

Banco Central de Chile
Documentos de Trabajo

Central Bank of Chile
Working Papers

N° 291

Diciembre 2004

**SISTEMA FINANCIERO Y CRECIMIENTO
ECONÓMICO EN CHILE**

Leonardo Hernández

Fernando Parro

La serie de Documentos de Trabajo en versión PDF puede obtenerse gratis en la dirección electrónica: <http://www.bcentral.cl/esp/estpub/estudios/dtbc>. Existe la posibilidad de solicitar una copia impresa con un costo de \$500 si es dentro de Chile y US\$12 si es para fuera de Chile. Las solicitudes se pueden hacer por fax: (56-2) 6702231 o a través de correo electrónico: bcch@bcentral.cl.

Working Papers in PDF format can be downloaded free of charge from: <http://www.bcentral.cl/eng/stdpub/studies/workingpaper>. Printed versions can be ordered individually for US\$12 per copy (for orders inside Chile the charge is Ch\$500.) Orders can be placed by fax: (56-2) 6702231 or e-mail: bcch@bcentral.cl.



BANCO CENTRAL DE CHILE

CENTRAL BANK OF CHILE

La serie Documentos de Trabajo es una publicación del Banco Central de Chile que divulga los trabajos de investigación económica realizados por profesionales de esta institución o encargados por ella a terceros. El objetivo de la serie es aportar al debate temas relevantes y presentar nuevos enfoques en el análisis de los mismos. La difusión de los Documentos de Trabajo sólo intenta facilitar el intercambio de ideas y dar a conocer investigaciones, con carácter preliminar, para su discusión y comentarios.

La publicación de los Documentos de Trabajo no está sujeta a la aprobación previa de los miembros del Consejo del Banco Central de Chile. Tanto el contenido de los Documentos de Trabajo como también los análisis y conclusiones que de ellos se deriven, son de exclusiva responsabilidad de su o sus autores y no reflejan necesariamente la opinión del Banco Central de Chile o de sus Consejeros.

The Working Papers series of the Central Bank of Chile disseminates economic research conducted by Central Bank staff or third parties under the sponsorship of the Bank. The purpose of the series is to contribute to the discussion of relevant issues and develop new analytical or empirical approaches in their analyses. The only aim of the Working Papers is to disseminate preliminary research for its discussion and comments.

Publication of Working Papers is not subject to previous approval by the members of the Board of the Central Bank. The views and conclusions presented in the papers are exclusively those of the author(s) and do not necessarily reflect the position of the Central Bank of Chile or of the Board members.

Documentos de Trabajo del Banco Central de Chile
Working Papers of the Central Bank of Chile
Agustinas 1180
Teléfono: (56-2) 6702475; Fax: (56-2) 6702231

Documento de Trabajo
N° 291

Working Paper
N° 291

SISTEMA FINANCIERO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO EN CHILE

Leonardo Hernández
Gerente Asesor de la Presidencia
Banco Central de Chile

Fernando Parro
Gerencia División de Estudios
Banco Central de Chile

Resumen

Este trabajo presenta una breve descripción del grado de desarrollo de los mercados financieros en Chile, haciendo para esto una comparación con otros países. Luego de resumir las principales reformas financieras implementadas en el país en las últimas décadas, destacamos las principales fortalezas y debilidades de los mercados financieros en Chile. A continuación nos enfocamos en los problemas más urgentes, en particular, la liquidez del mercado accionario, los mercados de derivados financieros y el mercado de capital de riesgo, y discutimos si las reformas más recientes y las propuestas resuelven adecuadamente estos problemas.

Abstract

This paper presents a brief overview of the current state of financial development in Chile, comparing it with other countries. After providing a short summary of the most important financial reforms of past decades, we highlight the main strengths and weaknesses of Chile's financial markets. Next, we focus on some of the currently most pressing issues, namely, stock market liquidity, financial derivatives and venture capital, and discuss whether or not recent reforms and proposed ones properly address them.

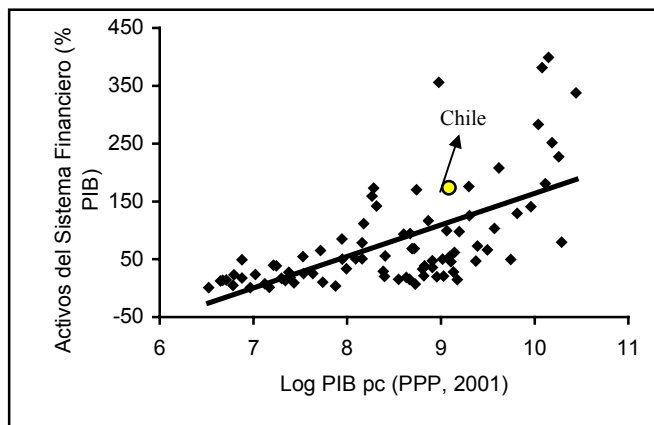
Las opiniones expresadas en este trabajo son las de los autores y no deben atribuirse al Banco Central de Chile o sus autoridades. Agradecemos los valiosos comentarios de Elías Albagli, Luis Felipe Céspedes, José de Gregorio, Rodrigo Fuentes, Manuel Marfán y Klaus Schmidt-Hebbel. Este artículo fue realizado en el marco del proyecto "Crecimiento de Largo Plazo de la Economía Chilena" elaborado por la División de Estudios del Banco Central de Chile.

E-mails: lhernant@bcentral.cl; fparro@bcentral.cl.

I. Introducción y motivación

Por años se ha sabido que el desarrollo económico y el del sistema financiero van de la mano; esto es, como lo muestra el gráfico 1, que los países de mayor ingreso tienen sistemas financieros más profundos o desarrollados.

Gráfico 1: Relación entre Desarrollo Financiero y Desarrollo Económico (83 países)



Nota: Los activos del sistema financiero incluyen los pasivos líquidos del sistema bancario, la capitalización del mercado accionario, los bonos privados domésticos y los bonos públicos domésticos.

Fuente: Beck, Demirguc-Kunt y Levine (2003).

Sin embargo, la discusión acerca de la causalidad entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico ha generado por muchos años debate entre los economistas. Por una parte, el premio Nobel Robert Lucas (1988) desestimó el rol del sistema financiero como un determinante principal del crecimiento económico. Del mismo modo, la destacada economista Joan Robinson (1952) argumentó que “donde las empresas lideran, las finanzas siguen”. En esta perspectiva las finanzas no causan el crecimiento económico, sino que responden automáticamente a los cambios en demanda del sector real. Por otra parte, el también ganador del Nobel, Merton Miller (1998), argumentó que “la proposición de que los mercados financieros contribuyen al crecimiento económico es demasiado obvia como para una discusión seria”. De manera similar, Bagehot (1873), Schumpeter (1912), Gurly and Shaw (1955), Goldsmith (1969) y McKinnon (1973) han rechazado la idea de que el nexo entre finanzas y crecimiento pueda ser ignorado sin obstaculizar nuestro entendimiento del proceso de crecimiento económico. Más recientemente, una serie de trabajos de investigación iniciados por Levine (1997) indica que los sistemas financieros juegan un rol crítico en estimular el crecimiento económico

Todos estos antecedentes justifican preguntarse si el desarrollo del sistema financiero importa para el crecimiento. Avanzar en entender el rol que juega el sistema financiero en el proceso de crecimiento económico permite comprender de mejor manera este último y realza la trascendencia que conlleva estudiar los determinantes del desarrollo de los sistemas financieros, pudiendo finalmente influenciar la elección de políticas públicas, ya que éstas –sean de índole macroeconómica, impositiva, legal o regulatorio– configuran la operación y evolución del sistema financiero.

La estructura de este paper es la siguiente: la sección II revisa la literatura teórica (sección II.1) y empírica (sección II.2) acerca del nexo entre desarrollo financiero y crecimiento económico. La sección III revisa el desarrollo financiero en Chile, los principales cambios de los últimos treinta años (sección III.1), el nivel de desarrollo del sistema financiero comparado con otras economías (sección III.2), y los efectos del desarrollo financiero sobre el crecimiento en Chile (sección III.3). La sección IV evalúa las propuestas recientes de reformas al sistema financiero chileno y la sección V presenta las principales conclusiones que surgen del trabajo.

II. Relación entre desarrollo financiero y crecimiento: ¿Qué sabemos?

Existe una abundante literatura que investiga la relación entre el sistema financiero y el crecimiento de la economía. Los trabajos de investigación se componen tanto de modelos teóricos como de trabajos empíricos, que buscan establecer qué tipo de vínculo existe entre el desarrollo financiero y el desarrollo económico. A continuación revisamos brevemente la literatura teórica y empírica con el objetivo de extraer las principales conclusiones encontradas acerca de este vínculo.

II.1 Relación entre desarrollo financiero y crecimiento: Teoría

Los costos de adquirir información, hacer cumplir los contratos y llevar a cabo transacciones generan incentivos para el surgimiento de mercados, intermediarios y contratos financieros. En otras palabras, los sistemas financieros surgen con el propósito de reducir los costos y minimizar las fricciones y asimetrías que existen en los mercados. El modo en que estos problemas se resuelven influyen las decisiones de ahorro e inversión, afectando la asignación de recursos de las economías y el crecimiento económico¹.

¹ Hay que notar, sin embargo, que el desarrollo financiero no sólo permite un mayor crecimiento en el largo plazo, sino que también permite suavizar los ciclos económicos. Dicho de otro modo, una ventaja de contar con un sistema financiero más desarrollado es que éste permite suavizar las fluctuaciones de la economía, por ejemplo, permitiendo el acceso a endeudamiento en períodos malos.

Analíticamente se puede distinguir cinco funciones que presta el sistema financiero a las economías, a través de las cuales reduce los costos de transacción, de obtención de información y de hacer cumplir los contratos (Levine, 2003):

- Producción de información ex ante acerca de las posibles inversiones y asignaciones de capital.
- Monitoreo de las inversiones realizadas y los gobiernos corporativos.
- Comercialización, diversificación y administración de riesgos.
- Movilización de ahorros.
- Provisión de medios de pagos para facilitar el intercambio de bienes y servicios.

Así, un mayor grado de desarrollo financiero implica que cada una de las cinco funciones anteriores se encuentren más diseminadas y/o sean de mejor calidad, lo que conlleva menores costos de adquisición de información y realización de transacciones y una mejor selección de proyectos de inversión. A su vez, al eliminar de mejor forma las fricciones de mercado aludidas, el desarrollo financiero aumentará la rentabilidad y/o disminuirá la incertidumbre asociada a las distintas alternativas de inversión, lo que influirá positivamente en las decisiones de ahorro e inversión, mejorando la asignación de recursos en la economía e incentivando el crecimiento económico².

Un aspecto relacionado a este capítulo y que merece ser mencionado se refiere a cómo lograr un mayor desarrollo de los sistemas financieros. La Porta et. al. (1997) muestra que en el largo plazo variables institucionales, como el imperio de la ley y la protección de los derechos de los acreedores, son importantes determinantes del financiamiento externo de las firmas³. En otras palabras, los determinantes últimos del desarrollo financiero son variables de tipo institucional.

