

Modernizaciones en el Ámbito Financiero

Presentación de Luis Oscar Herrera B., Gerente
Div. Política Financiera del Banco Central de
Chile, en el Congreso “*Desafíos para la Economía
Chilena en el Nuevo Milenio*”, organizado por la
Universidad Católica de la Santísima Concepción,
16 de noviembre, 2001.

I. Introducción

Quiero agradecer la invitación a participar en este 2º Congreso de Economía de la Región del Bío-Bío: *Desafíos para la Economía Chilena en el Nuevo Milenio*. Espero no defraudarlos porque me voy a enfocar en algunos desafíos para los próximos dos o tres años. Los temas para los siguientes 900 y tanto años del milenio los podremos discutir en una futura versión de este Congreso.

Mi exposición va a tratar sobre la importancia de contar con un mercado de capitales doméstico diversificado como forma de lograr una tasa de crecimiento económico más elevada y estable. En la primera parte, voy a realizar una breve revisión de la evidencia internacional sobre la relación entre finanzas y crecimiento. Luego, voy a caracterizar la situación de los mercados financieros chilenos dentro del contexto internacional, con sus fortalezas y debilidades, y, por último, me voy a referir a algunos desafíos e iniciativas de modernización en este ámbito.

II. Desarrollo Financiero, Crecimiento Económico y Estabilidad

1. El rol de los mercados financieros en el crecimiento económico

La calidad de la infraestructura financiera de un país afecta directamente su potencial de crecimiento económico. El sistema financiero cumple funciones fundamentales en una economía de mercado: provee los medios de pagos para las transacciones; facilita la acumulación de ahorros de las personas; moviliza los recursos financieros hacia las nuevas ideas que impulsan el crecimiento; supervisa la eficacia de su administración; y entrega los instrumentos para atenuar el riesgo de las familias y las empresas. La efectividad para cumplir todas estas funciones incide directamente en el crecimiento de la economía, la amplitud de sus ciclos y su capacidad para ajustarse a un entorno global en permanente cambio.

La relación entre finanzas y crecimiento es un tema recurrente dentro de la literatura económica. Para algunos, la capacidad empresarial es el factor que lidera el crecimiento económico, y donde hay buenas ideas, también llega el financiamiento. Esta es la posición del Premio Nobel de Economía Robert Lucas, quien en varias de sus contribuciones señala que tradicionalmente los economistas han puesto demasiado énfasis en los aspectos financieros del crecimiento, y demasiado poco en la mecánica de la innovación de productividad.

Sin embargo, no se puede desconocer que los costos de transacción son muy relevantes en los mercados financieros. El premio Nobel de Economía de este año se entregó a Akerlof, Spence y Stiglitz por sus contribuciones a este tema. Las transacciones financieras están plagadas con situaciones de información incompleta, costosa de adquirir y no simétrica

entre las partes. Esto genera problemas de agencia, de selección adversa y riesgo moral, que traban la fluidez del mercado de capitales.

El ejemplo clásico es la inversión en educación y capital humano. Pero estos problemas también son relevantes para el financiamiento de proyectos reales, “ladrillos y cemento”. Las buenas ideas no son suficientes para conseguir financiamiento, muchas veces también es necesario tener garantías reales y capital propio sobre el cual apalancar este financiamiento.

El valor agregado del sistema financiero consiste precisamente remover estos obstáculos y lograr que los recursos converjan a los proyectos más rentables. Su efectividad incide sobre la tasa de crecimiento.

Recientemente, el Banco Mundial ha publicado un reporte que resume los principales resultados de la literatura sobre la relación entre finanzas y crecimiento económico.¹ Algunas de las principales conclusiones son las siguientes:

- Mayor desarrollo financiero promueve un mayor crecimiento económico: Es difícil precisar el concepto de desarrollo o profundidad financiera en una variable, porque engloba muchos aspectos. Las medidas empíricas disponibles son bastante crudas: el stock de crédito bancario a PIB o la capitalización del mercado accionario respecto del PIB u otras por el estilo. A pesar de esta crudeza, en las ecuaciones econométricas que explican el crecimiento económico, estas medidas obtienen sistemáticamente coeficientes positivos, significativos y robustos, después de controlar por otros factores relevantes. Además la evidencia es coherente con una historia en que el desarrollo financiero es una causa independiente del crecimiento económico, y no sólo una consecuencia.
- Mayor grado de desarrollo financiero promueve un mayor crecimiento de la productividad total de factores: La contribución principal de las finanzas al crecimiento económico se encuentra en lograr mejoras en la eficiencia del uso de los factores y aumentos en la tasa de innovación tecnológica. En cambio, el efecto sobre la tasa de ahorro o el stock de capital es menor e incluso ambiguo. Esta aparente contradicción se explica por la sustitución que existe entre la acumulación de recursos propios y la disponibilidad de financiamiento de terceros. Si la empresa puede pedir un préstamo en cualquier momento o emitir acciones, ya no es necesario retener utilidades como resguardo para financiar eventuales oportunidades de inversión o problemas de liquidez.
- El desarrollo equilibrado del financiamiento bancario y de mercados es la forma más efectiva para promover el crecimiento económico: Otro tema recurrente en la literatura es la efectividad de los distintos tipos de sistema financiero, y la comparación entre los sistemas basados en bancos o financiamiento indirecto, donde el intermediario asume el riesgo, vs. sistemas de financiamiento de mercado o directo, donde el inversionista asume el riesgo. El primer modelo predomina en Europa Continental, Japón y la mayoría de las economías emergentes, el segundo en Estados Unidos e Inglaterra.

Este tema pasa por modas. En los setenta y ochenta, cuando Japón y Asia lideraban el crecimiento mundial, se subrayaban las ventajas del modelo bancario y las relaciones financieras de largo plazo. Más recientemente, se enfatizan las ventajas del modelo de

¹ *Finance for Growth*, Policy Research Report, Banco Mundial, 2001

mercado y particularmente del capital de riesgo, tomando como modelo el fuerte crecimiento de las empresas tecnológicas en EE.UU. y su impacto en la productividad.

La lección que se puede sacar de un conjunto amplio de evidencia es que ninguno de los dos sistemas aventaja al otro en todas y cada una de las dimensiones. Esto no quiere decir que la estructura de financiamiento sea indiferente para el crecimiento de la economía, sino más bien que el equilibrio entre las distintas formas de financiamiento es convexo. Es decir, los dos tipos de financiamiento son necesarios y no hay argumentos para privilegiar el desarrollo de un tipo de sistema sobre el otro. Por el contrario, un sistema financiero equilibrado y diversificado es la mejor forma de lograr un mayor crecimiento económico.

- Mayor desarrollo financiero promueve mayor estabilidad del crecimiento: Por último, la evidencia indica que un mayor desarrollo financiero reduce la intensidad de las fluctuaciones del producto. Sin embargo, este efecto es relevante para países de bajo ingresos, pero menor para países de ingresos medios o altos.

Sin embargo, en este punto no se puede dejar de mencionar que un mayor nivel de actividad financiera también puede ser un arma de doble filo. En ocasiones los shocks financieros son la causa de fluctuaciones en la economía. La peor pesadilla de cualquier gobierno ó Banco Central es una crisis bancaria. Sus costos reales y fiscales superan con creces los de cualquier otra fuente de shocks macroeconómicos. Obviamente, este no es un argumento en contra del desarrollo financiero, sino en favor de políticas financieras adecuadas, que incluyan mecanismos apropiados de regulación y supervisión financiera, de disciplina de mercado y de protección financiera.

2. La relevancia de un sistema financiero diversificado

¿por qué es relevante contar con un sistema financiero diversificado?

En primer lugar, cada una de las formas de financiamiento se acomoda mejor a distintos tipos de proyectos, industrias y etapas de una empresa. El financiamiento bancario se presta mejor en aquellas industrias cuya información es cara de adquirir, pero fácil de interpretar, y donde hay activos tangibles que sirven de garantías. El financiamiento de capital de riesgo es más apropiado para industrias emergentes, sin activos tangibles y mucho capital humano, donde el know-how está en proceso de construcción. El financiamiento en la bolsa se justifica en industrias consolidadas, donde el know-how y la información se encuentra estandarizada y es relativamente fácil de interpretar, y así sucesivamente.

