riesgo. Esta propuesta fue recientemente incorporada por el Poder Ejecutivo como parte del proyecto de Ley de OPAS y permitirá liberar a los actuales fondos de inversión y a sus administradoras de la regulación y fiscalización cuando se trate de fondos cuyos instrumentos de captación no sean instrumentos de oferta pública. Estos fondos privados podrán constituirse para financiar a las *PYME* y también para establecer nuevas empresas.

29. El proyecto de la Ley de OPAS, actualmente en trámite legislativo, modifica también otros preceptos legales que regulan los fondos de inversión con el objeto de flexibilizar la administración de los recursos involucrados. Básicamente se dejan una serie de materias que actualmente la Ley regula, a la libre decisión de lo que puedan establecer los reglamentos internos de los fondos que deben ser acordados por los aportantes. Además, se fortalecen los comités de vigilancia para cautelar esa mayor libertad.

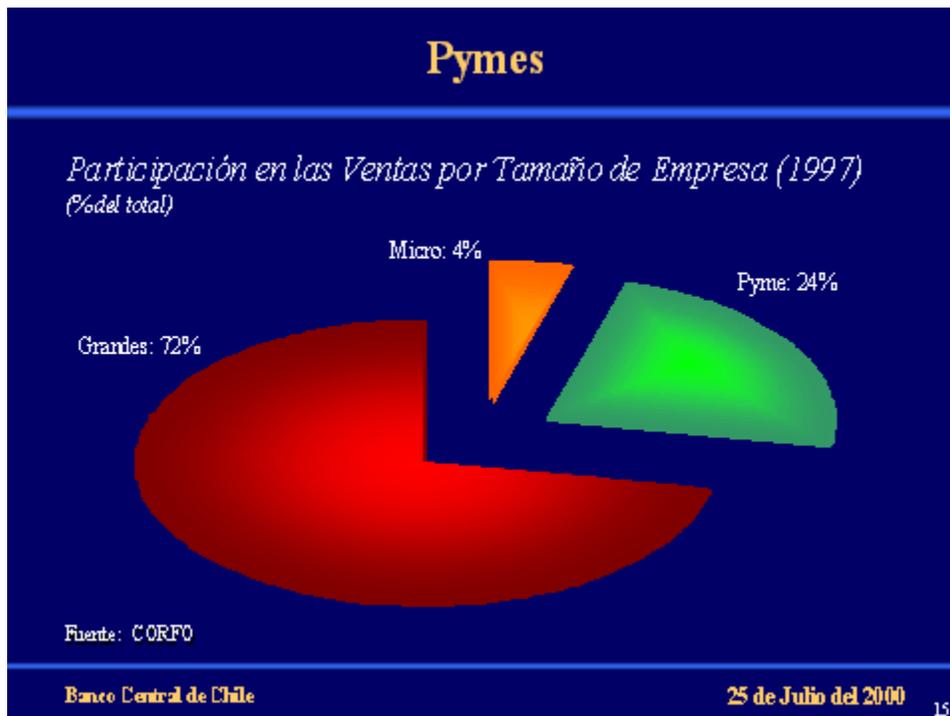
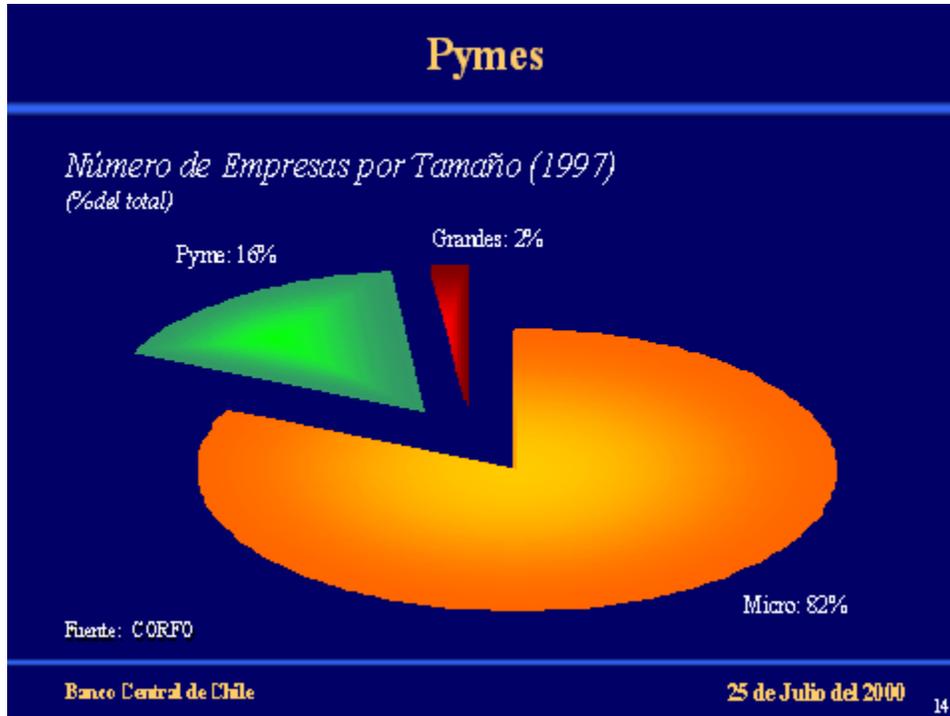
30. La eliminación de los límites legales de inversión refleja una tendencia a una mayor flexibilización, lo que beneficia considerablemente las políticas de inversión de dichos fondos. En el mismo sentido, la ampliación de los límites de inversión de las AFP en cuotas de fondos de inversión proyecta un mayor desarrollo para ellos. De igual modo, la ampliación de las posibilidades de inversión genera un mayor desarrollo de esta industria. Asimismo los fondos tendrán mayor flexibilidad por la vía de poder realizar aumentos y disminuciones de capital aprobados en asamblea extraordinaria, y fusionar fondos entre sí.

