

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

VIII REUNION OPERATIVA

Caracas, Venezuela, 24 de noviembre al 2 de diciembre de 1964

VALORES A PRUEBA DE INFLACION

Ricardo Lagos Escobar  
Instituto de Economía  
Universidad de Chile

Documento VIII-RO/d/I/7

Como su título indica, el autor presenta en este documento la experiencia chilena en el uso de instrumentos de captación de recursos y créditos reajustables por distintos índices. La Reunión tendrá la oportunidad de juzgar el uso de este instrumento del mercado de capitales durante períodos de inflación aguda (y de estabilidad relativa) en un país latinoamericano, y podrá examinar si hay posibilidad de éxito en otros países del área.



## VALORES A PRUEBA DE INFLACION

### La experiencia chilena

Ricardo Lagos Escobar.

Chile, con su inflación ya casi centenaria, ofrece campo propicio para estudiar o para poner en ejecución experimentos sobre la técnica de los valores a prueba de inflación. Entre estos experimentos, en muchas ocasiones se ha planteado en la literatura económica la posibilidad de crear valores monetarios o de otra índole que puedan resistir la espiral inflacionaria sin perder su valor en términos reales. Es así como, entre otros, tenemos el mecanismo de expresar ciertas cantidades en términos de sueldos vitales (en Chile se fija anualmente a cuánto ascenderá el sueldo vital para los empleados) como ocurre por ejemplo en la ley de impuesto a la renta, o en la aplicación de multas, o en contratos entre particulares, etc.

Por otra parte, es un hecho sabido que una inflación prolongada atenta contra los hábitos de ahorro de una sociedad, aumentando las propensiones media y marginal a consumir hasta acercarlas a la unidad. Un mecanismo para crear incentivos de ahorro consiste, en consecuencia, en utilizar valores de poder adquisitivo constante, de manera que las cantidades ahorradas no se deprecien por la inflación. Desde un ángulo opuesto, durante un período de alzas de precios, si la tasa de interés es baja (con respecto a la tasa de inflación) resulta conveniente endeudarse para pagar los créditos con moneda depreciada. Es lo que ha ocurrido en Chile, donde durante largos períodos ha existido una tasa de interés negativa.

Una forma de aumentar la oferta de ahorros y restringir la demanda de crédito ha sido la de reajustarlos por un índice predeterminado de modo que mantengan su poder adquisitivo. La experiencia de Chile sobre el particular es lo que se analizará en este trabajo. No se estudiarán los aspectos teóricos del problema.

Con fines metodológicos y para una mayor claridad en la exposición, podemos agrupar la experiencia de Chile en tres clases de valores a prueba de inflación: I) Ahorros y préstamos para construcción de viviendas; II) Créditos otorgados por la Corporación de Fomento de la Producción, y III) Bonos reajustables emitidos por empresas particulares.

## I. Ahorros y Préstamos para la Construcción de Viviendas.

Con el fin de solucionar el déficit habitacional el Gobierno creó un sistema de ahorro y préstamo reajutable que se expresa por medio de dos instituciones: las Asociaciones de Ahorro y Préstamo y la Corporación de la Vivienda. Si bien sus modalidades y objetivos son similares, es conveniente distinguir entre ellas.

A) Asociaciones de Ahorro y Préstamo. - Fueron creadas en abril de 1960 con el objeto de recibir depósitos de ahorro y otorgar préstamos para adquirir y/o construir viviendas económicas.

Los depósitos de ahorro gozan de un reajuste, dan derecho a un dividendo y están asegurados contra la posible insolvencia de la Asociación. El reajuste de los ahorros se determina anualmente de acuerdo con el índice de sueldos y salarios. Este índice, calculado por la Dirección de Estadística y Censos, expresado en porcentaje, es rebajado en un uno por ciento, despreciándose las fracciones que puedan existir.<sup>1/</sup> Es interesante señalar que para estos efectos el índice no considera las remuneraciones de determinados grupos de trabajadores como los del cobre, acero, petróleo, etc., que por tener una productividad alta gozan de salarios más elevados.<sup>2/</sup>

Los depósitos que permanecen hasta el final del ejercicio anual gozan de un dividendo de acuerdo con las utilidades de la Asociación, que ha sido aproximadamente, y en promedio, del 4 por ciento. Tanto el reajuste como el dividendo están exentos de todo impuesto, pudiendo retirarse, al igual que los ahorros acumulados, dando aviso con 60 días de anticipación.

Con los fondos reunidos, las Asociaciones otorgan préstamos hipotecarios para la construcción o adquisición de viviendas. Estos préstamos son reajutables en la misma forma que los depósitos de ahorro. El plazo máximo de amortización es de 30 años y el interés es de un 5, 6 o 7 por ciento anual atendido el monto del empréstito. Estas hipotecas pueden ser descontadas por la Caja Central de Ahorro y Préstamo, organismo creado para supervigilar las Asociaciones.

---

<sup>1/</sup> Por ejemplo, si el índice de sueldos y salarios indica un aumento de 17.4% en un año el reajuste será del 16% en las cantidades depositadas.