II.2 Relación entre desarrollo financiero y crecimiento: Evidencia empírica

Existe una amplia literatura empírica que investiga el nexo entre desarrollo económico y desarrollo financiero. La línea de investigación seguida en este tema ha estado destinada

² Cabe destacar que las tres primeras funciones, que se asocian a una mejor selección de proyectos con mejoras en productividad y sostenidas ganancias en eficiencia, son el mecanismo de transmisión más importante entre desarrollo financiero y crecimiento (más importante aún que la simple acumulación de recursos). Sin embargo, existen otros mecanismos de segundo orden y, por ende, menos importantes que pueden hacer más complicada esta relación. A modo de ejemplo, Japelli y Pagano (1994) explican que la liberalización financiera en el mercado de los créditos de consumo y de créditos hipotecarios puede tener un efecto negativo sobre el crecimiento, ya que al aliviar las restricciones de liquidez de las personas se reducen los incentivos al ahorro de éstas. Por el contrario, De Gregorio (1996) argumenta que las restricciones de liquidez pueden tener un efecto negativo sobre el crecimiento al reducir la acumulación de capital humano.

³ Financiamiento interno se refiere al monto de inversión que una firma financia con fuentes propias, como es el flujo de caja generado por la misma operación. El financiamiento externo, como indica su nombre, se refiere a fuentes de financiamiento como la emisión de deuda o acciones.

principalmente a establecer la causalidad subyacente a este nexo, identificar los mecanismos de transmisión del vínculo, y establecer si es mejor que los sistemas financieros se desarrollen a través del sistema bancario o del mercado financiero no bancario (bolsas de valores). Por otra parte, la literatura empírica también se compone de una amplia variedad de enfoques y técnicas estadísticas: estudios de corte transversal, paneles, análisis de series de tiempo, estudios a nivel de industrias y estudios a nivel de firmas⁴. A continuación describimos brevemente los principales resultados encontrados en la literatura que investiga la relación entre desarrollo financiero y crecimiento económico. El cuadro 1 presenta una descripción más detallada de los estudios revisados.

Una primera serie de estudios de corte transversal (Goldsmith, 1969; King y Levine, 1993; Levine y Zervos, 1998) reveló que el desarrollo financiero precede al crecimiento del producto. Trabajos posteriores que utilizaron técnicas estadísticas más sofisticadas, como el Método de Variables Instrumentales (Levine, Loayza y Beck, 2000) y de Paneles Dinámicos (Beck, Levine y Loayza, 2000; y Beck y Levine, 2003), concluyeron que el desarrollo financiero causa el crecimiento económico en el largo plazo y, además, el efecto del mismo sobre el crecimiento del producto per cápita es económicamente significativo.

Corbo, Hernández y Parro (2004), en un estudio de corte transversal, analizan el rol de las instituciones y las políticas en el crecimiento económico. Las estimaciones arrojan como resultado que, una vez que se toma en cuenta la calidad de las instituciones, variables de política como el grado de apertura y gasto de gobierno no son importantes (no resultan estadísticamente significativas). Sin embargo, el grado de desarrollo financiero es un determinante significativo e importante del crecimiento, aunque su significancia económica resulta menor que lo reportado en estudios previos. Utilizando estas estimaciones estos autores muestran que casi un 65% de la diferencia de crecimiento entre Asia y América Latina durante la década de los 90s se debe a la diferencia en el desarrollo financiero entre ambas regiones.

Una serie de trabajos recientes con datos microeconómicos, tanto a nivel de industrias (Rajan y Zingales, 1998) como de firmas (Demirguc-Kunt, Maksimovic, 1998), muestran cómo un sistema financiero más desarrollado ayuda a eliminar las fricciones (imperfecciones) de mercado mencionadas más arriba. En particular, un mayor desarrollo financiero reduce la brecha entre el costo de conseguir

⁴ Un estudio de corte transversal es aquel que se compone de una unidad de tiempo (por ejemplo, la tasa de crecimiento promedio de la economía entre 1960 y 2000) y varias unidades “transversales”, como son una muestra de varios países. Un estudio de series de tiempo es aquel que tiene varias unidades de tiempo y una única unidad transversal (por ejemplo, estudios acerca de un país para un número determinado de años). Finalmente, un estudio de panel es aquel que se compone de varias unidades de tiempo y transversales (con datos de varios países y varios años para cada uno de ellos).

financiamiento interno y externo a la firma⁵. De este modo, el desarrollo financiero ayuda al crecimiento económico a través de remover los impedimentos que tienen las firmas para conseguir financiamiento y explotar sus oportunidades de inversión, facilitando, por ende, el crecimiento y la formación de nuevas firmas.

Otra serie de trabajos se ha focalizado en evaluar si es mejor desarrollar los sistemas financieros a través de los bancos o el mercado financiero no-bancario. La evidencia en este punto no es concluyente: trabajos de Demirguc-Kunt y Levine (2001, 2001b), Levine (2003b), Tadesse (2002), Beck y Levine (2003), y Carlin y Mayer (2003) encuentran que no es relevante la estructura del sistema financiero para el crecimiento económico. En resumen, los estudios revisados muestran que:

- El desarrollo financiero causa el crecimiento económico en el *largo plazo* y el impacto de éste es económicamente significativo^{6,7};
- El desarrollo financiero contribuye al crecimiento al facilitar a las firmas el explotar nuevas oportunidades de inversión;
- No importa si los países desarrollan los sistemas financieros a través del sistema bancario o a través del mercado financiero no-bancario.

III. Desarrollo financiero en Chile

III.1 Breve reseña y desarrollos recientes

A comienzos de los setenta la economía chilena se caracterizaba por estar cerrada al comercio mundial y por presentar un alto grado de intervención estatal. El sector financiero no era la excepción: existía un control estricto sobre las tasas de interés, sobre la asignación del crédito y gran parte del

⁵ Ver pie de página 3.

⁶ A modo de ejemplo, Levine, Loayza y Beck (2000) estiman que si el crédito privado como porcentaje del PIB en México sobre el período 1960-1995 (22,9%) hubiera sido el del promedio de los países en su muestra (27,5%), el PIB per cápita hubiera crecido en México 0,4% más por año (esto es, el PIB per-cápita en 1995 hubiera sido 15% más alto). A su vez, si el crédito privado como porcentaje del PIB en India sobre el período 1960-1995 (19,5%) hubiera sido el del promedio de los países en desarrollo de la muestra (25%), el PIB per cápita hubiera crecido en India 0.6% más por año (el PIB per-cápita en 1995 hubiera sido 24% más alto de lo que fue).

⁷ De Gregorio y Guidotti (1995) presentan evidencia que, mientras para un corte transversal para una muestra amplia de países, la intermediación financiera tiene un efecto positivo en el crecimiento económico, para un panel que incluye sólo países de América Latina, los cuales han estado expuestos a crisis financieras, esta relación es negativa. Loayza y Rancieres (2002) encuentran una relación negativa entre el grado de intermediación financiera y el crecimiento económico alrededor de las crisis financieras. Estos trabajos, junto con la evidencia presentada en este capítulo, resaltan el hecho que un mayor desarrollo financiero no siempre es deseable y conducente a mayor crecimiento. En particular, los procesos de liberalización y profundización financiera en los países, si no se ven acompañados de un marco de regulación y supervisión apropiados, pueden desencadenar crisis financieras. Un claro ejemplo de esta situación es la crisis financiera de Chile de 1982-1983 (ver sección III.1).

sistema bancario estaba en manos del Estado. A partir de 1974 se liberalizaron las tasas de interés, se eliminaron los controles al crédito y se privatizó gran parte del sector bancario. Sin embargo, este proceso de liberalización financiera no se vio acompañado de un marco de regulación y supervisión apropiado, lo cual fue un determinante clave para desencadenar la crisis financiera de 1982-1983⁸.

Con posterioridad a la crisis se produjo una revisión de las instituciones existentes: en 1986 se introdujo una nueva Ley de Bancos, orientada a mejorar el marco de supervisión y regulación del sistema financiero, y una nueva Ley de Quiebras.

En 1981, previo a la crisis y en un hito histórico para el sistema financiero chileno, se produjo la reforma de pensiones, donde el sistema de reparto existente entonces fue cambiado por un sistema de capitalización individual –Corbo y Schmidt-Hebbel (2003) estiman que más de 30% del desarrollo financiero ocurrido en Chile entre 1981 y 2001 se debió a esta reforma.

A partir del año 1986 el sistema financiero comienza un período de liberalización y profundización: se autoriza la inversión de los Fondos de Capitales Extranjeros (FICE), se promulga una nueva Ley de Bancos en 1997, que entre otras cosas autoriza la internacionalización de la banca, se desregula la industria de fondos mutuos y seguros, y se adoptan los estándares internacionales en materia de supervisión (Acuerdo de Basilea I). Además, en 1994-1995, se autoriza el financiamiento privado de proyectos de infraestructura públicos (camino, puentes, etc.) a través de concesiones de largo plazo, se incentiva la exportación de capitales desde Chile, y se permiten nuevas opciones de inversión para las AFPs, entre otras reformas.

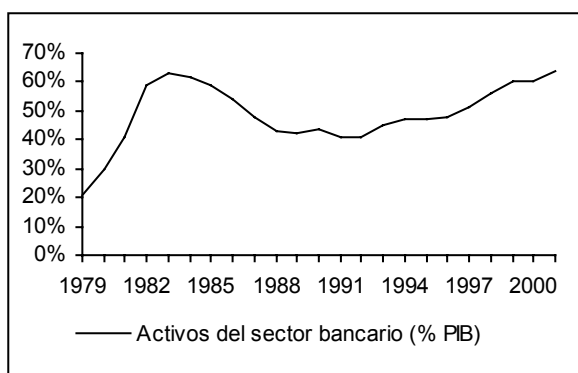
Pero Chile ha seguido avanzando en los últimos años en profundizar su sistema financiero, principalmente con medidas orientadas a mejorar la microestructura del mismo: en 2001 se promulgó la Ley de Opas, orientada principalmente a mejorar la protección de los accionistas minoritarios, y se implementó la Reforma al Mercado de Capitales I, que entregó incentivos tributarios al ahorro, desreguló la industria de fondos mutuos y de seguros, y autorizó los multifondos de pensiones, entre otras medidas. Además, actualmente se está trabajando en promulgar la Reforma al Mercado de Capitales II, que entre otras medidas pretende desarrollar la industria de capital de riesgo y perfecciona el régimen de gobiernos corporativos.

⁸ Como se mencionó en el pie de página 7, el desarrollo que se observa después de un proceso de liberalización financiera, si no está acompañado de un marco de regulación y supervisión adecuados, casi siempre da origen a intermediación financiera de mala calidad y desencadena en crisis.