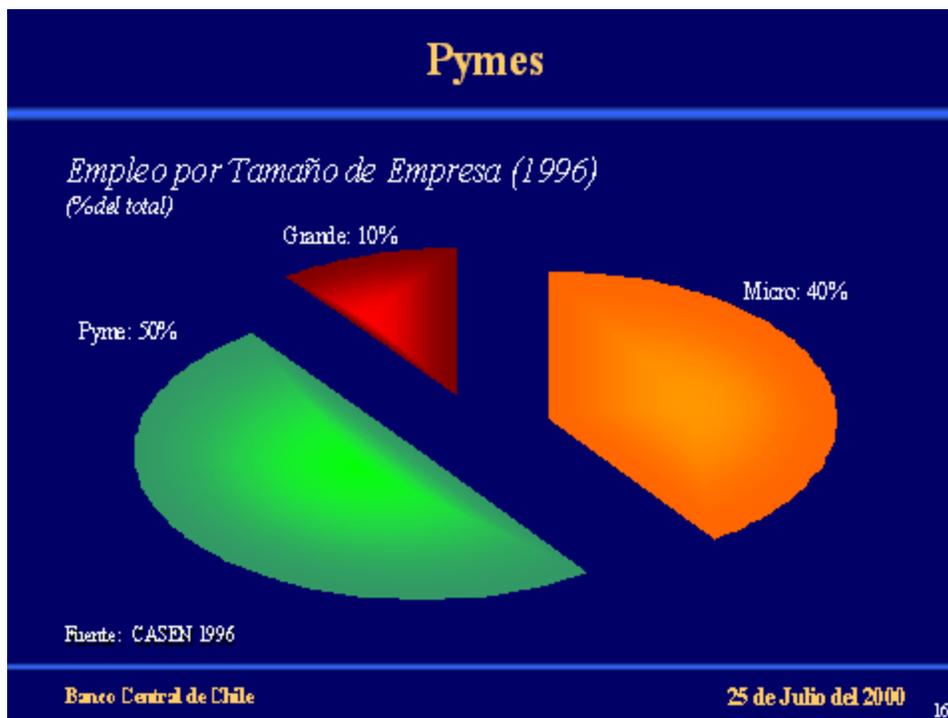
31. También existen algunas materias que adicionalmente podrían ser abordadas en un futuro cercano, que dicen relación con la igualdad de tributación ante las alternativas de inversión.