<sup>2/</sup> Para tener una idea clara de cómo ha evolucionado este indicador en comparación con otros indicadores posibles (precios al consumidor y precio de metro cuadrado de edificación) ver el Anexo II.

En relación a esta operación de descuento, puede ser interesante acotar que en fechas recientes los bancos comerciales han estado también interesados en ella. Y esto por una razón muy simple: si el Banco descuenta o mejor compra una hipoteca que es reajutable, equivale a prestar dinero que le será devuelto reajustado. Si, v. gr., el Banco compra una hipoteca por E<sup>c</sup> 20.000, entrega a la Asociación dichos E<sup>c</sup> 20.000 pero el deudor se los pagará con el mismo reajuste que le pagaría a la Asociación si ésta fuera aún la tenedora de la hipoteca. Incluso más, estas compras las hace el Banco muchas veces con cláusula de recompra, de manera que si necesita liquidez, les devuelve a la Asociación la hipoteca. De este modo los Bancos comerciales están "prestando" dinero cuya devolución está sujeta a reajuste.

¿Qué efectos ha tenido este sistema sobre los ahorros? Es indudable que el mecanismo de reajuste ha sido un incentivo determinante en el crecimiento de los ahorros, como puede verse en el cuadro 1. Hasta abril de 1964 (últimas cifras disponibles) el ahorro total ascendía a E<sup>c</sup> 88.949.414. El crecimiento, a partir de octubre de 1961 en que se inicia esta experiencia, está a la vista y no requiere mayores comentarios.

Por desgracia, no disponemos de datos suficientes para saber si ha existido o no un incremento neto en el ahorro total del país, o si sólo ha existido una transferencia de ahorros que antes tomaban otras formas. En todo caso, aún si ha habido sólo una transferencia de fondos, el rápido crecimiento de estos ahorros indican la aceptación que ellos han tenido entre el público.

Cuadro No. 1

Número de ahorrantes y monto  
(en escudos de cada año)

Año	Número (1)	Participantes (1)	Cantidad ahorrada
1961 (2)	8.598	8.598	2.849.168
1962	27.135	40.022	21.563.562
1963	63.013	80.301	71.130.627
1964	67.484	86.380	88.949.414

(1) Número indica el número de miembros de una Asociación. Participantes son todos los que están vinculados a ella. La diferencia se debe a que las cooperativas son miembros de las Asociaciones, en tanto que los individuos que forman una cooperativa aparecen como participantes del sistema.

(2) Incluye sólo octubre, noviembre y diciembre, o sea, cuando comienzan a operar.

(3) Hasta abril de ese año.

Fuente: Caja Central de Ahorro y Préstamos, Informativo Estadístico Mensual, No. 24, abril de 1964, cuadro No. 2.

De la cantidad ahorrada, más de E<sup>c</sup> 25.000.000 se habían retirado para construir o adquirir viviendas. En cuanto a los préstamos, su aceptación también ha sido amplia, como se ve en el cuadro 2. Es interésante observar que a pesar del reajuste no ha existido temor para to

Cuadro No. 2

Monto de los Préstamos concedidos por las Asociaciones

1961 (1)	E <sup>c</sup>	385.749
1962		20.140.989
1963		60.271.303
1964 (2)		18.521.845
TOTAL		99.329.886

(1) Comprende sólo los tres últimos meses del año.

(2) Hasta abril de ese año

Fuente: Caja Central de Ahorro y Préstamo, op.cit., cuadro No. 11.

---

mar un crédito de esta naturaleza. Dicho reajuste, calculado en la forma ya indicada, ha experimentado sucesivas variaciones que se indican en el cuadro 3.

Cuadro No. 3

Fecha y monto de los reajustes  
(Base 1959 = 100)

Julio 1959	100
Julio 1960	114
Julio 1961	130
Julio 1962	145.6
Enero 1963	196.56
Julio 1964	259.46

Fuente: Caja Central de Ahorro y Préstamo, Departamento de Estudios.

---

Una de las críticas que ha recibido este sistema es que, por la índole de los préstamos, estaría beneficiando a los sectores que

tienen ingresos más altos. Un estudio reciente <sup>1/</sup> parece corroborar esta afirmación. En efecto, el 70% de los préstamos han beneficiado a sectores de un ingreso superior a los 241 escudos mensuales (más de tres sueldos vitales en 1962 y parte de 1963, años en que se hizo el estudio), existiendo una tendencia en el último tiempo a pedir préstamos sólo por el estrato de ingresos más altos. "Los estratos restantes pueden considerarse en la actualidad al margen del Sistema, por poseer un nivel de ingreso cuyo 25% no permite servir la deuda hipotecaria en los plazos máximos estipulados". <sup>2/</sup>