Segundo, el desarrollo de un tipo de financiamiento se complementa con el del otro. La posibilidad de acceder a financiamiento de mercado fomenta la competencia bancaria y limita los márgenes de intermediación. A su vez, la mayor parte de las innovaciones financieras surgen de la industria bancaria, y van evolucionando desde productos a la medida a commodities financieros que se pueden transar en forma estandarizada en las bolsas.

Tercero, un desarrollo financiero diversificado disminuye la vulnerabilidad financiera de la economía. Un tipo de financiamiento actúa como sistema de respaldo cuando el otro presenta problemas. Cuando desaparece la liquidez de los mercados en períodos de volatilidad financiera, el financiamiento bancario mantiene en marcha los pagos y la inversión. En períodos recesivos, cuando los bancos restringen sus préstamos, el financiamiento de mercado puede canalizar el impacto de políticas monetarias más

expansivas. Del mismo modo, el financiamiento doméstico es menos vulnerable que el financiamiento externo a problemas de contagio financiero o percepciones volátiles del riesgo soberano.

Estas reflexiones generales también se aplican a la economía chilena. Un reciente estudio de Francisco Gallego y Norman Loayza del Banco Central usa datos microeconómicos de empresas chilenas para documentar el favorable impacto de la diversificación financiera sobre el crecimiento.²

La expansión del sector financiero y particularmente del mercado accionario durante las décadas 80 y 90, se tradujo en mayor relevancia de la rentabilidad esperada de los proyectos, la Q de Tobin, en la determinación de la inversión de cada empresa, y una disminución de su sensibilidad respecto de medidas de disponibilidad de recursos propios como caja, garantías reales o la relación de endeudamiento a capital. Esto indica una disminución de las restricciones de liquidez que afectan a las empresas chilenas, y una mejor asignación del capital. La evidencia en la dimensión de corte transversal de la muestra apunta en la misma dirección.

Otro ángulo del tema es el reciente estudio de Ricardo Caballero sobre las fuentes de volatilidad de la economía chilena.³ La pregunta es porqué el gasto y el producto en Chile son “excesivamente” sensibles a las fluctuaciones del precio del cobre y los términos de intercambio. La correlación empírica es mucho mayor de lo que predicen referentes teóricos basados en la teoría del ingreso permanente, que supone mercados financieros completos; o referentes empíricos de países desarrollados como Australia, Nueva Zelandia o Noruega que también son exportadores de materias primas al igual que Chile. Esta observación se repite en otros países emergentes.

Parte de la explicación se encuentra en el subdesarrollo de la estructura de financiamiento. La historia estándar tiene los siguientes elementos. En primer lugar, los lazos financieros de la economía con el exterior son débiles y la oferta de capitales externos tiende a ser muy pro-cíclica, susceptible a efectos contagio, y relativamente inelástica. En la fase recesiva del ciclo mundial, cuando disminuyen las exportaciones y es más necesario el financiamiento externo, coincidentemente disminuye el apetito por riesgo de los inversionistas, los bancos internacionales adoptan un comportamiento más prudente, suben los spread soberanos y los flujos de capitales tienden a disminuir en forma generalizada.

En segundo lugar, el impacto de esta vulnerabilidad externa se multiplica al combinarse con un desarrollo limitado de los mercados financieros locales. Si las grandes empresas no cuentan con mercados de capitales domésticos suficientemente líquidos para sustituir el financiamiento internacional, se ven obligadas a recurrir al financiamiento bancario local. Esta mayor demanda de las grandes empresas disminuye la oferta residual de fondos para las pequeñas y medianas, y las obliga a ajustarse. Este mecanismo financiero amplifica la propagación del shock externo a la economía interna más allá de lo que predicen los modelos de ingreso permanente.

² “Financial Structure in Chile: Macroeconomic Developments and Microeconomic Effects”, Francisco Gallego y Norman Loayza, 2000

³ “Structural Volatility in Chile”, Ricardo Caballero, 2000

3. Desarrollo financiero de la economía chilena y desafíos de modernización

A continuación me voy a referir al grado de desarrollo financiero de la economía chilena dentro del contexto internacional. El objetivo es poner énfasis en aquellos aspectos que presentan un rezago o mayor potencial de desarrollo.