32. En este ámbito se hace necesario destacar la relevancia del desarrollo de la industria de capital de riesgo. En efecto, las empresas sin historia, las no abiertas a la bolsa y en general las empresas emergentes conforman el denominado mercado objetivo de la industria de capital de riesgo. Esta industria es clave para financiar nuevos proyectos de desarrollo tecnológico, como por ejemplo, proyectos de Internet, y en general para las empresas emergentes, las que presentan un mayor potencial de crecimiento

y de aporte a la mejoría de la productividad nacional.

33. De igual forma, esta industria es importante para mejorar el financiamiento de las PYME, permitiendo un financiamiento más equilibrado entre deuda y capital. Lo anterior es de relevancia al considerar que estas empresas concentran un alto porcentaje de contratación de mano de obra y realizan una importante contribución a la producción de bienes y servicios. En la medida que el endeudamiento de estas empresas baje, las condiciones financieras para operar y perdurar en el tiempo son mejores, asegurándose un mayor empleo y producción.





34. Si bien es cierto que es necesario dar un mayor empuje a la industria de capital de riesgo, en la práctica nos encontramos con algunos problemas estructurales. Entre ellos la falta de interés por parte de los inversionistas institucionales u otros inversionistas, para realizar aportes de capital a esta industria, dado que sin duda existen altos costos relativos por unidad de inversión.

35. Otra variable que juega en contra de esta industria es la poca liquidez de las cuotas de los fondos de inversión en el mercado secundario formal. Sin duda que para que la industria de capital de riesgo se desarrolle, se requieren algunas condiciones especiales y necesarias a futuro.

36. Por una parte, un segmento de bolsa de empresas emergentes para proyectos nuevos sería beneficiosa de implementar y su funcionamiento debiera considerar regulaciones menos exigentes que las reglas vigentes para las empresas abiertas actualmente al mercado de valores. En efecto, las pequeñas empresas no pueden incurrir en los mismos costos de apertura al mercado que las grandes empresas con presencia bursátil. Como contrapartida las empresas que acudiesen a esta nueva bolsa debieran garantizar permanente y total transparencia de sus operaciones. Ya hay experiencias a este respecto en el mundo.

37. Alemania ha tenido una experiencia exitosa desde 1997 con el nuevo segmento del mercado accionario diseñado para empresas emergentes. Los dos cambios más importantes desarrollados para el nuevo mercado accionario, se refieren a mayores exigencias de transparencia de información y el requisito de cumplir con los estándares contables internacionales. Todos los mercados accionarios alemanes se rigen por una misma ley, pero el desarrollo de estos nuevos mercados establece nuevas reglas por la vía de un contrato privado para aquellas empresas que deseen participar, un mecanismo que bien pudiésemos considerar, debidamente adaptado, en nuestro país.

38. El mayor efecto de este nuevo mercado ha sido permitir que empresas tecnológicas emergentes se abran a la bolsa en Alemania por primera vez. De hecho, en los últimos tres años, más de 200 empresas se han abierto al público, lo que excede ampliamente las aperturas ocurridas en los primeros 50 años luego de la Segunda Guerra Mundial. También existe evidencia que la disponibilidad de capital de riesgo ha aumentado como resultado del desarrollo de este mercado alternativo. De hecho, para empresas de tamaño similar existen menores spreads y mayor liquidez en este mercado que en el mercado tradicional, lo que ha estimulado la apertura en bolsa de empresas de alta tecnología.

39. Otra condición especial para desarrollar la industria de capital de riesgo en nuestro país, podría venir del perfeccionamiento de la estructura tributaria que permita un tratamiento adecuado a las ganancias de capital provenientes de inversiones en proyectos nuevos derivados del capital de riesgo.