B. Corporación de la Vivienda. (Corvi). El sistema de Corvi es muy similar al anterior y descansa sobre la "cuota de ahorro", la cual es nomi-  
nativa e intransferible. La ley que creó dicha cuota <sup>3/</sup> le fijó un valor de E<sup>c</sup> 1 (un escudo), el cual variaría por dos causas: i) por un interés anual que ha sido hasta la fecha del 3% e ii) por un reajuste anual que se determina en base al índice de sueldos y salarios y en la misma forma que para las Asociaciones de Ahorro y Préstamo. Tanto el interés como el reajuste se calculan anualmente en forma definitiva, fijándose mensualmente dicho reajuste en forma provisional. El alza experimentada por la cuota de ahorro se indica en el cuadro 4. <sup>4/</sup>

El aumento de esta cuota es mayor que el experimentado por el reajuste de las Asociaciones (comparar el cuadro 4 con el 3) y ello por una razón muy simple: como ya se indicó, la cuota de ahorro Corvi aumenta no sólo por el índice de sueldos y salarios al igual que en las Asociaciones, sino también por el interés que se le agrega mensualmente. De esto no debiera deducirse que es más favorable la cuota de ahorro Corvi, por cuanto las Asociaciones pagan a sus participantes un dividendo, que en cierto modo equivaldría al interés que se le agrega a la cuota Corvi, dado que sus depositantes no reciben dividendo alguno.

Estas cuotas, que deben ser depositadas en el Banco del Es-  
tado, la Corvi las destina a adquirir y urbanizar terrenos y construir vi-  
viendas económicas o a hacer préstamos con dichos fines. Las cuotas sólo pueden retirarse después que hayan permanecido depositadas duran-  
te tres años, a menos que se solicite un préstamo para construcción,

---

<sup>1/</sup> Andrés Vásquez Salas, Algunos Aspectos Económicos y Financieros del Sistema de Ahorros y Préstamos Privado en Chile, Memoria de Prueba, Facultad de Economía, Univ. de Chile, 1964.

<sup>2/</sup> Ibid. pp. 82.

<sup>3/</sup> Decreto con Fuerza de Ley No. 2 de julio de 1959.

<sup>4/</sup> Ver Anexo II.

caso en el cual puede utilizarse lo ahorrado. Para estimular este tipo de ahorros, tanto los depósitos como sus intereses y reajustes están exentos de todo tipo de impuestos, siendo en la mayoría de los casos inembarrgables.

Cuadro No. 4

Valor de las cuotas de ahorro  
(1959 = 100)

Julio 1959	100
Julio 1960	117
Julio 1961	137
Enero 1963	158
Julio 1963	218
Julio 1964	294

Fuente: Corvi, Departamento de Planeamiento.

---

Los préstamos que otorga la Corporación de la Vivienda son también medidos en cuotas de ahorro y sufren los mismos reajustes que ellas.

En relación a estos préstamos es interesante consignar que existe una gran diferencia en el comportamiento de los deudores de las Asociaciones y los de la Corvi. En efecto, en tanto que sólo el 4% de los primeros estaban en mora con las Asociaciones, con atrasos superiores a un mes, los deudores de la Corvi que no cumplían sus obligaciones puntualmente eran casi el 50%. Una explicación de este comportamiento tan diferente puede encontrarse en que las Asociaciones son empresas privadas que están exentas de presiones de tipo político, lo que no ocurre con la Corvi. Otra explicación, tal vez más plausible, se encuentra en que las viviendas financiadas por la Corvi pertenecen a personas de ingresos más bajos que los de las Asociaciones; además, las relaciones de las Asociaciones con sus clientes son más estrechas que las que tiene Corvi.<sup>1/</sup> En todo caso no parece que los reajustes sean los responsables de la situación de la Corvi, por cuanto las Asociaciones también lo tienen; La Corvi en cambio presenta un número parecido de deudores impagos incluso en préstamos que esta institución concede y que no son reajustables.

---

<sup>1/</sup> Ver Repor No. 8 Public International Development Financing in Chile, A research Project of the Columbia University School of Law, New York, March 1964, esp. pp. 75 y 76.

La importancia que estos depósitos y préstamos reajustables han tenido en el financiamiento de la Corporación de la Vivienda es bastante grande: representan el 13.5% de su financiamiento, con lo cual se han aliviado en parte las necesidades de un aporte fiscal masivo, (cuadro 5).

Cuadro No. 5

Fuentes de financiamiento de la Corvi  
(en miles de escudos de cada año)

	1957-59		1961-63	
	(miles de E <sup>c</sup> )	%	(miles de E <sup>c</sup> )	%
Aporte fiscal	22.279	61.96	64.602	17.9
Préstamos	2.529	7.03	55.567	15.4
Aporte de Instituciones de previsión	7.441	20.71	135.943	37.6
Impuesto ley 14.171	--	--	34.570	9.6
Depósitos	--	--	48.663	13.5
Amortizaciones y deudas	3.700	10.30	21.927	6.0

Fuente: Corvi, Departamento de Planeamiento.