III.2 El sistema financiero chileno hoy

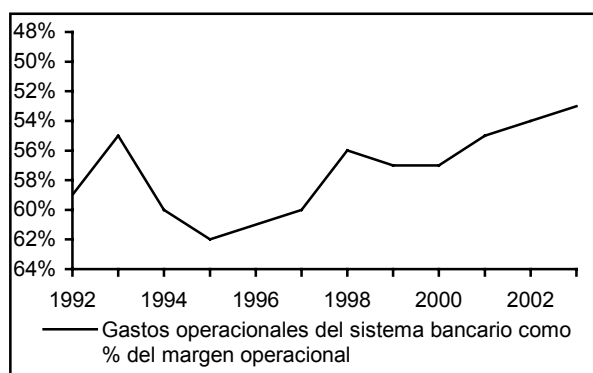
La transformación del sistema financiero chileno durante los últimos treinta años ha permitido un notable desarrollo del sistema bancario, mercado accionario, y más recientemente, de otros mercados. En lo que se refiere al sistema bancario, el tamaño de éste ha aumentado considerablemente luego de la crisis de 1982-1983 (ver gráfico 2). Los activos del sistema bancario representaban alrededor de un 21% del producto el año 1979, mientras que al año 2001 este valor subió a un 63,6%. La eficiencia del sector bancario ha aumentado también en la última década, principalmente como consecuencia de la mayor competencia en el sector (ver gráfico 3).

Gráfico 2: Activos Totales del Sistema Bancario (% PIB, 1979-2001)



Fuente: Beck, Demirguc-Kunt y Levine (2003).

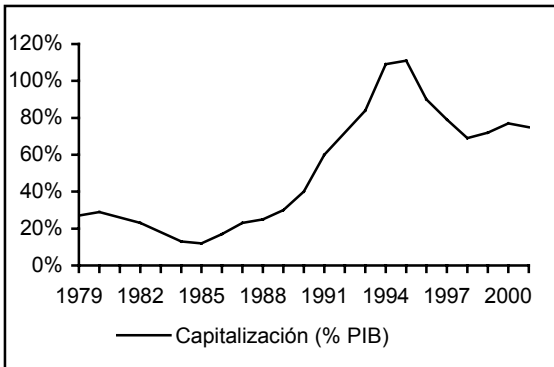
Gráfico 3: Eficiencia del Sector Bancario (1992-2003)



Fuente: Banco Central de Chile

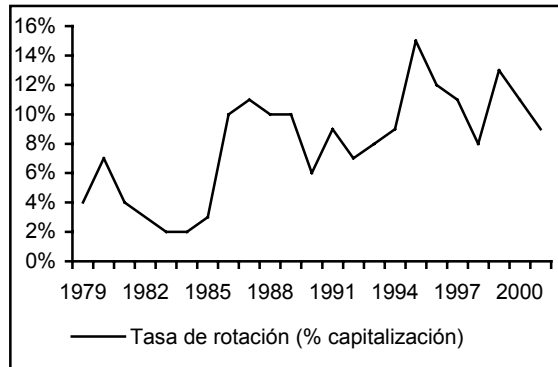
En cuanto al mercado accionario, el tamaño de éste ha tenido un explosivo crecimiento, principalmente a partir de mediados de los ochenta: en 1985 la capitalización del mercado representaba un 12% del PIB, mientras que en 1995 ésta era un 110% del PIB. Esta tendencia se ha visto parcialmente revertida en los últimos años; el año 2001 la capitalización de mercado alcanzaba un 74,6% del PIB (ver gráfico 4). Por otra parte, la liquidez del mercado accionario ha seguido básicamente la misma trayectoria: aumentó a partir de fines de los ochenta, pero disminuyó en los últimos años (ver gráfico 5).

Gráfico 4: Capitalización del mercado accionario (% PIB, 1979-2001)



Fuente: Beck, Demirguc-Kunt y Levine (2003)

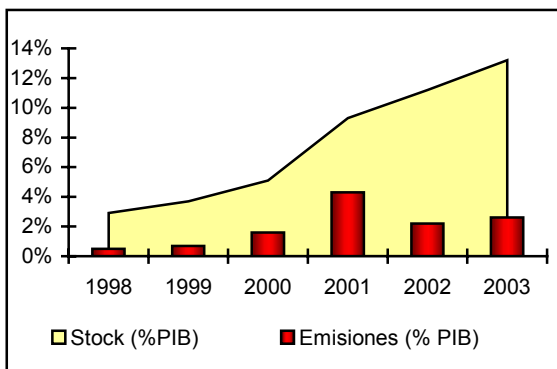
Gráfico 5: Liquidez del mercado accionario (1979-2001)



Fuente: Beck, Demirguc-Kunt y Loayza (2003)

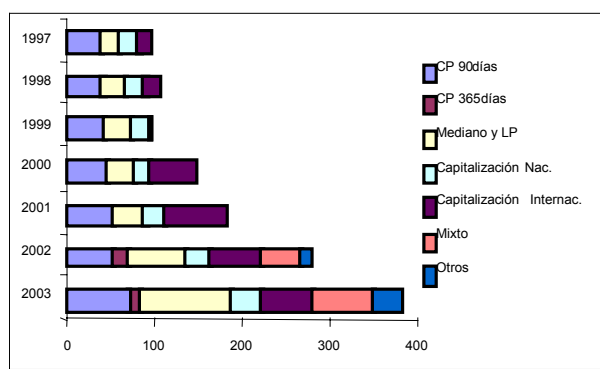
Pero Chile también ha desarrollado su sistema financiero a través de otros mercados, aunque estos desarrollos son sólo de los últimos años. El mercado de bonos corporativos ha tenido un alto crecimiento a partir del año 2000, con un stock al año 2003 de 13% del PIB, más de cuatro veces el existente el año 1998 (ver gráfico 6). La industria de fondos mutuos también ha crecido notablemente durante los últimos cuatro años, tanto en número como en tipos de fondos (ver gráfico 7). En cuanto a la industria de Fondos de Pensiones, ésta se ha desarrollado en forma sostenida desde principios de los ochenta: los activos mantenidos hoy representan un 60% del PIB y han alcanzado una alta diversificación (ver gráficos 8 y 9). En general, los activos en manos de inversionistas institucionales hoy alcanzan más del 100% del producto, comparado con sólo el 50% a principios de los noventa.

Gráfico 6: Mercado de Bonos Corporativos (% PIB, 1998-2003)



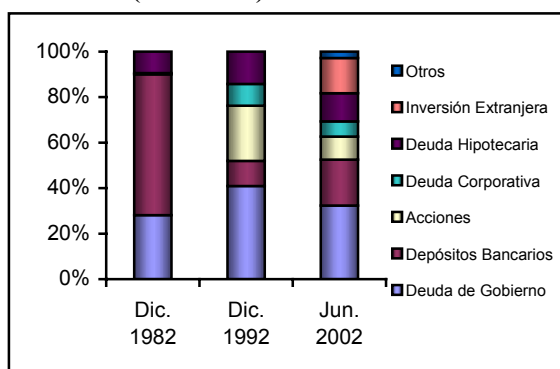
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 7: Número y Tipos de Fondos Mutuos (1997-2003)



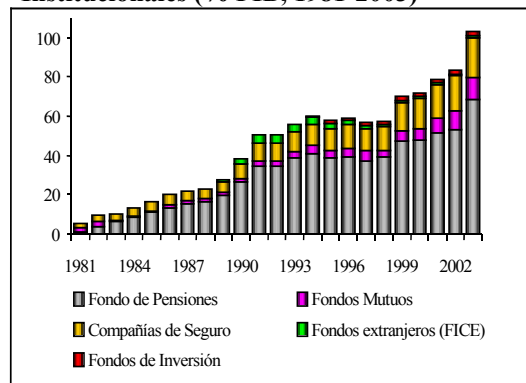
Fuente: AAFM

Gráfico 8: Diversificación de los Fondos de Pensiones (1981-2003)



Fuente: SAFP

Gráfico 9: Activos en manos de Inversionistas Institucionales (% PIB, 1981-2003)

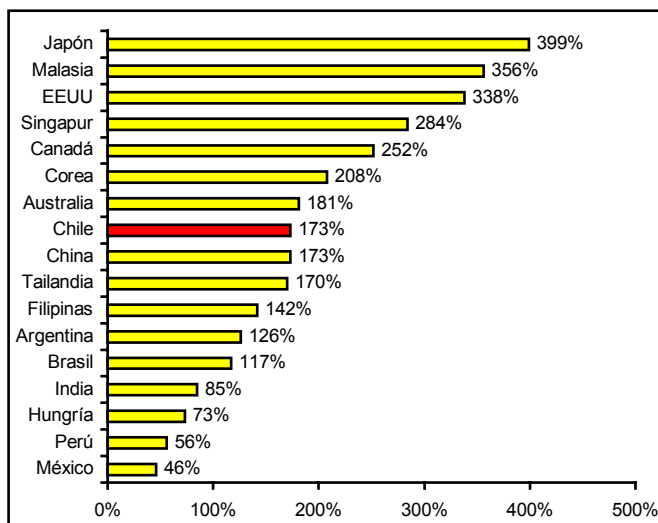


Fuente: Banco Central de Chile

Chile hoy tiene uno de los sistemas financieros más desarrollados (en cuanto a tamaño) entre las economías emergentes: los activos totales del sistema financiero representan alrededor de 1,7 veces el producto. Sin embargo, todavía no se llega a los niveles de países asiáticos como Japón, Malasia y Singapur, o de países desarrollados como Estados Unidos y Canadá (ver gráfico 10).

Conclusiones similares emergen al comparar distintas características del sistema bancario y el tamaño del mercado accionario con el resto del mundo. El sistema bancario chileno es robusto, relativo a otras economías emergentes, aunque todavía no llega al nivel de países como Canadá, Estados Unidos y Portugal (ver gráfico 11). La eficiencia del sector bancario es alta relativa a otros países de la región, aunque todavía no alcanza los niveles de economías más desarrolladas como Australia, Corea, Tailandia y Nueva Zelandia (Bankscope, reportado en Fondo Monetario Internacional, 2004). En cuanto al tamaño del mercado accionario, Chile también está bien posicionado en comparación con otros países emergentes, aunque está por debajo de países como el Reino Unido, Malasia, Estados Unidos y Canadá (ver gráfico 12).

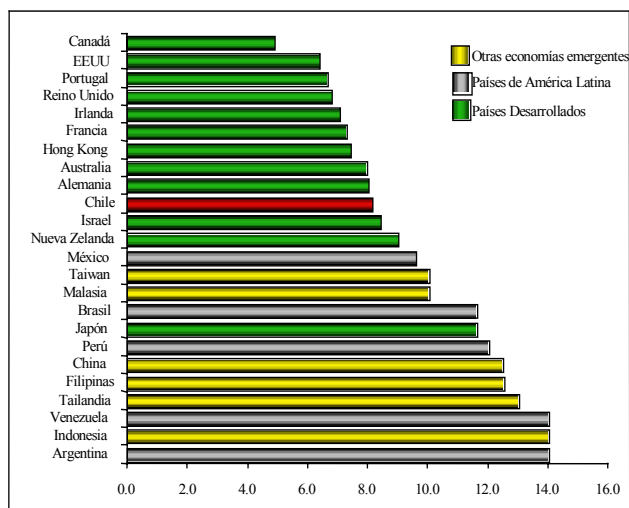
Gráfico 10: Activos Totales del Sistema Financiero, 2001
(% PIB, países seleccionados)



Nota: Los activos del sistema financiero incluyen los pasivos líquidos del sistema bancario, la capitalización del mercado accionario, los bonos privados domésticos y los bonos públicos domésticos.