40. Proyectos emergentes financiados por fondos de inversión y capital de riesgo, típicamente producen inicialmente grandes ganancias de capital y pocos flujos de utilidad. Sin embargo, dependiendo de la estructura tributaria (impuestos a las ganancias de capital y a las utilidades) se podría estimular más o menos esta decisión de inversión.

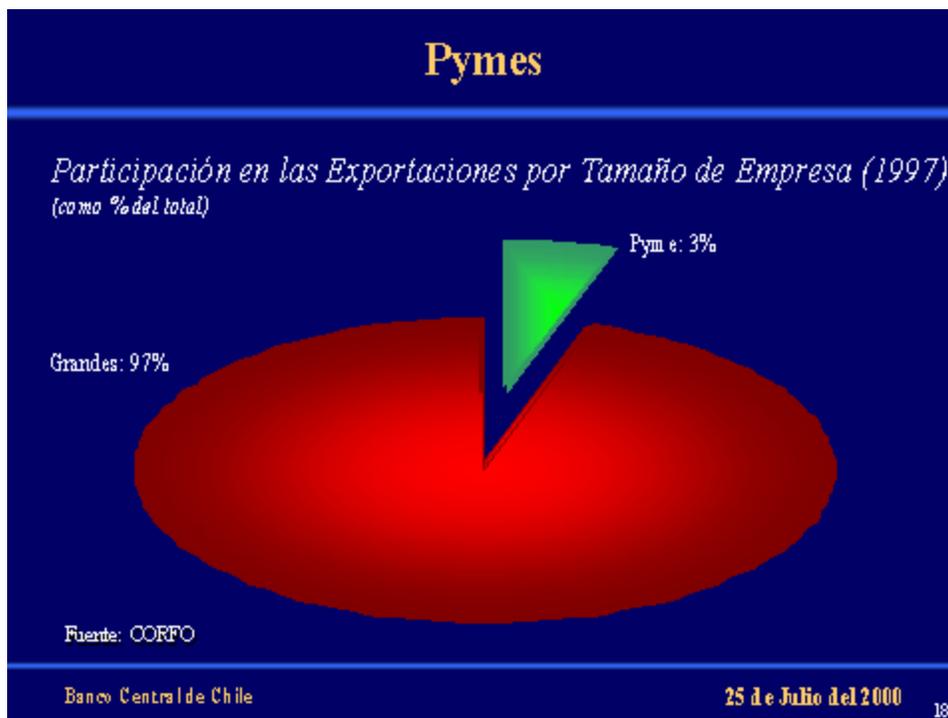
41. Respecto de la posibilidad de acceder al crédito bancario, distintos elementos explican las dificultades que enfrentan la pequeña y micro empresa. A continuación revisamos algunas hipótesis.

42. Un primer elemento tiene que ver con la lógica de diversificación que ha imperado hasta ahora en la regulación. Normalmente, resulta poco recomendable que un banco busque concentrar sus colocaciones en determinados segmentos, privilegiándose bancos diversificados. Por ejemplo, no es posible en la actualidad que una institución bancaria pueda dedicarse preferentemente al *leasing* y al *factoring*, vehículos privilegiados de financiamiento de la pequeña empresa. La plena integración de los negocios de *factoring* y *leasing* a los bancos puede ser de bastante utilidad para efectos de un acceso más adecuado de las PYME al financiamiento bancario. Más aún, se podría considerar en alguna etapa futura la securitización de créditos de las PYME.

43. En segundo lugar, la tasa máxima convencional sigue siendo una restricción para el financiamiento de un segmento de la pequeña y microempresa. En el caso de la microempresa, ésta se financia principalmente con créditos en cuotas fijas en pesos, normalmente superiores a 90 días. En este sentido, un crédito a un microempresario es difícilmente separable de la persona dueña del negocio, por lo cual es común que ambos financiamientos aparezcan mezclados con los créditos de consumo. Los cambios recientes en la tasa máxima convencional han contribuido a aminorar su efecto sobre los créditos. Otra restricción dice relación con recientes modificaciones legales sobre los procedimientos de cobranzas, que establecen topes máximos al cobro de créditos impagos y que tienden a segmentar el mercado crediticio y a hacer menos atractivos como sujetos de crédito a aquellos deudores de menor tamaño.