Finalmente, debemos agregar que el sistema de reajuste en los préstamos de la Corvi, ha recibido fuertes críticas, especialmente en el Parlamento y, por supuesto, de los propios usuarios del sistema. Es así como se han presentado en el Congreso diversos proyectos de ley que tienen por objeto suprimir de plano la reajustabilidad de los préstamos en algunos casos y en otros rechazar el reajuste para algunos años determinados. Hasta la fecha ninguno de los proyectos ha avanzado en su tramitación legislativa, pero no sería extraño que se produjera algún cambio en un futuro cercano.<sup>1/</sup>

Analicemos suscintamente el sistema descrito. La cláusula compensatoria se aplica solamente al capital, pero no a los intereses, con lo cual el inversionista asegura el futuro poder adquisitivo. El interés (o el dividendo en el caso de las Asociaciones) es bastante bajo com

<sup>1/</sup> Para entender mejor las diferencias entre ambos mecanismos ver el anexo 1.

parado con la tasa de 20% que es la normal en Chile. Esta situación se justifica por cuanto el atractivo está en el reajuste y no en la tasa de interés. En este aspecto no se ha hecho otra cosa que aceptar lo indicado por la mayoría de los autores que se han preocupado del problema.<sup>1/</sup>

El índice utilizado para el reajuste del principal deja margen para comentarios diversos. En teoría y especialmente cuando se habla de bonos reajustables emitidos por empresas particulares, pareciera lógico que el indicador para el reajuste tuviera alguna relación con la actividad que desempeña la empresa emisora. Sin embargo, cuando se trata de un caso como el presente, en que el mecanismo cumple dos funciones (incentivo para ahorrar y otorgar créditos también reajustables para construir) la búsqueda del indicador se torna más compleja. Como este mecanismo tiene por objeto reunir recursos para la construcción de viviendas, un indicador "natural" podría ser el valor del metro cuadrado de edificación, u otro similar. Sin embargo, una compensación de esta naturaleza podría crear incentivos negativos para los ahorrantes, aunque para los deudores sería lo más correcto: su deuda se reajusta por el mayor valor que adquiere el inmueble construido por el préstamo. Por estas razones seguramente se eligió el índice de sueldos y salarios, que es un indicador de carácter general y, que a juicio de diversos autores, es el más adecuado. "El ahorrante tendrá la garantía de que al economizar el equivalente de una hora de trabajo en el día de hoy podrá contar en el futuro con el valor de esa misma hora, es decir, se beneficiará de los cambios de la productividad que en ese período hayan contribuido a elevar los salarios reales. Siempre que los márgenes de utilidad no varíen mucho - lo que no ocurre a la larga - la distribución del ingreso entre el tenedor de valores financieros y los demás no se modificará tampoco y, por lo tanto, su ingreso real se moverá en la misma dirección que el ingreso nacional efectivo".<sup>2/</sup> Esta argumentación es teóricamente inobjetable. Sin embargo, en un país con una tasa elevada de inflación, los sueldos y salarios aumentan no por incrementos en la productividad (que los puede haber pero que son de poca trascendencia) sino para conservar, aunque sea parcialmente, su poder adquisitivo. Sin el ánimo de entrar en la controversia de si la inflación es de costos o de demanda o, en otras palabras, se debe a causas estructurales o monetarias, puede tal vez afirmarse sin temor a ser contradicho que una vez que el proceso inflaciona-

---

<sup>1/</sup> Javier Marquez, "Bonos de Poder Adquisitivo Constante", El Trimestre Económico, enero-marzo, 1954, especialmente pp.34 y sgtes.

<sup>2/</sup> Naciones Unidas, "La Cláusula Compensatoria en los Pagos Diferidos" Boletín Económico de América Latina, vol. II, No. 2, octubre 1957, pp. 75.

rio se ha generado, los sueldos y salarios crecen para mantener su poder adquisitivo, esto es, van a la zaga de las alzas en los precios. Esto es lo que ha ocurrido en Chile. Por otra parte, la utilización de políticas antiinflacionarias destinadas a restringir la demanda vía aumentos de sueldos y salarios en un porcentaje inferior al alza del costo de la vida significa que, en el largo plazo, sueldos y salarios pierden poder adquisitivo en términos reales, hecho éste que también ha ocurrido en Chile.<sup>1/</sup> Por estas razones un indicador como el que mencionamos, presenta el inconveniente, a nuestro juicio, de que los depositantes puedan sentirse asegurados insuficientemente por la cláusula de reajuste utilizada. Lo afirmado pareciera contradicho por el cuadro anexo II, en el cual el índice de precios al consumidor es menor que el índice de sueldos y salarios durante gran parte del período en estudio. La razón es simple: ambos índices tienen un punto de partida idéntico, igual a 100 para julio de 1959, de manera que la pérdida anterior a esa fecha de poder adquisitivo de los salarios no aparece. Del año 1959 en adelante, la economía chilena tuvo dos años de relativa estabilidad (1960-1961) por lo que el fenómeno en cuestión no aparece claro. En cambio de junio de 1962 en adelante el índice de precios al consumidor es superior durante períodos largos al de sueldos y salarios. Los aumentos bruscos de este último índice se deben a que los sueldos son reajustados anualmente por leyes de la República.