Fuente: Beck, Demirguc-Kunt y Levine (2003).

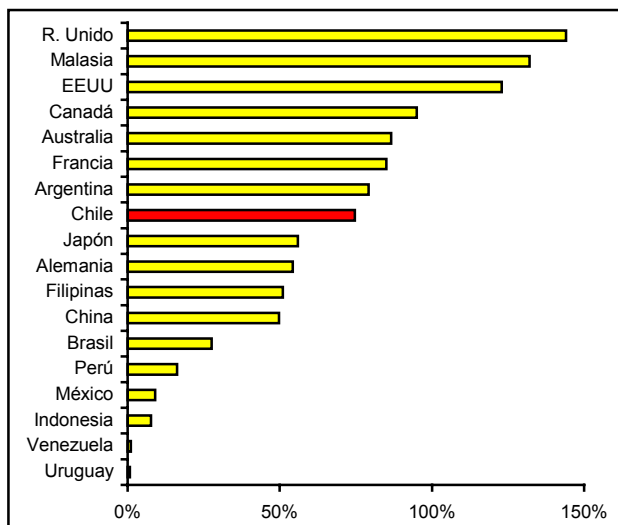
Gráfico 11: Ranking de Fortaleza del Sistema Bancario
(Países seleccionados)



Fuente: Moody's (2004).

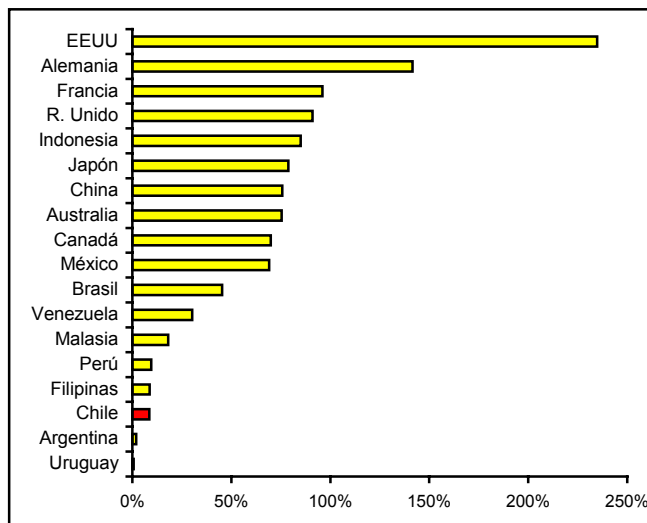
Nota: Un número mayor indica más debilidad del sistema bancario.

Gráfico 12: Capitalización de Mercado, 2001
(% PIB, países seleccionados)



Fuente: Beck, Demirguc-Kunt y Levine (2003).

Gráfico 13: Liquidez del Mercado Accionario, 2001
(Tasa de rotación, medida como % de la capitalización, países seleccionados)



Fuente: Beck, Demirguc-Kunt y Levine (2003).

Sin embargo, Chile tiene un problema de iliquidez en su mercado accionario. Pese a que el mercado chileno es relativamente grande, éste es ilíquido, como lo muestra el gráfico 13. De hecho, Chile tiene uno de los mercados accionarios más ilíquidos dentro de las economías emergentes⁹.

III.3 Desarrollo financiero y crecimiento en Chile

Dado el notable desarrollo del sistema financiero chileno en las últimas décadas, cabe preguntarse en qué medida éste ha contribuido al crecimiento económico del país.

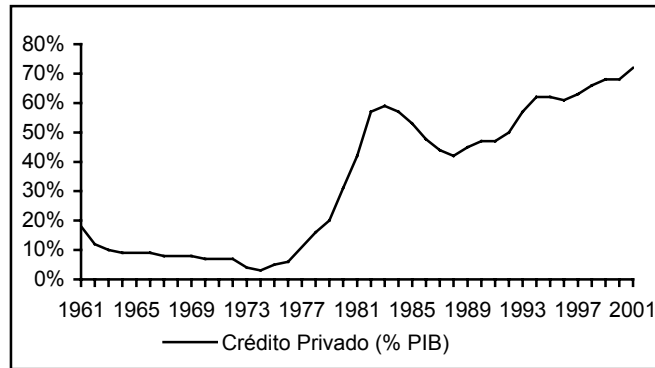
Tomando los parámetros estimados en la literatura empírica se puede cuantificar este efecto, aunque medido sobre el crecimiento del producto per cápita. Como variable de desarrollo financiero tomamos la más comúnmente utilizada y que corresponde al crédito privado como porcentaje del PIB (el gráfico 14 muestra la evolución de esta variable desde 1961). Se tomaron dos períodos representativos: el primero abarca desde 1961 hasta 2001 e incluye el período de liberalización del sistema financiero, la crisis financiera de 1982-1983 y el período de profundización y alto crecimiento desde mediados de los ochenta. El segundo período abarca desde 1986 hasta el 2001 e incluye sólo el período de profundización y alto crecimiento del sistema financiero.

Como lo muestra el gráfico 15, el desarrollo financiero aportó de manera significativa al crecimiento del producto per cápita entre 1961 y 2001. La tasa de crecimiento del producto per cápita durante este período fue de 2,7% anual, de los cuales 1,5% se explica por el desarrollo del sistema financiero. Al tomar el segundo período escogido el aporte del desarrollo financiero al crecimiento aparece más modesto: del 5% que creció el producto per cápita entre 1986 y 2001, sólo un 0,4% lo explica el desarrollo financiero (el cuadro 2 explica cómo se calcula la contribución al crecimiento del desarrollo financiero para ambos períodos). Esta contribución más modesta se debe a que el desarrollo financiero de Chile fue porcentualmente mayor en la primera parte de la muestra, aunque más volátil por la crisis de 1982-83, la que en parte se debió a una mala calidad de intermediación financiera producto de un marco de regulación y supervisión inadecuado. Estos problemas, que se corrigieron en la segunda mitad de los ochenta, permitieron el crecimiento sostenido observado desde 1986¹⁰.

⁹ Esta conclusión no cambia aún si se consideran las transacciones de ADR en otras bolsas, las cuales representan un 50% de las transacciones totales de las firmas chilenas que han emitido estos instrumentos.

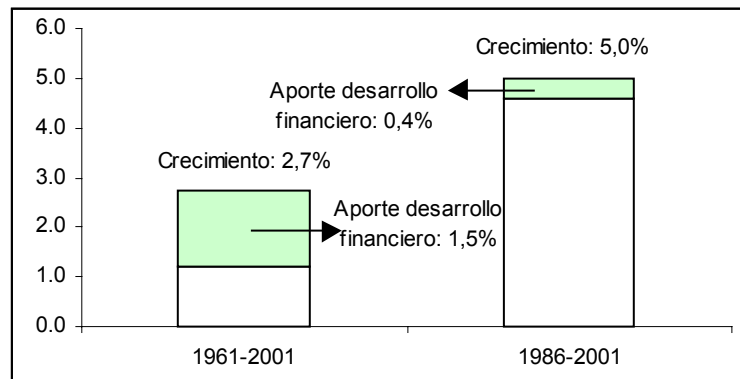
¹⁰ Ver pie de página 7 y 8.

**Gráfico 14: Crédito Privado
(% PIB, 1961-2001)**



Fuente: Beck, Demirguc-Kunt y Levine (2003)

Gráfico 15: Efecto del desarrollo financiero sobre el crecimiento del producto per cápita anual en Chile



Fuente: Elaboración propia en base a parámetros estimados en Levine, Loayza y Beck (2000) y Beck, Levine y Loayza (2000). El cuadro 2 explica la obtención del efecto del desarrollo financiero sobre el crecimiento del producto per cápita anual en Chile

Como se explicó más arriba, el grado de desarrollo financiero de Chile es todavía menor al existente en las economías desarrolladas, por lo que aún existen espacios para alcanzar un mayor desarrollo del sistema financiero y con ello afectar positivamente el crecimiento económico. De hecho, como se aprecia en la tabla 1, las ganancias en términos de crecimiento económico de seguir desarrollando nuestro sistema financiero pueden ser significativas. A modo de ejemplo, si Chile tuviera el desarrollo financiero de Australia podría acelerar su tasa de crecimiento del producto per cápita en 0,5% por año; si tuviera el desarrollo financiero del Reino Unido o Corea lo haría en 1,5%

por año, mientras que si tuviera el desarrollo financiero de Suiza aumentaría su tasa de crecimiento del producto per cápita en 2,0% por año¹¹.

Tabla 1: Efecto sobre el crecimiento del producto per cápita de alcanzar un mayor desarrollo del sistema financiero (puntos porcentuales por año)

	Crédito Privado (% PIB)	Efecto sobre el crecimiento del PIB per cápita si Chile lograra un desarrollo financiero al nivel de:
Suiza	161%	2.0%
Hong Kong	157%	1.9%
Estados Unidos	145%	1.7%
Malasia	138%	1.6%
Corea	133%	1.5%
Reino Unido	132%	1.5%
Singapur	122%	1.3%
Alemania	120%	1.3%
Nueva Zelanda	112%	1.1%
Australia	90%	0.5%
Francia	87%	0.5%
Canadá	82%	0.3%
Italia	77%	0.2%
Chile	72%	0.0%

Fuente: Elaboración propia en base a parámetros estimados en Levine, Loayza y Beck (2000) y Beck, Levine y Loayza (2000).

IV. Evaluación de Propuestas Recientes

A pesar del notable desarrollo del sistema financiero en Chile durante los últimos treinta años, todavía existen desafíos pendientes que permitirían ganar en eficiencia en la asignación de recursos y con ello contribuir al crecimiento económico. Durante los últimos treinta años Chile ha logrado crear una institucionalidad que le permite tener un sistema bancario robusto (ver gráfico 11) y ha avanzado en aumentar la profundidad de su sistema financiero. El paso siguiente debiera ser avanzar en el desarrollo microeconómico del sistema financiero, aumentando el grado de sofisticación de los mercados e instrumentos del sistema.

En esta sección nos centramos en analizar dos espacios donde se puede mejorar. El primero es el problema de la liquidez del mercado accionario y el segundo se refiere al desarrollo de la industria de capital de riesgo. Pese a que existen otras áreas del sistema financiero donde se puede mejorar, por

¹¹ *Ceteris paribus*, esto es, se trata de efectos parciales que se obtienen sólo del aumento en la profundidad financiera (todos los otros determinantes del crecimiento se asumen constantes). Como en el mundo real muchas variables cambian al mismo tiempo (ej., el nivel educacional de la población aumenta con el ingreso per-cápita y los países más ricos tienden a crecer más lento debido a la convergencia en el largo plazo de las tasas de crecimiento de los países), lo más probable es que en la práctica Chile no crecería a la tasa actual más 2% por año aún si aumentara su profundidad financiera al nivel de Suiza.

razones de espacio tratamos estos dos temas porque han sido considerados prioritarios por las autoridades políticas y en la actual coyuntura han estado en la discusión pública. Finalmente, brevemente analizaremos si la Reforma al Mercado de Capitales II propuesta va en la dirección de solucionar estos problemas y en seguir mejorando el funcionamiento del sistema financiero chileno.