Como punto de partida, cabe destacar que la economía chilena tiene mercados financieros relativamente profundos respecto de países de ingreso comparable e incluso superior al nuestro.

a) Crédito Bancario

En la actualidad, el volumen de crédito bancario a PIB alcanza a 70%, el mayor de América Latina, sobre el promedio mundial y comparable con el de países como España. Otras medidas de actividad bancaria confirman esta impresión. En todo caso aún existe una brecha significativa respecto de los países más desarrollados.

Los créditos a personas y a empresas de menor tamaño son los que ofrecen mayores oportunidades de crecimiento en el ámbito del crédito bancario. En los años noventa se observó una rápida expansión del crédito a personas y presumiblemente también a empresas pequeñas, aunque la evidencia sobre este último punto es indirecta. Esta tendencia ha tendido a atenuarse en el último trienio, al tiempo que el crédito a empresas ha adquirido mayor dinamismo, probablemente en sustitución de financiamiento externo.

Un desafío es retomar las tendencias anteriores de expansión de los créditos a personas y empresas de menor tamaño. Ciertamente, la demanda por crédito de éstas se ha reducido, y también su capacidad de endeudamiento, pero la evolución reciente también puede ser parte de un comportamiento pro-cíclico de la oferta crediticia.

Este es un tema general y que ha recibido mucha atención con motivo de la revisión de los acuerdos de capital de Basilea. Las políticas de provisiones y requerimientos de capital pueden incidir en este comportamiento pro-cíclico. En el caso de Chile, se han realizado ajustes a la norma de provisiones para calibrar mejor la evolución de la calidad de los créditos con las provisiones exigidas. También es posible que a futuro el mayor énfasis en principios de autogestión del riesgo de cartera podría permitir incorporar sistemas más sofisticados, flexibles y adecuados a este tipo de créditos. A su vez, se hace más factible la securitización de este tipo de activos.

b) Capital Accionario

El nivel de capitalización del mercado accionario chileno es equivalente al valor del PIB. Este nivel es superior al de países de ingresos comparables e incluso más desarrollados. El mercado accionario presentó una fuerte expansión en la segunda mitad de los ochenta y la primera mitad de los noventa. Esta evolución fue el resultado de las privatizaciones, la convergencia de los precios locales a ratios internacionales, emisiones de ADR's y nuevas aperturas de empresas a la bolsa.

Sin embargo, esta tendencia se ha frenado en los últimos años. En particular, en los últimos dos años y medio no se han observado nuevas colocaciones de ADR's; las aperturas de nuevas sociedades han disminuído fuertemente; y, por el contrario, algunas de las

principales acciones del mercado han tendido a cerrarse en el hecho, en particular en el sector eléctrico. Un desafío es retomar la tendencia de desarrollo anterior.

Otro punto débil del mercado accionario es su baja liquidez. La rotación de las acciones es notoriamente más baja que la de países más avanzados e incluso que la de otros países comparables en América Latina, incluso si se suman las transacciones de acciones en Chile y Nueva York. La baja liquidez del mercado ha llevado a disminuir la importancia relativa de las acciones chilenas dentro de los índices internacionales de referencia.

La iniciativa más importante en esta área fue la Ley de Oferta Pública de Acciones y Gobierno Corporativo. Esta reforma está en línea con los estándares internacionales y a la larga debiera generar mayor participación de los accionistas no controladores en el mercado accionario, mayor liquidez y un menor costo de fondeo por esta vía. Sin embargo, sus efectos aún están por verse, por cuanto su aplicación aún no está en pleno efecto.

Más recientemente se ha creado la figura de la bolsa emergente, con menores requisitos de emisión y ciertas ventajas tributarias en el tratamiento de las ganancias de capital, lo que podría atraer nueva oferta. Y se ha eliminado el impuesto a las ganancias de capital para acciones con alta presencia lo que favorece una mayor liquidez del mercado accionario. Durante la primera semana desde su promulgación, el volumen de transacciones en bolsa se ha incrementado. La profundización de esta tendencia sería un desarrollo deseable para la profundidad de nuestro mercado accionario.

Finalmente, otro aspecto deficiente del mercado de capitales es el escaso desarrollo de la industria de capital de riesgo.

c) Mercado de Bonos

Otro desafío para nuestro mercado de capitales es un mayor desarrollo del mercado doméstico de bonos. Dentro de los países emergentes, las empresas chilenas son de las pocas con capacidad para endeudarse a largo plazo en moneda local. Sin embargo, el desarrollo del mercado privado es aún incipiente.