44. En tercer lugar, la liberalización de operaciones crediticias en moneda extranjera con residentes domésticos constituye un paso futuro en la dirección correcta. En una economía abierta al exterior como es la economía chilena, donde el comercio internacional de bienes y servicios representa sobre el 50% del PIB, el desarrollo de la intermediación financiera en moneda extranjera presenta varias ventajas. Primero, las empresas del sector transable que tienen ingresos en moneda extranjera pueden financiarse en esa misma moneda, eliminando así el riesgo que proviene de las variaciones en el tipo de cambio. Esto es especialmente relevante para las empresas locales de tamaño mediano y pequeño cuyo acceso al financiamiento en moneda extranjera en el exterior es muy limitado. Por otra parte, es posible que la participación de los bancos locales en el mercado de créditos en moneda extranjera con empresas locales implique una disminución de los márgenes que se les cobran a éstas, por la mejor información y más completa relación que ellos tienen con las empresas domésticas. Estas operaciones en moneda extranjera deben, sin embargo, tener siempre presente la necesaria cobertura del riesgo cambiario.





45. Finalmente, el esquema de exigencias de provisiones puede constituirse potencialmente en un freno importante para el desarrollo del financiamiento a la pequeña empresa. Recientemente la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras dio un gran paso al flexibilizar las normas sobre provisiones, manteniéndose incólumes la solvencia y solidez que han caracterizado a nuestro sistema financiero desde hace muchos años.

46. En la misma línea, el llamado financiamiento basado en los activos no es una práctica generalizada en la banca chilena. El uso de garantías asociadas a los inventarios aparece extremadamente costoso, y normalmente requiere el uso de los llamados *warrants*, los que son escasamente utilizados entre los bancos. Respecto de las cuentas por cobrar, no son aceptadas como garantías para efectos de la clasificación de cartera, con lo cual no son un instrumento muy atractivo para disminuir el riesgo.

47. Una característica de las pequeñas y medianas empresas es la ausencia de estados financieros continuos que reflejen apropiadamente la realidad económico/financiera de la empresa. Este segmento de empresas rara vez tiene estados financieros auditados, lo que dificulta el análisis de la capacidad de pago desde una perspectiva de flujos. Con base en estos elementos, de por sí es muy difícil que una pequeña empresa quede en la mejor categoría de riesgo, siendo la segunda mejor categoría, la más alta a la que pueden aspirar, para lo cual deben contar con las garantías apropiadas. Esto las pone en una situación de mayor vulnerabilidad, ya que ante determinadas situaciones, la reclasificación hacia una tercera categoría de riesgo involucra un salto discreto y significativo en la constitución de provisiones.

48. Por ello, es considerado como positivo el reciente anuncio de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de agregar categorías intermedias de clasificación de riesgo. Tal vez en el futuro se podrían estudiar modificaciones regulatorias que permitan, en un buen sistema de clasificación de cartera, ampliar las fuentes de información distintas de los estados financieros de la empresa, como por ejemplo, que el banco pueda obtener la información asociada al dueño de la empresa y su historia. En esta línea, se trataría de aceptar como parte de la información a considerar, una secuencia lógica de créditos según monto y tamaño, lo que permitiría reconocer como válida la información obtenida con base en las relaciones históricas de crédito.

49. En segundo término, las normas de clasificación de cartera y de provisiones por riesgo de crédito deben mantener los criterios centrales de pagos y el conocimiento general que el banco tenga del deudor. Sin embargo, la posibilidad de incrementar la importancia relativa del comportamiento de pagos y de las garantías en relación con los flujos esperados en el futuro, es una dirección de trabajo promisoria que pudiese reconocer de mejor manera las diversas técnicas existentes de mitigación de los riesgos de crédito.