IV.1 Liquidez del Mercado Accionario

Entre las causas de la falta de liquidez en los mercados se puede mencionar las asimetrías de información y los costos de transacción. Las primeras generan incertidumbre sobre el verdadero valor de los activos subyacentes, mientras que los costos de transacción crean un diferencial entre el precio pagado por el comprador y el precio recibido por el vendedor. Estas dos imperfecciones de mercado disminuyen el incentivo de los agentes a transar frecuentemente en el mercado.

Uno de los canales por los cuales el sistema financiero contribuye al crecimiento es a través de proveer liquidez: inversionistas que quieren estar líquidos están dispuestos a invertir sólo si los intermediarios les garantizan un mínimo de liquidez. En otras palabras, algunos proyectos de alto retorno requieren un compromiso de capital de largo plazo, pero los ahorrantes no quieren renunciar al control de sus ahorros por largos períodos. Por lo tanto, si el sistema financiero no provee suficiente liquidez para las inversiones de largo plazo, es probable que ocurra menos inversión en proyectos de alto retorno¹².

Chile se caracteriza por tener mercados poco líquidos en relación con otras economías emergentes. Esta característica se presenta, por ejemplo, en el mercado de deuda del sector público y, especialmente, en el mercado accionario.¹³ Como se describió en la sección III.2, Chile, a pesar de tener un mercado accionario “grande” relativo a otras economías emergentes, cuenta con un mercado tremendamente ilíquido, tendencia que se ha acrecentado a partir de mediados de los 90s.

Entre las explicaciones que han sido mencionadas en la literatura para explicar la poca liquidez del mercado accionario en Chile se encuentran: el encaje a los flujos de capitales (ADR secundarios), el impuesto a las ganancias de capital, y la alta concentración de mercado y el

¹² El argumento implícitamente asume que los fondos internos de la firma y los que pueden proveer los actuales dueños a través de la suscripción de nuevas emisiones, lo que les permitiría realizar inversiones sin diluir el control de la propiedad, son insuficientes para realizar todos los proyectos con VPN positivo. Así, la mayor liquidez del mercado (secundario) es un requisito para atraer a otros inversionistas potenciales quienes aportarían los fondos faltantes.

¹³ Ver Fondo Monetario Internacional (2004).

comportamiento tipo “manada”¹⁴ (con similares estrategias de inversión) de los Fondos de Pensiones (Cifuentes, Desormeaux y González, 2002)¹⁵.

La Reforma al Mercado de Capitales I (RMKI) estuvo orientada a aumentar el grado de competencia del sistema financiero y la liquidez del mercado accionario. Entre las medidas que se incorporaron se encuentran la creación de los multifondos y la competencia en la administración del ahorro previsional voluntario (APV), la desregulación de la industria de fondos mutuos y de seguros, la exención de impuestos a la venta corta, y una significativa reducción del impuesto sobre las ganancias de capital (para acciones con presencia bursátil) y sobre los ingresos por intereses de los inversionistas extranjeros. Previamente, en 1998 se había eliminado el encaje a los flujos de capitales.

Estas medidas son un claro avance en mejorar el funcionamiento del sistema financiero y con ello influenciar positivamente la asignación de recursos y el crecimiento de la economía. En particular, la creación de los multifondos, las exenciones a las ganancias de capital y la mayor competencia en el sistema financiero, promovida en la Reforma al Mercado de Capitales I, debieran contribuir a reducir los costos de transacción y asimetrías de información y, con ello, aumentar la liquidez del mercado¹⁶. Al respecto cabe destacar que las cifras más recientes aún no muestran un cambio claro (de tendencia) en la liquidez del mercado accionario –la tasa de rotación como porcentaje de la capitalización fue de un 8,3% en el año 2002 y de un 11,2% en el 2003, ambas cifras inferiores a las registradas en 1995–, pero se espera que sus efectos se materialicen crecientemente en el tiempo.

Sin embargo, todavía existen problemas de oferta, demanda y falta de desarrollo de la infraestructura del mercado que impiden aumentar la liquidez del mismo (Fondo Monetario Internacional 2004). Por el lado de la oferta existe una alta concentración en la propiedad de las firmas, con los consecuentes problemas de gobiernos corporativos y escasa divulgación de información relevante. Por el lado de la demanda también existe una alta concentración de mercado – los fondos invertibles son canalizados por seis AFP, las que tienen además políticas de inversión muy homogéneas. Más allá de estos factores estructurales, la falta de liquidez del mercado accionario se relaciona con problemas en la infraestructura del mismo, como son la falta de estandarización de

¹⁴ Comportamiento tipo manada se refiere a que las AFPs actúan en bloque al momento de decidir su estrategia de inversión. Esto sucede porque la rentabilidad mínima que se le exige a cada AFP se calcula considerando la rentabilidad obtenida por el sector.

¹⁵ Es necesario aclarar que aquí no se está juzgando si el encaje a los ADRs o el impuesto a las ganancias de capital son una buena o mala política; sólo se mira desde una perspectiva de equilibrio parcial y por sus efectos sobre la liquidez del mercado accionario y sobre la industria de capital de riesgo.

¹⁶ Bondarenko (2001) explica cómo la mayor competencia en el sistema financiero lleva a una reducción de los costos de transacción y asimetrías de información, y con ello, a un aumento en la liquidez del mercado.

contratos e instrumentos, la falta de incorporación en la ley de conceptos de “neteo”, “novación de obligaciones” e “irreversibilidad” y problemas con la entrega de información relevante por parte de las compañías¹⁷.

Beck y Levine (2003) estiman el efecto de la liquidez del mercado accionario sobre el crecimiento económico. Ocupando los parámetros estimados por estos autores se puede cuantificar las ganancias potenciales, en términos de crecimiento del producto per cápita, de un aumento de la liquidez del mercado accionario chileno. Chile tiene actualmente (al año 2001) una tasa de rotación en su mercado accionario, como porcentaje de la capitalización, de un 8,6%. Si aumentara la liquidez del mercado al nivel de la media (42%) de una muestra de 86 países desarrollados y en desarrollo¹⁸, el aumento en la tasa de crecimiento del producto per cápita chileno sería de 1,5% por año. En la tabla 2 se muestra los efectos sobre el crecimiento del producto per cápita en Chile si nuestro país aumentara el nivel de liquidez de su mercado accionario a los niveles de otras economías emergentes y desarrolladas seleccionadas. Como se aprecia, las ganancias pueden ser sustanciales.

Tabla 2: Efecto sobre el crecimiento del producto per cápita si Chile aumentara la liquidez del mercado accionario al nivel de otras economías seleccionadas

	Liquidez M° Accionario (Tasa de rotación, % capitalización)	Efecto sobre el crecimiento del PIB percápita si Chile aumentara la liquidez al nivel de:
Australia	75%	2.1%
Brasil	45%	1.6%
Chile	9%	-
China	76%	2.1%
Alemania	142%	2.7%
Indonesia	85%	2.2%
Japón	79%	2.1%
México	69%	2.0%
Venezuela	30%	1.2%
Media 86 países	42%	1.5%

Fuente: Elaboración propia en base a parámetros estimados por Beck y Levine (2003)

IV.2 El desarrollo de la industria de capital de riesgo

Para impulsar el desarrollo económico es clave la proliferación de empresas innovadoras con alto potencial de crecimiento. Sin embargo, esta condición de innovadoras les otorga también un alto

¹⁷ Ver sección IV.3 para más detalle.

¹⁸ Muestra usada por Beck y Levine en su estudio.

grado de riesgo asociado. En países con mercados de capitales profundos, la industria de capital de riesgo provee fondos para el surgimiento de dichas empresas. En economías en desarrollo, sin embargo, el subdesarrollo del sistema financiero presenta una barrera considerable para el surgimiento de estas empresas, en un contexto donde se exacerban imperfecciones de mercado asociadas a problemas de información, de monitoreo y control. Esta situación, junto a la existencia de potenciales externalidades de ganancias en productividad originadas en los sectores más innovadores, ha llevado a un razonamiento económico que justifica la intervención gubernamental, ya sea por medio de incentivos al sector privado o por la inyección directa de fondos públicos. La experiencia internacional, además, es consistente con este planteamiento. Por ejemplo, en Estados Unidos durante los últimos 20 años el gobierno ha utilizado diversos mecanismos, tanto incentivos tributarios como aportes directos de fondos públicos, para promover el desarrollo de la industria de capital de riesgo¹⁹. Las perspectivas indican que ese país continuará aumentando los incentivos tributarios, debido a la creciente importancia que el gobierno y los legisladores le otorgan a esta industria como motor de creación de empleos, innovación tecnológica y crecimiento económico (Arrau, 2002). En resumen, pareciera existir un consenso entre los analistas (apoyado por la evidencia internacional) acerca de la necesidad de impulsar el desarrollo de la industria de capital de riesgo. Esto, porque se trata de empresas con un alto potencial de crecimiento donde existen externalidades positivas para la sociedad en términos de ganancias en productividad y eficiencia. Así, la innovación que se produce en estas empresas permite generar nuevas tecnologías que pueden ser aprovechadas por toda la sociedad. Pero, como estas empresas no internalizan completamente el beneficio social del desarrollo de tales tecnologías, surge la necesidad de dar apoyo estatal al desarrollo de esta industria.

La experiencia en Chile para desarrollar la industria de capital de riesgo ha tenido dos intentos fallidos. El primer intento ocurrió en 1989, cuando se dio vida a tres fondos de inversión no rescatables (Fondos de Inversión Mobiliarios, Fondos de Inversión Inmobiliarios y Fondos de Inversión de Capital de Riesgo) cuyas cuotas de participación podrían servir de instrumento de inversión para los Fondos de Pensiones. A tres años de introducida esta modificación sólo se habían formado dos Fondos de Capital de Riesgo, los que no invertían en capital de riesgo clásico, sino más bien en empresas que se encontraban en etapas más avanzadas de su desarrollo.

El segundo intento por desarrollar la industria en Chile se produjo entre los años 1994 y 1995. En particular, se flexibilizaron algunas normas de los Fondos de Capital de Riesgo y se crearon los Fondos de Inversión de Capital Extranjero de Riesgo. Además, CORFO implementó un programa

¹⁹ En particular, se realizaron modificaciones tributarias concediendo beneficios en los años 1993, 1997 y 1998,

para incentivar el desarrollo del capital de riesgo, otorgando financiamiento a pequeñas y medianas empresas ya sea vía aportes de capital o préstamos convertibles en acciones.