La capitalización del mercado doméstico de pagarés es del orden US\$35.000 y US\$40.000 millones, cerca del 60% del PIB. Dentro de este total, los pagarés del Banco Central representan poco más de la mitad. Los bonos emitidos por instituciones financieras, más letras y mutuos hipotecarios representan un tercio del total. La fracción restante corresponde a bonos de empresas privadas, que representan cerca del 8% del PIB a septiembre último. Dentro de estos, la emisión de papeles de deuda de corto plazo por parte de las empresas, efectos de comercio, es a la fecha nula.

La mayor parte de las tenencias de estos papeles está en poder de los Fondos de Pensiones y las Compañías de Seguro de Vida, y los cálculos indirectos indican que una fracción mínima se encuentra en manos de inversionistas extranjeros.

En términos comparativos, la capitalización del mercado global de bonos y, en particular, del mercado de bonos de empresas es relativamente menor, aún controlando por las diferencias de la base de capital. En Estados Unidos, el capital en bonos privados no financieros representa poco más del 60% del producto, mientras que en Chile apenas un 8%.

Sin embargo, el panorama está cambiando rápidamente. La tasa de emisión de bonos privados se ha incrementado fuertemente. Las colocaciones brutas de bonos privados se han multiplicado por 4 en los últimos 3 años y el stock de bonos privados se ha duplicado. Las tendencias en este mercado van claramente en dirección ascendente.

III. Algunas iniciativas de modernización financiera para Chile

A continuación quiero referirme a algunas iniciativas recientes de modernización del mercado financiero chileno cuyos resultados aún están por verse, y otras que están en proceso.

1. Integración Financiera con el Exterior

Tal como señalé anteriormente, una de las prioridades de las economías emergentes es fortalecer sus nexos financieros con los mercados externos. En esta área, las medidas más importantes correspondieron a la liberalización de la cuenta de capitales que culminó con la eliminación de todas las restricciones de origen cambiario en abril último. Asimismo, a nivel macroeconómico puede agregarse la política de flotación cambiaria y también la política de reservas internacionales, que también juega un rol en la atenuación de los ciclos de origen externo.

Otros pasos en la misma dirección se refiere al cumplimiento de los códigos y estándares internacionales que han emanado de las iniciativas para una “nueva arquitectura financiera internacional”. Aunque se trata de recomendaciones, en la medida que la comunidad financiera internacional les presta más atención, pasan a ser obligatorias, o se corre el riesgo que el costo del crédito internacional se encarezca.

En el ámbito financiero, algunas de las iniciativas más importantes se refieren a:

- infraestructura institucional: principios básicos de gobierno corporativo, principios básicos para la legislación de quiebras y estándares internacionales de contabilidad y auditoría;
- infraestructura de mercados, principios básicos para sistemas de pagos con importancia sistémica y otros relacionados con el riesgo de liquidación en los mercados de valores y moneda extranjera.
- estándares de regulación financiera y supervisión, dentro de los cuales los más relevantes son las normas de capital de Basilea que están en proceso de revisión, y los principios básicos de regulación bancaria, valores y seguros.

La incorporación de estos estándares en ámbitos legales, normativos e infraestructura del mercado chileno representará un esfuerzo muy significativo.

2. Reforma al Mercado de Capitales

Recientemente se promulgaron las leyes de reforma al mercado de capitales en lo que se refiere a sus aspectos institucionales y tributarios. Quedan pendientes las reformas al DL 3.500 de los Fondos de Pensiones, sobre los límites de inversión al exterior, la creación de los multifondos y otros aspectos.

Dentro de las iniciativas de impuestos, la reforma que amplía el alcance de las ventajas tributarias para el ahorro para la vejez es una contribución importante. Se incorporarán

instituciones distintas a los AFP's a este negocio, lo que impulsará mayor diversidad en el mercado de capitales.

Del mismo modo, la creación de los multifondos en el sistema de AFP's debiera permitir una mayor variedad de sus políticas de inversión y atenuar los efectos de manada del actual sistema. Esto también favorece la diversidad y la liquidez financiera.