Lo expuesto significa que no sería de extrañar que en el futuro pudieren surgir dudas respecto de la conveniencia del índice utilizado para los depositantes. Distinta es la situación de los deudores, pues para ellos este indicador es el más lógico dado que el reajuste que sufre su crédito se compensa por el aumento que ellos experimentan en sus salarios. Por otra parte, estamos conscientes de que si recurre a indicadores distintos para los depósitos y para los créditos puede producirse un desfinanciamiento en el sistema si el que se emplee para los depósitos implicara permanentemente un reajuste superior que el que reciban los créditos.

Dada las características del sistema, muchas de las interrogantes que se plantean en la literatura acerca del bono reajutable, no tienen cabida aquí. Como las cuotas de ahorro Corvi o los depósitos de las Asociaciones no son transferibles, éstos no influyen en las tasas de interés existente en el mercado. Pero, a pesar de no ser negociables, el hecho de que sean liquidables fácilmente explica su aceptación entre

<sup>1/</sup> Ver Instituto de Economía, La Economía de Chile en el Período 1950-1963, Santiago, 1963, entre otras publicaciones que corroboran lo afirmado.

el público. Los plazos de estas cuotas o depósitos son indefinidos, sin que exista tenencia de ellos por un tiempo mínimo para que gocen de un reajuste.

En suma, la experiencia chilena es interesante, especialmente por la confianza que este sistema ha despertado. Como entendemos que mecanismos similares tanto en sus medios como en sus fines existen en otros países del continente, tal vez sería interesante un análisis comparativo de ellos.

## II. - Créditos otorgados por la Corporación de Fomento.

La idea que los créditos no reajustables equivalen a una "subvención" durante períodos en que la tasa de inflación es muy alta es bastante antigua. No obstante esto, durante largo tiempo no se concebía la posibilidad de otorgar créditos que, además de un interés, pudieran reajustarse con el fin de que el prestamista devolviera una cantidad similar en poder adquisitivo a la que había obtenido en préstamo. Se produjo entre los empresarios la costumbre de pagar sus compromisos crediticios en moneda depreciada o, lo que es igual, con una tasa de interés negativa.

Lentamente se fue haciendo conciencia acerca de este hecho. Entre muchos el conseguir un crédito era equivalente a una "donación" de parte del principal, donación que aumentaba mientras más alta fuera la inflación existente. Esta situación fue comprendida rápidamente por las instituciones tradicionales de crédito (los bancos), que, para defenderse, fueron acortando paulatinamente los plazos de los créditos, con lo que los mecanismos de financiamiento a largo plazo fueron desapareciendo del mercado. En muchas ocasiones, la única posibilidad de financiamiento de un proyecto era asociando a la institución crediticia en la empresa que se proyectaba iniciar, pues esta era la única manera que existía para defenderse de la desvalorización monetaria. Como este último camino no era en muchos casos el más adecuado, una entidad estatal establecida en 1939 para el fomento del desarrollo económico, la Corporación de Fomento de la Producción (Corfo), tomó a su cargo el financiamiento de casi todos los proyectos a mediano y largo plazo.

Para la Corfo la situación era tan difícil como lo había sido para los organismos privados. Existían, eso sí, para la Corporación razones de orden superior, que la obligaban a conceder este tipo de créditos cuando las entidades privadas se negaban a ello (por supuesto que sólo en los casos en que los proyectos que se le presentaban eran a su juicio favorables para la economía del país).

Con el fin de evitar la agudización de este proceso, la última ley que reorganizó a la Corporación de Fomento <sup>1/</sup> estableció la facultad de conceder créditos reajustables en los casos que el Consejo Directivo de la Corfo lo estimara conveniente. El reajuste de estos créditos puede hacerse por medio de un indicador externo (hasta la fecha sólo se ha usado el dólar) o algunos indicadores internos que la ley menciona: el índice de Sueldos y Salarios, de precios al por mayor del trigo blanco y el de la lana enfardada. El indicador que se tome será determinado en cada oportunidad por la Corfo al momento de otorgar el crédito. Estos préstamos reajustables obligan, además, a pagar un interés anual que ha sido, generalmente, del orden del 6%. Este interés se paga sobre el principal reajustado y no sobre el monto primitivo de la deuda; lo mismo opera respecto de las amortizaciones. Otros detalles relacionados con este tipo de préstamo pueden obtenerse en el anexo III.