No obstante estos esfuerzos, la industria no prosperó porque persistieron problemas de gobierno corporativo y estructurales como, por ejemplo, inflexibilidades en el diseño de contratos (límites en la propiedad de los proyectos o empresas), bajas comisiones para las administradoras, límite máximo para los aportantes, administradoras pasivas en la gestión de los proyectos, etc. (Arrau, 2002). En suma, hubo un exceso de regulación para proteger a los Fondos de Pensiones y problemas de gobierno corporativo.

La conclusión básica de los puntos anteriores es que los intentos para estimular la industria de capital de riesgo en Chile han tenido una falla originaria básica: las reformas legales han estado orientadas a ofrecer nuevos instrumentos de inversión para los Fondos de Pensiones y no han estado motivadas por el objetivo de generar una industria de financiamiento de empresas nuevas o en etapas tempranas de desarrollo.

Hoy en Chile la industria de capital de riesgo se encuentra estancada en un nivel muy incipiente de desarrollo. De hecho, casi el único sector que aporta recursos a la industria son los Fondos de Pensiones, concentrando alrededor de un 80% del total de los aportes. Esta característica contrasta con la estructura de financiamiento de, por ejemplo, Estados Unidos, donde inversionistas extranjeros, empresas, fundaciones, personas naturales y compañías de seguros participan mucho más activamente como financistas. Este comportamiento se explica, en parte y como se dijo, porque los Fondos de Inversión de Capital de Riesgo fueron especialmente creados durante la década de los noventa para los Fondos de Pensiones, con el propósito de aumentar la diversificación de su cartera. Pero, por su naturaleza, los Fondos de Pensiones tienden a favorecer inversiones de largo plazo y poco riesgosas²⁰. De hecho, Bygrave y Timmons (1992) recomiendan evitar usar a los Fondos de Pensiones como principal financista de capital de riesgo clásico, ya que éstos sesgan las inversiones hacia empresas en etapas más avanzadas de desarrollo, reduciendo la iniciación de empresas y las inversiones en empresas en etapas tempranas de desarrollo. Esto es justamente lo que ha sucedido en Chile: la naturaleza de los Fondos de Pensiones (ahorro previsional obligatorio) ha llevado a que las inversiones en capital de riesgo se canalicen preferentemente al financiamiento de empresas y proyectos que se encuentran en etapas de desarrollo más avanzadas, en desmedro del capital de riesgo “semilla”, que es la etapa inicial del otorgamiento de recursos para ideas o proyectos innovadores y

²⁰ mientras que actualmente se encuentran en el Congreso nuevas modificaciones de carácter tributario (Arrau, 2002). Los Fondos de Pensiones posiblemente necesitarían acompañar su inversión con el uso de derivados que les permita acotar las potenciales pérdidas.

donde existe mayor riesgo. Además, la predominancia de los Fondos de Pensiones genera una carga regulatoria excesiva. Junto a lo anterior influyen en el poco desarrollo de esta industria los bajos y negativos retornos obtenidos hasta ahora en las inversiones realizadas, la iliquidez de las cuotas aportadas, la inexistencia de mecanismos expeditos para recuperar los montos invertidos y la falta de incentivos tributarios como los existentes en otros países.

En relación con esto último, de acuerdo a Gompers y Lerner (1999), la rebaja en la tasa de impuesto a las ganancias de capital tiene importantes efectos sobre los fondos levantados para capital de riesgo, porque aumenta la rentabilidad esperada tanto para los oferentes como para los demandantes de capital²¹.

En el caso de Chile, la Reforma al Mercado de Capitales I estipuló que las acciones de empresas emergentes quedaran exentas de pagar impuesto a las ganancias de capital, cuando dicha ganancia se materialice (venta en bolsa). Sin embargo, este beneficio no se hizo extensivo a los fondos de inversión; vale decir, cuando el fondo distribuya el retorno a los tenedores de cuotas éstos deberán pagar el impuesto a las ganancias de capital, situación que desincentiva la inversión en cuotas de fondos de inversión privado. Para solucionar esto se requiere que este beneficio, propio de las acciones emitidas en la bolsa emergente, sea extendido a aquellos financistas que financian las empresas nacientes a través de fondos de inversión de capital de riesgo. Además, la exención del impuesto a las ganancias de capital se limitó a los tres años que comienzan con la apertura de la empresa en la bolsa emergente, pero no incluye el aumento de valor desde que la empresa se crea hasta que se coloca en bolsa, que es el momento de mayor creación de valor. Finalmente, las tasas de impuestos marginales, que alcanzan hasta 43%, son extremadamente altas comparadas con las existentes en Estados Unidos y Europa²².

IV.3 La Reforma al Mercado de Capitales II

Como se mencionó, el sistema financiero chileno ha sufrido una profunda transformación durante las tres últimas décadas y en los últimos años Chile ha seguido perfeccionando su sistema financiero, con reformas orientadas principalmente a aumentar su grado de sofisticación y a mejorar su funcionamiento a nivel microeconómico. La Ley de Opas del año 2001 tuvo como su punto

²¹ Cabe destacar que Keuschning y Nielsen (2003) concluyen que el impuesto a las ganancias de capital causa pérdidas de bienestar.

²² Arrau (2002), a modo de ejemplo, explica que Bill Gates, habiendo obtenido una ganancia de capital personal de US\$204 millones al abrir Microsoft a la bolsa (Nasdaq) en 1986, habría tenido que pagar en Chile una tasa marginal del 43%, mientras que en Estados Unidos le corresponde un 20% de impuesto. El caso de Jim Clark es aún más impresionante: en 18 meses incrementó su patrimonio personal desde US\$5,6 millones hasta US\$273 millones,

principal regular (proteger) los derechos de los accionistas minoritarios y mejorar los gobiernos corporativos, mientras que la Reforma al Mercado de Capitales I se centró en promover el ahorro nacional y la competencia del mercado financiero. Estas reformas son un claro avance en mejorar el funcionamiento del sistema financiero y con ello influenciar positivamente la asignación de recursos y el crecimiento de la economía.

La Reforma al Mercado de Capitales II propuesta (RMKII), al igual que la RMKI y la Ley de OPAS, también apunta en la dirección de mejorar el funcionamiento del sistema financiero. En particular, la RMKII incluye incentivos para el desarrollo de la industria de capital de riesgo:

- **Pone incentivos tributarios a las ganancias de capital:**
 - Se elimina la distorsión tributaria aludida, que desfavorece la inversión a través de fondos de inversión vis-à-vis los activos subyacentes de manera directa. Ahora los ingresos por rentas exentas de impuestos de los activos subyacentes que mantienen los fondos de inversión podrán ser traspasados a los tenedores de cuotas del fondo.
 - Se exime del pago de impuesto las ganancias de capital obtenidas por los tenedores de acciones de sociedades que, cumpliendo ciertos requisitos de formación preliminar de precios, enajenen sus acciones en bolsa o vendan parte de su capital accionario a una persona no relacionada a los principales accionistas de la sociedad. La ganancia de capital exenta tendrá un límite de UF10.000 por accionista. Esta medida, si bien se aplica a todas las acciones y no sólo a las de capital de riesgo, tiene como objetivo promover el desarrollo de proyectos innovadores al aumentar el retorno de estas inversiones²³.
- Establece garantías para los Fondos de Inversión de Capital de Riesgo.
- Crea una forma de organización más flexible (Sociedad de Responsabilidad Limitada por Acciones) que posibilitará controlar decisiones de una sociedad sin necesidad de ser accionista mayoritario o llamar a junta de accionistas.
- Se flexibiliza la Ley de Prendas, la que se espera promoverá el acceso al crédito competitivo a muchas empresas pequeñas.

desde que fundó Netscape en abril de 1994, hasta que la llevó a la bolsa. En EE.UU le corresponde un 14% de impuesto, mientras que en Chile habría pagado un 43%.

²³ La reforma propuesta amplía el beneficio existente en RMKI a otro tipo de sociedades (Sociedades por Acciones y Sociedades Anónimas Cerradas), sin plazo de tiempo pero con un límite de UF10.000.

Estas medidas, junto con otras que no se analizan en este capítulo –pero que apuntan en la misma dirección–, debieran ayudar a mejorar el funcionamiento del sistema financiero, fomentando el ahorro y la inversión, en particular:

- Profundización de reformas de perfeccionamiento de los gobiernos corporativos;
- Fortalecimiento de los mecanismos de ahorro previsional voluntario;
- Fortalecimiento de los mecanismos de fiscalización, potestades de control, sanción y coordinación, para evitar en el futuro casos como el de CORFO/Inverlink.

Si bien resulta prematuro hacer una evaluación definitiva de las reformas propuestas, es obvio que éstas apuntan en la dirección correcta. Sin embargo, es difícil evaluar si las reformas implementadas en los últimos años y aquellas propuestas en la Reforma al Mercado de Capitales II son suficientes. La dificultad de establecer un equilibrio óptimo entre regulación, supervisión y liberalización del sistema financiero, junto con el gran dinamismo que han alcanzado los mercados financieros producto del creciente proceso de globalización de las economías, obligan a evaluar constantemente las reformas implementadas y debatir acerca de las reformas pendientes que podrían ayudar en avanzar hacia un sistema financiero más desarrollado. En suma, el proceso de reformas es de naturaleza continua. A continuación, se exponen algunas propuestas de reformas pendientes que pueden ser útiles para guiar la discusión futura hacia donde avanzar en materia de reformas al sistema financiero chileno.

Algunos analistas han planteado la necesidad de seguir avanzando en liberalizar el sistema financiero y en reducir la carga tributaria que lo afecta, por ejemplo aumentando la exención tributaria a las ganancias de capital en inversiones en capital de riesgo y eliminando el impuesto al cheque. Arrau (2003) plantea que es necesario incentivar una mayor competencia en la administración de – una parte de– los ahorros forzosos para la vejez y en la provisión de algunos servicios de apoyo al giro bancario²⁴. El mismo autor (Arrau, 2004) plantea que, considerando la experiencia de otros países, la exención propuesta de UF 10.000 (US\$ 268.000 aproximadamente²⁵) para las ganancias de capital en inversiones de capital de riesgo resulta insuficiente (en Irlanda esta exención alcanza los US\$10 millones). Por último, este autor sostiene que el episodio Corfo-Inverlink significó un retroceso hacia un sistema de mayores controles y prohibiciones, en vez de uno donde se fortalece la

²⁴ Redbank, Transbank y Centro de Compensación Automatizado, CCA.

²⁵ Usando el tipo de cambio de cierre del 28 de junio de 2004.

disciplina de mercado y el auto-control de los agentes partícipes, pero donde hay fuertes sanciones para quienes transgredan el espíritu de las normas y abusen de la confianza del público.