50. En tercer lugar, otra dirección promisorio de trabajo futuro es analizar la posibilidad de aceptar las facturas como garantías válidas para efectos de la clasificación, junto con las letras y otras garantías que existen en la actualidad. Evidentemente, se considerarían las facturas de empresas sólidas y conocidas. Por lo demás, en el caso de las filiales de *factoring*, este instrumento forma parte integrante del negocio. Cabe recordar que la ley de bancos permitió a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras incorporar como norma general las filiales de *factoring* dentro del banco. En ese sentido, es probable que en el futuro las facturas sean aceptadas como un instrumento de garantía dentro de los bancos. Esto apunta a ampliar la gama de posibilidades de financiamiento basado en los activos.

51. Por último, otra alternativa sería que las garantías personales se puedan considerar con una mayor ponderación en la

clasificación crediticia. Esto significa reconocer el fuerte incentivo al pago que pueden significar las garantías basadas en activos personales del dueño del negocio.

52. En general, estas sugerencias de trabajo, de ningún modo apuntan a debilitar la evaluación del riesgo de este segmento de empresas, y parten de la base de las especificidades que tiene su comportamiento.

53. Por otra parte, se debe reconocer que el sistema financiero constituye en sí mismo una industria y que, como tal, debe ser potenciada, en particular considerando sus posibilidades de exportación de servicios y el alto componente de conocimiento y tecnología que utiliza. El sistema financiero chileno es muy competitivo y sólido, comparado con sus pares regionales. Para potenciar el desarrollo y la competitividad de la industria financiera, es necesario seguir perfeccionando nuestra institucionalidad regulatoria. Considerando lo pequeño de nuestro mercado, el mayor atractivo estaría en potenciar la internacionalización del sistema. En efecto, el sistema financiero chileno debe seguir avanzando en su internacionalización para efectos de contribuir a la diversificación de riesgos y a la exportación de servicios. En este sentido, la clave es crear las condiciones para que, desde Chile, se puedan ofrecer crecientes servicios financieros al resto de la región. En esta estrategia, sería un error fatal pretender reducir la importancia de la evaluación de riesgos de cualquier grupo de empresas.

### Solidez del Sistema Financiero

*Ranking de Solidez del Sistema Financiero*  
(como % del total, fuente Moody's - Enero 2000)

Holanda	1	Brasil	35
Estados Unidos	10	Taiwan	37
Inglaterra	11	Polonia	40
Alemania	13	Venezuela	41
<b>Chile</b>	<b>15</b>	Argentina	45
Italia	16	Filipinas	47
Francia	19	R. Checa	54
Israel	28	Colombia	57
Perú	34	México	65

**Banco Central de Chile** **25 de Julio del 2000**

19

54. Es posible pensar en seguir gradualmente liberalizando oportunidades para efectuar operaciones transfronterizas de bajo riesgo relacionadas con el comercio exterior, así como nuevas alternativas de inversiones financieras en el exterior para los bancos.

55. Por otra parte, en la medida que Chile se vaya integrando económica y financieramente con los países vecinos, en particular con el Mercosur, y se logre avanzar en la convergencia financiera y macroeconómica de estos países, será posible pensar en un esquema que gradualmente converja a uno como el de la Comunidad Económica Europea, que es un área económica plenamente integrada, donde un banco de cualquier país puede instalarse fácilmente en otro lugar, con una sucursal o una subsidiaria. Asimismo, cualquier banco de un país puede hacer créditos transfronterizos en otra nación sin mayores exigencias de provisiones por riesgo país.

56. Hay todavía mucho por hacer con el objeto de profundizar en la internacionalización bancaria. Sin embargo durante años en nuestro país se ha venido trabajando con perseverancia y madurez para introducir las reformas estructurales que permitan mejorar los vínculos con el sistema financiero internacional y desarrollar los mercados financieros locales. Así, se ha avanzado mucho en el desarrollo de mercados para los inversionistas institucionales, lo que necesariamente mejora la calidad de la administración de las empresas pues estas instituciones invierten donde la administración es eficiente.