El resto de las iniciativas tributarias tiende a eliminar ciertas distorsiones al financiamiento de mercado.

La eliminación el impuesto de ganancias de capital para las acciones de alta presencia, acciones de empresas emergentes y venta corta de acciones y bonos reducen los costos de intermediación de los instrumentos financieros de mercado y favorecen un aumento de su liquidez.

Asimismo, la adecuación del impuesto de timbres y estampillas para los programas de emisión de deuda de corto plazo y la reducción del impuesto a los intereses que pagan los inversionistas extranjeros elimina ciertas distorsiones tributarias que limitaban el desarrollo del mercado de deuda doméstico.

En suma, todas estas medidas favorecen el desarrollo de un mercado de capitales más equilibrado y diversificado.

3. Efectos de Comercio

Con respecto a los efectos de comercio, existe un potencial enorme de desarrollo, pues parten de una base nula. Estos son papeles de deuda de corto plazo que podrían ser emitidos directamente por las empresas para captar fondos del mercado y financiar capital de trabajo. La demanda por estos papeles provendría de los fondos mutuos de corto plazo, fondos de pensión, compañías de seguro, empresas y otras instituciones financieras que están interesadas en invertir en el mercado monetario.

Este instrumento proveería de una fuente de financiamiento adicional para las empresas y una presión de competencia al sistema bancario. Aún cuando, la posibilidad de emitir este tipo de papeles normalmente se restringe a las empresas de mayor tamaño, y con los mejores estándares de crédito en el mercado. Las empresas de menor tamaño o mayor riesgo podrían verse beneficiadas por el impacto de esta fuente de presión de competencia sobre los spreads financieros.

En la actualidad no hay emisiones de este instrumento en el mercado chileno, aunque en otros países juega un rol importante. En EE.UU., el mercado por los efectos de comercio alcanza a los 1.500 billones de dolares, equivalente a 16% del PIB. De este total, el 75% corresponde a emisiones de instituciones financieras y el resto a empresas. Las emisiones van desde 1 día hasta 9 meses, y la gran mayoría corresponde a plazos inferiores a los 30 días.

La adecuación del impuesto de timbres y estampillas a este tipo de instrumentos permitirá eliminar una distorsión, que, para los actuales niveles de tasa de interés, resultaba demasiado gravosa.

4. Mercado Renta Fija Doméstica

Otras iniciativas relevantes se refieren al desarrollo del mercado de deuda doméstica de largo plazo. Este es uno de los pilares fundamentales para el financiamiento de las empresas en países más desarrollados.

En general, los bonos del Tesoro y en el caso chileno, los pagarés del Banco Central, representan la columna vertebral de este mercado. Esto debido a sus especiales características de liquidez, volumen y ausencia de riesgo de crédito. Este es el mercado más líquido que sirve de benchmark para colocar precio a los bonos privados, y el instrumento privilegiado para las operaciones de cobertura de riesgo de tasas.

Por estas razones, las iniciativas destinadas a fortalecer el desarrollo del mercado de bonos del Banco Central tienen una externalidad positiva para el desarrollo del resto del mercado. Algunas iniciativas en este sentido son las siguientes:

- Fortalecer creación de benchmarks: la homogeneización de series, plazos, y otras características de los pagarés facilita la creación de instrumentos de referencia que acumulan mayor volumen de transacciones y liquidez. Por esta razón, en julio último, cuando el Banco Central redujo la oferta de PRC, se optó por mantener ciertos instrumentos, los PRC a 8 y 20 años, y eliminar otros, en lugar de reducir en forma pareja todos los tipos de emisión. Del mismo modo, en fecha reciente se ha incorporado la posibilidad de recompra de títulos, la que se ha utilizado para comprar los papeles de menor liquidez relativa, generando mayor espacio para colocaciones de instrumentos más líquidos. Otra iniciativa en el mismo sentido puede ser realizar reaperturas de emisiones anteriores dentro del año, de tal forma de acumular una masa crítica para cada serie del instrumento.
- Flexibilidad de los instrumentos. Los PRC son papeles de cupones reajustables, semestrales e iguales. Este hecho es inusual en el contexto internacional, donde los bonos del Tesoro normalmente tienen estructura “bullet”, es decir pagan el principal al vencimiento, mientras que los cupones (semestrales o anuales) sólo contienen intereses. Los instrumentos tipo “bullet” facilitan la estimación de la curva de retorno y tienen mayor flexibilidad para construir el portafolio de duración óptima, particularmente cuando hay restricciones a las ventas cortas. En nuestro caso este tema se abordó a través de la posibilidad de convertir los PRC’s en cupones CERO’s, pero dado estos tienen una escasa liquidez, salvo plazos puntuales, los alcances de esta solución son limitados. Este es un tema donde vale la pena explorar alternativas.
- Internacionalización del mercado de renta fija: Otra área que vale la pena explorar se refiere a la internacionalización de los papeles del Banco Central. Una de las diferencias importantes entre Chile y otros países exportadores de materias primas y con tipo de cambio flotante, como Australia o Nueva Zelandia, es que una fracción muy significativa de la deuda externa de estos países está expresada en moneda doméstica, lo que reduce los efectos financieros de la volatilidad cambiaria. En el caso de Chile, el 100% de la deuda externa está expresada en moneda extranjera.

La creación de una base de demanda externa debiera resultar en una mayor competencia y menores tasas de interés, mayor liquidez y, en definitiva, mejor acceso de las empresas nacionales a financiamiento internacional. La reciente remoción de ciertas

distorsiones tributarias puede favorecer este desarrollo, pero también puede ser necesaria una promoción más activa de este tema.

- Desarrollo del mercado secundario. Al respecto, el desafío es explorar iniciativas que refuercen la capacidad de los participantes para proveer en forma permanente precios o puntas para transar y también incrementar la profundidad de los derivados de tasas de interés. Al respecto la eliminación de ciertas distorsiones tributarias a la realización de ventas cortas y la posibilidad de que los inversionistas institucionales arrienden sus papeles largos son iniciativas que pueden generar un mayor desarrollo de este mercado.
- Infraestructura de mercado: Al respecto cabe mencionar la reciente inauguración del sistema de licitación electrónica de pagarés del Banco Central. Este sistema aumenta la eficiencia y seguridad del proceso de licitación y permite su integración con otros sistemas de la plataforma operativa de las instituciones financieras. En el mismo sentido, cabe mencionar las reformas al sistema de pagos que está llevando a cabo el Banco Central.

5. Sistema de Pagos

El sistema de pagos representa toda la infraestructura legal, institucional y física que permiten realizar las transferencias de fondos entre los agentes de la economía. Tradicionalmente este aspecto de las transacciones financieras ha sido relegado a un rol secundario, papeleo y procedimientos operativos. Sin embargo, la importancia crítica del sistema de pagos en períodos de stress financiero ha llevado a incorporarlo dentro de los principios básicos que deben cumplir los sistemas financieros efectivos.

El objetivo concreto de esta propuesta de modernización es la implementación de un sistema de liquidaciones entre los bancos de acuerdo a principios que en la jerga internacional se conocen como RTGS, y cuya traducción textual es un sistema de liquidación bruta en tiempo real (LBTR), así como la adopción de estándares internacionales de seguridad para la actual cámaras de compensación de pagos entre bancos.

No es necesario entrar en los detalles de estas iniciativas, pero basta señalar que un sistema de esta naturaleza permitirá que las instituciones financieras se traspasen fondos entre sí, o a nombre de sus clientes, en forma instantánea, en lugar de que esto ocurra en una sola transacción al final del día o al día siguiente.

Este tipo de sistemas permite el establecimiento de estándares financieros internacionales de pago contra entrega, que reduce los costos de transacción en todos los mercados financieros, incluyendo el mercado de bonos y acciones, mayor liquidez y también mayor integración con el exterior.

IV. Conclusiones

Por último, la mayor parte de la exposición se ha referido a la importancia de contar con una estructura financiera adecuada para elevar el potencial de crecimiento económico. Sin embargo, no es posible pensar en lograr un mayor desarrollo financiero sin mantener un ambiente macroeconómico sano. Mantener la estabilidad de precios y la sustentabilidad de la política fiscal son desafíos permanentes que permitirán fortalecer los lazos de integración

financiera con el exterior y profundizar y diversificar nuestro mercado de capitales doméstico.