No nos ha sido posible, por desgracia, obtener cifras en cuanto al monto de este tipo de préstamos, la forma como han respondido los deudores a sus obligaciones, etc. Pareciera, sin embargo, que los empresarios no han aceptado del todo el sistema. En efecto, durante los dos años de relativa estabilidad (1960 y 61) y de absoluta estabilidad en el indicador externo (el dólar se mantuvo al cambio de E<sup>c</sup> 1.05) muchos empresarios aceptaron el riesgo de la reajustabilidad, creyendo que la situación se mantendría durante largo tiempo. Al reiniciarse con fuerza el proceso inflacionista en los años siguientes, comenzó la presión sobre la Corporación de Fomento para derogar la reajustabilidad. Esta presión tuvo éxito respecto de un grupo importante de empresas: cuando se produjo el terremoto de 1960 la Corfo otorgó créditos a las industrias damnificadas para su reconstrucción. Estos créditos eran reajustables, debiendo amortizarse la primera cuota a los dos años de otorgados los créditos. Antes de pagar esa amortización el Congreso aprobó derogar la reajustabilidad respecto de esas empresas, reemplazando el reajuste por un interés del 9% anual, con lo cual la tasa se convirtió en negativa. <sup>2/</sup>

Esta actuación del Parlamento y del Gobierno es la que nos permite mirar con cierto pesimismo las posibilidades de supervivencia de este sistema. En la actualidad aquellos sectores que no se vieron favorecidos por la supresión de la reajustabilidad están también presionando para obtener igual franquicia. Pareciera que el empresario chileno no concibe la posibilidad del crédito reajustado, al menos cuando el prestatario es una institución pública que está sujeta a la presión política.

---

<sup>1/</sup> Decreto con Fuerza de Ley 211 de 26 de marzo de 1960.

<sup>2/</sup> Ley 15.575 de 15 de mayo de 1964, artículo 111.

### III.- Bonos reajustables emitidos por empresas particulares.

El financiamiento de las empresas particulares en Chile por medio de bonos es antiguo, siendo la primera emisión la efectuada por la Compañía Salitrera de Antofagasta en 1908. Sin embargo, hasta 1953 no se emitieron bonos reajustables. Hasta esa fecha la mayoría de las emisiones de bonos eran expresadas en moneda extranjera (generalmente el dólar de Estados Unidos) como una forma de que la emisión pudiera ser colocada entre el público para compensar la desvalorización monetaria. La única emisión en moneda nacional fue de la Rayonhil S.A. la cual, para atraer inversionistas, amortizaba cada "debentura" de \$ 100 entregando 5 acciones de la empresa que tenían un valor nominal de \$ 20 y un valor en el mercado al momento de hacer la emisión de \$ 24. Una idea de la pequeñez del mercado de capitales lo da el hecho de que una sola persona compró toda la emisión, que, es cierto, era relativamente modesta. Explicamos esta forma original de emitir bonos, pues eran reajustables por el valor de la acción del organismo emisor. Este indicador de reajustabilidad, que no hemos visto en la literatura sobre el tema, lo es sólo en parte, pues en el fondo equivale a una compra de acciones a plazo diferido.

El Decreto con Fuerza de Ley 357 de 1953, incorpora a nuestra legislación la idea del bono reajutable, al autorizar al Banco del Estado a emitir bonos para financiar el fomento de la actividad agrícola y de la construcción. El reajuste lo determinaba el precio del quintal de trigo colocado en Santiago. Sin embargo, en los 11 años transcurridos no se han emitido estos bonos, sin que exista otra razón que el temor de que se produzca un desplazamiento de las inversiones en otros valores hacia esta clase de bonos.<sup>1/</sup>

Otro caso esporádico de reajustabilidad lo encontramos en la experiencia de "Capitalizadora Nacional, S.A." la cual emite un bono de forestación "Capitanac" cuyo índice de reajuste es el precio de la pulgada de pino. Se le asegura al comprador de este bono al cabo de 25 años, 10.000 pulgadas de pino o su equivalente en dinero, más E<sup>c</sup> 500 en efectivo. La compra del bono se hace en cuotas decrecientes también durante 25 años. La empresa no paga interés alguno, lo que es normal si se atiende a que la compra no se hace al contado. El dinero recaudado

---

<sup>1/</sup> Ver Jorge Brieba H. y Arnoldo Sánchez M. El Bono Reajutable, una posibilidad de Financiamiento a largo plazo de la Industria Nacional, Memoria de Prueba, Facultad de Economía, Univ. de Chile, 1963, pág. 49 y sgtes.

con este sistema se emplea en la plantación forestal en terrenos de la sociedad emisora. Como puede apreciarse, este mecanismo presenta características peculiares, por cuanto el bono no se paga al contado o dentro de un plazo breve, sino que coincide este plazo con la amortización del principal. El comprador se siente asegurado con las plantaciones que se efectúan con su dinero y la empresa obtiene un margen de ganancia "adecuado" y "razonable" según declaración de sus directivos, pero no aceptaron dar cifras sobre el particular.

Estos intentos de introducir el concepto de reajustabilidad en este tipo de operaciones se vieron afianzados por la creación de las instituciones señaladas en la sección I de este trabajo y por las disposiciones de la Corfo que ya hemos visto. De ahí que no haya sido extraño que al dictarse el texto refundido sobre Cooperativas 1/ se haya establecido el principio de que los aportes deben reajustarse anualmente. Con este objeto, el capital de la cooperativa se revaloriza anualmente por el índice de precios al consumidor o de precios al por mayor, optando por el más bajo. De esta forma, el valor nominal de las acciones de reajusta todos los años. Sin embargo, y más importante que estas disposiciones, son las relativas a la llamada "cuota de ahorro". En verdad esta denominación no es la más adecuada ya que podría inducir a creer que se trata de una suma fija, al igual que las cuotas Corvi. Con más propiedad debiera hablarse de "aporte reajutable", pues el interesado deposita una cantidad x en la cooperativa y esa cantidad se reajusta en la misma forma que las acciones de la cooperativa.