Con respecto a la falta de liquidez del mercado, el Fondo Monetario Internacional propone medidas complementarias destinadas a solucionar este problema. A modo de ejemplo se pueden mencionar las siguientes²⁶:

- Fortalecer los fundamentos legales para los contratos y liquidación de activos. Se necesita fortalecer tales fundamentos a través de incorporar más firmemente en la ley los conceptos de “carácter definitivo” (término incondicional e irrevocable de las transacciones), “neteo” (compensación de créditos y débitos entre partes involucradas en una serie de transacciones que involucran el mismo instrumento), y “novación de una obligación” (la sustitución de una obligación o deudor viejo por una nueva obligación o deudor).
- Modernizar la liquidación de instrumentos, estandarizar los contratos y mejorar los métodos de valoración de instrumentos (por ejemplo, uniformando los métodos usados y mejorando la información de precios).
- Revisar las políticas impositivas al sector financiero. Existen impuestos distorsionadores, como el de timbre y estampillas que eleva el costo de emitir bonos, y una excesiva complejidad en la aplicación y diseño del impuesto a las ganancias de capital y sus exenciones, haciendo difícil evaluar sus efectos en los incentivos.
- Fortalecer los reportes financieros de las compañías listadas en bolsa y adecuarlos a los estándares internacionales (International Financial Reporting Standards).
- Existen debilidades en materia de regulación, supervisión, herramientas de resolución y ejecución; falta avanzar en el monitoreo de conglomerados financieros y establecer reglas para su operación, así como una mejor capacidad de supervisión basada en riesgo.

Un tema que ha sido dejado de lado en la discusión de la RMKI y la RMKII es el referente al desarrollo del mercado de derivados en Chile. El desarrollo de este mercado puede también tener efectos positivos sobre la liquidez ya que, a modo de ejemplo, las AFP posiblemente transarían más frecuentemente en el mercado accionario si hubiese un mercado de opciones donde pudiesen transar para acotar sus riesgos²⁷.

²⁶ Para leer las propuestas específicas ver “Financial Sector Assessment Program”, FMI (2004).

²⁷ A modo de ejemplo, una AFP no puede hoy cubrir su portafolio de acciones contra una baja en el precio de éstas

Por otra parte, la posición externa del sector privado (activos menos pasivos) se ha fortalecido en los últimos años. A pesar de esto, la posición neta de pasivos es aún substancial y está expuesta a riesgos producto de las fluctuaciones en el tipo de cambio. Este hecho, junto con el incremento en la volatilidad cambiaria producto de la flotación, ha resultado en un marcado incremento en la cobertura cambiaria con contratos forwards. El volumen de comercio de forwards de tipo de cambio se ha duplicado entre 1994 y 2004, y relativo al PIB el mercado es grande cuando se compara con otras economías emergentes. La cobertura con contratos forwards alcanza un 42% en el sector corporativo, entre 90% y 100% en el sector bancario y 50% en los Fondos de Pensiones. A pesar de esto, otros instrumentos de cobertura cambiaria como las opciones no tienen un mercado desarrollado, principalmente por el hecho que a los bancos no se les permite suscribir opciones y por lo tanto no pueden intermediar entre compradores y vendedores.

En relación con la cobertura de riesgos de tasa de interés, no hay un mercado activo de derivados, por lo que existe una gran exposición a este riesgo en el sector financiero no bancario, particularmente en el sector de seguros de vida.

Así, existen numerosos ejemplos de necesidades de administración de riesgos que no son cubiertas hoy en Chile debido a la ausencia de derivados.

Chile todavía está en una etapa temprana de desarrollo del mercado de derivados y requiere alcanzar más diversidad y complejidad de instrumentos para permitirles a los participantes manejar los riesgos más eficientemente. Los principales problemas y desafíos para el mercado de derivados en Chile se encuentran en las siguientes áreas:

i) Marco regulatorio y legal: A modo de ejemplo, a los Fondos de Pensiones no se les permite suscribir opciones, lo que impide que puedan cubrir sus portafolios de acciones. Del mismo modo, el sector bancario no puede escribir y vender opciones, lo cual es inconsistente con un sistema financiero que evoluciona desde la “administración de reglas” hacia la “administración de riesgos”. Esta restricción también impide que los bancos puedan intermediar opciones, impidiendo el desarrollo del mercado.

ii) Falta de una infraestructura de mercado: Los derivados son instrumentos complejos, por lo que las ganancias en eficiencia al usarlos depende de tener una adecuada supervisión. La liberalización requiere asegurarse que las instituciones supervisoras tengan un adecuado conocimiento del mercado. También es necesario fijar reglas acerca de cómo medir los riesgos de los instrumentos derivados y el capital adecuado para resguardo de terceros, mientras que la adopción de estándares internacionales

suscribiendo opciones, tanto por la falta de instrumentos como porque existen restricciones a las actividades de los

referente al mercado de derivados permitiría una mayor participación de inversionistas extranjeros. Por otro lado, para fortalecer la infraestructura del mercado es necesario: i) definir el tratamiento impositivo, de valoración y contabilidad de los nuevos instrumentos derivados; ii) promover contratos estándar y códigos de conducta de la industria; iii) diseminar conocimientos de administración, datos de mercado y análisis; iv) coleccionar indicadores como los volúmenes transados diarios por sector y por instrumento; y v) proveer de los datos al público para promover la competencia y evitar la manipulación.

Como un todo, las reformas introducidas en la RMKI y propuestas en la RMKII, sumadas a la Ley de Opas, van en la dirección correcta. Todas ellas permitirán un mejoramiento del funcionamiento del sistema financiero chileno, a través de mejorar los gobiernos corporativos y las cinco funciones que presta el sistema financiero a la economía, las que fueron descritas en la sección II. Como se explicó, todo esto debiera impactar las decisiones de ahorro e inversión y, con ello, impulsar el crecimiento de la economía. Sin embargo, es difícil evaluar si estas reformas son suficientes, en parte porque no existe un consenso aún sobre el estándar que los países deben alcanzar en estas materias. Por ejemplo, no hay consenso sobre la situación “ideal” en materia de regulaciones específicas, o sobre cuál debe ser la carga impositiva óptima. Más aún, es posible que estos consensos no se logren nunca por el gran dinamismo que muestran los mercados financieros, por lo que es necesario seguir innovando en estas materias constantemente.

V. Resumen y conclusiones

La literatura teórica y empírica ha llegado a un creciente consenso acerca del significativo impacto que tiene el desarrollo del sistema financiero en el crecimiento económico. Un sistema financiero más desarrollado afecta las decisiones de inversión y ahorro, mejorando la asignación de recursos en la economía y, con ello, impulsando el crecimiento económico.

Chile ha sufrido una profunda transformación de su sistema financiero, desde la liberalización a mediados de los setenta, pasando por la crisis de la deuda de comienzos de los ochenta y el posterior reordenamiento, hasta el período de crecimiento y profundización que se inició a mediados de los ochenta y continúa hasta hoy. Así, actualmente el sistema financiero chileno es uno de los más grandes entre las economías emergentes, aunque todavía no tiene el tamaño de aquellos en países desarrollados y de algunas economías emergentes de Asia.

Un problema puntual del sistema financiero chileno es la baja liquidez del mercado accionario; a pesar de ser un mercado relativamente grande éste es tremendamente ilíquido. Otra área donde también existe un desafío importante es el desarrollo de la industria de capital de riesgo, tal que ésta permita desarrollar firmas con un alto potencial de crecimiento. También es necesario apoyar el desarrollo del mercado de derivados financieros.

Las reformas de los últimos años (Ley de Opas y Reforma al Mercado de Capitales I), así como el proyecto de Reforma al Mercado de Capitales II, van en la dirección de solucionar algunas de estas falencias, incluyendo diversas medidas destinadas a mejorar el funcionamiento del sistema financiero, lo que debiera resultar en un impulso al ahorro, la inversión y el crecimiento futuro de nuestra economía. Aunque el poco tiempo transcurrido desde la implementación de estas reformas, así como la inexistencia de consensos relativos a estándares internacionales en temas regulatorios, impositivos y en otras materias relevantes, no permiten concluir sobre si las reformas son suficientes, la rapidez con que evoluciona el mundo financiero –en particular dada la creciente globalización– sugiere que el esfuerzo de reforma debe ser constante. Esto es, el equilibrio entre mayor regulación/supervisión versus mayor libertad/competencia requiere un esfuerzo de búsqueda permanente. En esta misma línea se debe avanzar para resolver aquellas falencias que no han sido adecuadamente atendidas en la RMKI y RMKII.

Referencias

- Arrau, P. (2004), "Mercado de Capitales II". Suplemento Negocios Diario La Tercera, 19 de junio (página 39).
- Arrau, P. (2003), "Un Mercado de Capitales Para Crecer". En Morandé, F. y J. Quiroz (editores), *Crecimiento en Chile, Una Mirada Desde Los Sectores*, Cámara Chilena de la Construcción (agosto).
- Arrau, P. (2002), "Agenda Pro Crecimiento: Propuestas de Reforma al Mercado de Capitales II", manuscrito.
- Bagehot, W. (1873), *Lombard Street, Homewood, II*: Richard D. Irwin, edición 1962).
- Beck, T. y R. Levine (2002), "Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?", *Journal of Financial Economics*, 64: 147-180.
- Beck, T. y R. Levine (2003), "Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence", *Journal of Banking and Finance*, forthcoming.
- Beck, T; R. Levine y N. Loayza (2000), "Finance and the Sources of Growth", *Journal of Financial Economics*, 58: 261-300.
- Bondarenko, O. (2001), "Competing Market Makers, Liquidity Provision, and Bid-Ask Spreads", *Journal of Financial Markets*, 4(3): 269-308.
- Bygrave, W. y J. Timmons (1992), "Venture Capital at the Crossroads", Harvard Business School Press.
- Carlin, W. y C. Mayer (2003), "Finance, Investment, and Growth", *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Cifuentes, R., J. Desormeaux y C. Gonzáles (2002), "Capital Markets in Chile: From Financial Repression to Financial Deepening", Documento de Política Económica N°4, Banco Central de Chile.
- Corbo, V. y K. Schmidt-Hebbel (2003), "Efectos Macroeconómicos de la Reforma de Pensiones en Chile" en *Resultados y Desafíos de la Reforma al Sistema de Pensiones*, Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones, edited by CIEDESS.
- Corbo, V., L. Hernández y F. Parro (2004), "Economic Reforms and Growth: Lessons from the Chilean Experience", mimeo.
- De Gregorio, J. (2004), "Economic Growth in Chile: Evidence, Sources and Prospects", mimeo (October).
- De Gregorio, J. (1996), "Borrowing Constraints, Human Capital Accumulation, and Growth", *Journal-of-Monetary-Economics*; 37(1): 49-71 (February).
- De Gregorio, J. y P. Guidotti (1995), "Financial Development and Economic Growth", *World Development* 23 (3):433-448.
- Demirgüç-Kunt, A. y R. Levine (2001), "Financial Structure and Economic Growth: Perspective and Lessons", En: *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, Eds: A. Demirgüç-Kunt and R. Levine. Cambridge, MA: MIT Press: 3-14.
- Demirgüç-Kunt, A. y R. Levine (2001b), "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons", En: *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, Eds: A. Demirgüç-Kunt and R. Levine. Cambridge, MA: MIT Press: 81-140.
- Demirgüç-Kunt, A. y V. Maksimovic (1998), "Law, Finance, and Firm Growth", *Journal of Finance*, 53: 2107-2137.
- Fondo Monetario Internacional (2004), "Financial Sector Assessment Program: Chile", mimeo.