57. A este mayor desarrollo, también han contribuido la eliminación de las barreras a la entrada de capitales desde el exterior y el desarrollo de los productos financieros derivados y de seguros como una forma de dar mayor liquidez y profundidad a los instrumentos y mercados nacionales. La integración financiera, al hacer posible la diversificación de los portafolios con inversiones en el exterior; así como la emisión de deuda externa en moneda nacional, contribuyen para que las garantías del mercado financiero nacional sean menos vulnerables al riesgo macroeconómico.

58. En este contexto, me preocupa la línea de pensamiento que surge en estos días y que asigna al sistema regulatorio un rol

policial, dirigido a perseguir operaciones financieras de origen ilegal. El diseño del sistema regulatorio con este objeto entraría un enorme número de operaciones para perseguir unas pocas. Las funciones policiales no son propias de la regulación financiera, cuyo objetivo es prudencial, no policial. El sistema regulatorio puede dejar establecidas normas que permitan, eventualmente, identificar operaciones y agentes vinculados al crimen. Pero no es razonable establecer un sistema lleno de controles para todas las operaciones, con el fin de perseguir unas pocas. Las instituciones bancarias pueden señalar operaciones que les merezcan sospecha, pero la tarea de investigarlas y perseguirlas no corresponde al sistema financiero sino a las organizaciones de la justicia y la policía. Estoy cierto que todas las instituciones financieras continuarán prestando su colaboración a la justicia, como lo han hecho siempre.

59. Nuestro país, paulatinamente y en forma muy sólida, ha ido avanzando para que cada vez existan menores probabilidades de que una caída de los términos de intercambio haga que desaparezcan las garantías reales del sistema financiero y con éstas las fuentes de financiamiento interno y externo, como ocurrió en 1982.

60. Creo que la acomodación a las volatilidades mediante los mecanismos adecuados, es la forma más eficiente de minimizar los impactos de los *shocks* en economías pequeñas e integradas a un mundo global como la chilena, ya que ha quedado demostrado que es imposible eliminar tales volatilidades. Estamos hoy en un régimen de política monetaria y cambiaria coherente, especialmente diseñado para enfrentar mejor que en el pasado las volatilidades externas. Un régimen de flotación cambiaria y un esquema de metas de inflación como ancla de la política monetaria, que utiliza la tasa de interés como instrumento, se unen a una regulación y supervisión financieras flexible y de alta calidad. Esto, junto a un manejo fiscal responsable y prudente de carácter anticíclico en vez de procíclico, constituyen las bases para afianzar nuestra confianza en el futuro.

61. Los cambios que vienen serán rápidos y profundos, y su alcance ni siquiera podemos imaginarlo hoy. Las nuevas tecnologías de la información y la comunicación seguramente dejarán obsoletas a muchas de las instituciones tal como hoy las concebimos, y a muchos de los instrumentos que hoy utilizamos. Por eso, la regulación financiera debe privilegiar la flexibilidad. El peor error que pudiésemos cometer sería el de intentar regular lo irregulable, pretender normar lo desconocido, ponerle al progreso una camisa de fuerza. La regulación financiera debe abrir las puertas a la innovación, buscando garantizar básicamente los derechos de propiedad y la transparencia. Las revisiones a las regulaciones en materia financiera y cambiaria en las que ha avanzado el Banco Central en los últimos tres años, apuntan definitivamente en esa dirección, y seguirán haciéndolo. La política de comunicaciones del Banco Central se atiene también a esa visión, y continuará haciéndolo, profundizando la transparencia de sus decisiones y de sus análisis. Nuestro sistema financiero, el más sano y fuerte de los países emergentes y superior al de muchos países industrializados, tendrá mucho más que ofrecer en el plano regional, en nuestro "barrio geográfico", al progreso de nuestro país y de nuestros vecinos.