Hasta esta fecha la única cooperativa que ha utilizado los beneficios legales recién indicados ha sido la Cooperativa Sodimac (Sociedad Distribuidora de Materiales de Construcción) quien ha tenido un gran éxito especialmente en los depósitos de ahorro, como puede apreciarse en el cuadro 6. El aumento experimentado por las cuotas de ahorro han tenido lugar especialmente en el período en que la economía chilena vió agudizarse el fenómeno inflacionario, lo que demuestra que el público buscó una forma de ahorro que le permitiera hacer frente a la desvalorización monetaria. Estas cifras, no obstante, deben apreciarse con cuidado pues no están deflactadas, de modo que parte del aumento se debe simplemente a un incremento en los precios. Lo importante es que el aumento por ese rubro no explica sino muy parcialmente el incremento experimentado durante los tres años en estudio.

---

1/ Decreto con Fuerza de Ley 326 de 6 de abril de 1960.

Cuadro No. 6

Incremento de las acciones y cuotas de ahorro de  
la Cooperativa Sodimac

(en escudos de cada año)

	<u>1962</u>	<u>1963</u>	<u>1964</u>
Acciones pagadas	1.231.031	1.664.883	2.486.329
Cuotas de Ahorro	14.886	353.483	1.088.596

Nota: Las cifras son a marzo de cada año.

Fuente: Cuarta, Quinta y Sexta Memoria de la Cooperativa Sodimac Ltda.

---

La ley permite que por estas "cuotas de ahorro" se pague un interés máximo de un 7%. Sodimac en los últimos dos años ha pagado un interés de sólo 5%. Estos depósitos de ahorro tienen una liquidez casi perfecta: hasta la suma de E<sup>C</sup> 10.000 Sodimac restituye en 24 horas las cantidades ahorradas. En sumas mayores la restitución de los fondos se hace luego de transcurridos 30 días, a menos que se hubiere pactado otro plazo. Si se retira todo o parte de los ahorros antes de la fecha del reajuste anual, el depositante no pierde el reajuste a que hasta ese momento tenía derecho, atendidos los aumentos experimentados por los índices utilizados. Una modalidad interesante es que la Cooperativa también puede redimir las cuotas de ahorro, en el momento que lo desee, dando el aviso correspondiente. Transcurridos 90 días desde dicho aviso, los depósitos dejan de percibir reajustes e intereses si no hubieren sido retirados.

¿Quiénes pueden depositar en Sodimac? Sólo los accionistas que hayan suscrito 35 acciones y hayan pagado, a lo menos, el 10% de su valor. En otras palabras, para ser depositante es requisito previo ser accionista de la cooperativa.

De lo expuesto fácil es apreciar que la experiencia de Chile en materia de bono reajutable es bastante pobre. Pareciera que existe un mercado potencial para esta clase de bonos por parte de personas que desean ahorrar pero en términos que les permita defenderse de la perenne desvalorización monetaria. La aceptación que los distintos sistemas descritos han tenido así parece demostrarlo. ¿Cuáles son, entonces, las razones por las cuales este recurso para el financiamiento de las empresas no se ha empleado? Las razones son variadas y no pretendemos desarrollarlas todas. Sólo esbozaremos algunas ideas sobre el tema.

En primer lugar, existe una gran ignorancia sobre el mecanismo de un bono de esta naturaleza, así como de sus ventajas. En el anexo III transcribimos una encuesta hecha por Brieba y Sánchez y que reproducen en su trabajo citado anteriormente. Algunos empresarios ni siquiera saben que existe la posibilidad de emitir este tipo de bonos.

Por desgracia, además de esta ignorancia, la cual podría ser superada, existe una mentalidad inflacionista en muchos empresarios que atenta contra un bono reajutable. En efecto, la mayoría de ellos se ha acostumbrado a obtener créditos y pagarlos en moneda devaluada, en la mayoría de los casos con tasas de interés negativas. Esta costumbre, obvio es decirlo, atenta contra cualquier deuda que se ofrezca en la que el principal se cancele con un reajuste, cualquiera que él sea. Es interesante recordar, para corroborar lo dicho, que el mayor desarrollo se ha alcanzado en el rubro de la construcción de viviendas, casos en los cuales el deudor no es un empresario. En el único esfuerzo de cierta magnitud, en que los empresarios eran deudores de principales reajustables - los créditos otorgados por la Corfo -, el reajuste fué derogado para la mayor parte de ellos a los pocos años de su vigencia.

Desde otro ángulo, la emisión de bonos reajustables, sólo pueden hacerla empresas sólidas y muy bien organizadas, cuyo número en Chile es más bien restringido. Esta situación se ha agravado por la inflación bajo cuya sombra han florecido una serie de negocios esencialmente especulativos respecto de los cuales la idea de un bono reajutable no tiene sentido.