- Gompers, P. y J. Lerner (1999), "What Drives Venture Capital Fundraising" NBER Working Paper n°6909.
- Gurley, J. G. y E. S. Shaw (1955), "Financial Aspects of Economic Development", *American Economic Review*, 45: 515-538.
- Japelli, T. y M. Pagano (1994), "Saving, Growth and Liquidity Constraints", *Quarterly Journal of Economics*, 109 (1): 83-109.
- Keuschnigg, C. y Nielsen-Soren, B. (2003), "Tax and Venture Capital Support" CESifo Working Paper n°1094
- King, R. G. y R. Levine (1993), "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *Quarterly Journal of Economics*, 108: 717-738.
- La Porta, R., F. López de Silanes, A. Schleifer y R. Vishny (1997), "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance* 52(July):1131-1150.
- Levine, R. (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, 35:688-726.
- Levine, R. (2003), "Finance and Growth: Theory, Evidence and Mechanisms", forthcoming in Handbook of Economic Growth.
- Levine, R. (2003b), "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?", *Journal of Financial Intermediation*, forthcoming.
- Levine, R., N. Loayza y T. Beck (2000), "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics*, 46: 31-77.
- Levine, R. y S. Zervos (1998), "Stocks Markets, Banks and Economic Growth", *American Economic Review*, 88: 537-558.
- Loayza, N, y R. Rancieres (2002), "Financial Fragility, Financial Development, and Growth", World Bank mimeo.
- Lucas, R. (1988), "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, 22:3-42.
- McKinnon, R. I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC: Brooking Institutions.
- Miller, M. (1998), "Financial Markets and Economic Growth", *Journal of Applied Corporate Finance*, 11:8-14.
- Rajan, R. G. y L. Zingales (1998), "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, 88:559-586.
- Robinson, J. (1952), "The Generalization of the General Theory", En: *The Rate of Interest and Other Essays*, London, MacMillan.
- Schumpeter, J. (1912), "Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung. Leipzig: Dunker & Humblot", *The Theory of economic Development*, 1912, traducida por R. Opie. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934.
- Tadesse, S. (2002), "Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence", *Journal of Financial Intermediation*, 11: 429-454

Cuadro 1: Resumen de la evidencia empírica del nexo entre desarrollo financiero y crecimiento.

Autor	Año	Muestra	Definición de la variable usada para medir desarrollo financiero	Principales Conclusiones
Estudios de Corte Transversal				
Goldsmith	1969	1860-1963, 35 países	Intermediación financiera	Existe una relación positiva entre desarrollo financiero y crecimiento
King y Levine	1993	1960-1989, 77 países	-Pasivos líquidos del sistema financiero (% PIB) -Crédito Bancario (% crédito bancario más activos domésticos totales del Banco Central) -Créditos a empresas privadas (% PIB)	El desarrollo financiero es un buen predictor de las tasas de crecimiento futuras de las economías.
Levine y Zervos	1998	1976-1993, 42 países	-Tasa de rotación en el mercado accionario (% capitalización) -Crédito Bancario (% PIB)	El desarrollo financiero es un buen predictor de la tasa de crecimiento posteriores de las economías
Estudios con Variables Instrumentales				
Levine, Loayza y Beck	2000	1960-1975, 71 países	-Crédito privado (% PIB)	Causalidad va desde desarrollo financiero hacia crecimiento y el efecto del primero sobre el segundo es económicamente significativo.
Corbo, Hernández y Parro	2004	1960-2000, 72 países	-Crédito privado (% PIB)	Instituciones, desarrollo financiero y sobrevaluación cambiaria son importantes determinantes del crecimiento económico.
Estudios con Paneles Dinámicos				
Levine, Loayza y Beck	2000	1960-1995, 77 países	-Crédito privado (% PIB)	Causalidad va desde desarrollo financiero hacia crecimiento y el efecto del primero sobre el segundo es económicamente significativo.
Beck y Levine	2002	1975-1998, 40 países	-Tasa de rotación en el mercado accionario (% capitalización) -Crédito Bancario (% PIB)	Causalidad va desde desarrollo financiero hacia crecimiento y el efecto del primero sobre el segundo es económicamente significativo.
Estudios a nivel de industrias				
Rajan y Zingales	1998	1980-1990, 36 industrias a lo largo de 48 países	-Capitalización accionaria más crédito doméstico (% PIB) -Estándares contables (rating de calidad de informes financieros)	El desarrollo financiero incentiva el crecimiento a través de aliviar las restricciones de financiamiento externo de las firmas.
Estudios a nivel de firmas				
Dermiguc-Kunt y Maksimovic	1998	1986-1991, firmas manufactureras transadas públicamente más grandes en 26 países.	-Capitalización accionaria (% PIB) -Tasa de rotación mercado accionario (% capitalización) -Activos bancarios (% PIB)	El desarrollo financiero incentiva el crecimiento a través de remover los impedimentos que tienen las firmas para explotar oportunidades de crecimiento.
Relación entre desarrollo financiero y crecimiento en el corto plazo				
Loayza y Rancieres	2002	1960-1995, 74 países	-Crédito privado (% PIB) -Pasivos líquidos del sistema financiero (% PIB)	Relación positiva de largo plazo entre desarrollo financiero y crecimiento coexiste con una relación principalmente negativa en el corto plazo. Esta se da en países que han tenido crisis financieras que han sido antecedidas por un boom de crédito.

Cuadro 2: Estimación del efecto del desarrollo financiero en Chile sobre el crecimiento económico

Para estimar el efecto del desarrollo financiero en Chile sobre el crecimiento del producto per cápita, se procedió de la siguiente manera:

- El nivel de desarrollo financiero en Chile, medido como crédito privado como proporción del PIB, en 1961 era de 18,1%.
- El desarrollo financiero promedio en Chile entre 1961 y 2001 fue de 33,7%.
- El parámetro estimado en Levine, Loayza y Beck (2000) que mide el efecto marginal del desarrollo financiero sobre la tasa de crecimiento del producto per cápita es de 2,5; mientras que el estimado en Beck, Levine y Loayza (2000) es de 2,4.
- La variable de desarrollo financiero está expresada en ambos estudios en forma logarítmica.
- De esta manera la aceleración en la tasa de crecimiento del producto per cápita producto del desarrollo financiero en Chile entre 1961 y 2001 se obtiene de hacer la siguiente operación: $\text{Parámetro estimado} * (\ln(33,7) - \ln(18,1))$.
- Finalmente ocupando los valores promedios arrojados al utilizar los parámetros de ambos estudios mencionados se llega a la contribución de 1,5% al crecimiento del producto per cápita producto del desarrollo financiero entre 1961 y 2001.
- A su vez, el desarrollo financiero promedio en Chile en 1986, medido como crédito privado como proporción del PIB, fue de un 47,7%, mientras que el desarrollo financiero promedio en Chile entre 1986 y 2001 fue 56,4%.
- De esta manera la aceleración en la tasa de crecimiento del producto per cápita producto del desarrollo financiero en Chile entre 1986 y 2001 se obtiene de hacer la siguiente operación: $\text{Parámetro estimado} * (\ln(56,4) - \ln(47,7))$.
- Del mismo modo, ocupando los valores promedios arrojados al utilizar los parámetros de ambos estudios mencionados se llega a la contribución de 0,4% al crecimiento del producto per cápita producto del desarrollo financiero entre 1986 y 2001.

**Documentos de Trabajo
Banco Central de Chile**

**Working Papers
Central Bank of Chile**

NÚMEROS ANTERIORES

PAST ISSUES

La serie de Documentos de Trabajo en versión PDF puede obtenerse gratis en la dirección electrónica: www.bcentral.cl/esp/estpub/estudios/dtbc. Existe la posibilidad de solicitar una copia impresa con un costo de \$500 si es dentro de Chile y US\$12 si es para fuera de Chile. Las solicitudes se pueden hacer por fax: (56-2) 6702231 o a través de correo electrónico: bcch@bcentral.cl.

Working Papers in PDF format can be downloaded free of charge from: www.bcentral.cl/eng/stdpub/studies/workingpaper. Printed versions can be ordered individually for US\$12 per copy (for orders inside Chile the charge is Ch\$500.) Orders can be placed by fax: (56-2) 6702231 or e-mail: bcch@bcentral.cl.

- | | |
|---|----------------|
| DTBC-290
Endogenous Financial Constraints: Persistence and Interest Rate Fluctuations
Juan Pablo Medina | Diciembre 2004 |
| DTBC-289
Educación y Crecimiento en Chile
Andrea Tokman | Diciembre 2004 |
| DTBC-288
Patrones de Especialización y Crecimiento Sectorial en Chile
Roberto Álvarez y Rodrigo Fuentes | Diciembre 2004 |
| DTBC-287
Fuentes del Crecimiento y Comportamiento de la Productividad Total de Factores en Chile
Rodrigo Fuentes, Mauricio Larrain, y Klaus Schmidt-Hebbel | Diciembre 2004 |
| DTBC-286
Optimal Monetary Policy in a Small Open Economy Under Segmented Asset Markets and Sticky Prices
Ruy Lama y Juan Pablo Medina | Diciembre 2004 |
| DTBC-285
Institutions and Cyclical Properties of Macroeconomic Policies
César Calderón y Roberto Duncan, y Klaus Schmidt-Hebbel | Diciembre 2004 |

DTBC-284	Diciembre 2004
Preferential Trading Arrangements, Trade, and Growth Arvind Panagariya	
DTBC-283	Diciembre 2004
Regional Integration and North-South Technology Diffusion: The Case of NAFTA Maurice Schiff y Yanling Wang	
DTBC-282	Diciembre 2004
Customs Unions and Foreign Investment: Theory and Evidence from Mercosur's Auto Industry Çaglar Özden y Francisco J. Parodi	
DTBC-281	Diciembre 2004
The FTAA and the Location of FDI Eduardo Levy Yeyati, Ernesto Stein y Christian Daude	
DTBC-280	Diciembre 2004
U.S. Trade Preferences: All are not Created Equal Daniel Lederman y Çaglar Özden	
DTBC-279	Diciembre 2004
Reciprocity in Free Trade Agreements Caroline Freund	
DTBC-278	Diciembre 2004
Growth Effects of Regional Integration Agreements Matías Berthelon	
DTBC-277	Diciembre 2004
The Agriculture of Mexico After Ten Years of Nafta Implementation Antonio Yunez-Naude y Fernando Barceinas Paredes	
DTBC-276	Diciembre 2004
Trade Policy and Poverty Reduction in Brazil Glenn W. Harrison, Thomas F. Rutherford, David G. Tarr y Angelo Gurgel	
DTBC-275	Noviembre 2004
Consumo y Dinero de Personas en Chile Tobias Broer	