Es interesante anotar que en la encuesta que se reproduce en el Anexo III las 13 empresas que sirvieron de base son de las más sólidas y serias que existen en el país. De ellas cinco no han pensado nunca en la posibilidad de emitir bonos y de las ocho restantes cuatro han desistido. Sin embargo, frente a la idea de emitir bonos reajustables, los ejecutivos de estas empresas se pronunciaron favorablemente. Creen más conveniente un indicador para el reajuste de carácter externo que interno para satisfacer la confianza de los inversionistas. Esta opinión aparece desvirtuada por el éxito de los depósitos que se reajustan por un índice externo, como por ejemplo, el de los sueldos y salarios. Lo trascendente es que la mayoría de las empresas consideraron soportable el riesgo de una emisión reajutable.

En suma, la experiencia chilena sobre este problema no es muy abundante, pero sus resultados permiten predecir que a lo mejor adquieren un mayor desarrollo en el futuro, convirtiendo al bono reajutable en un elemento dinámico dentro del financiamiento de las empresas.

Anexo I

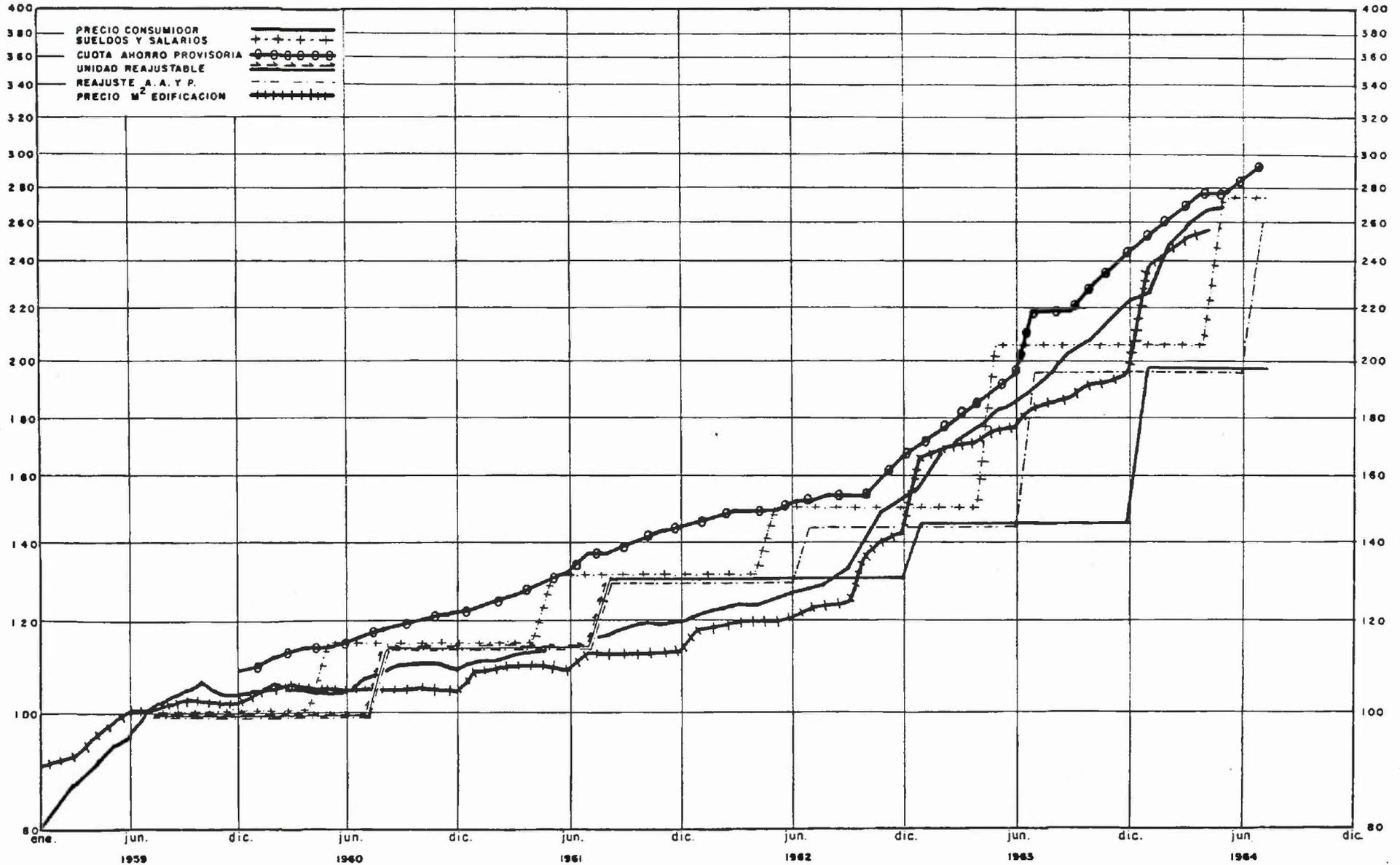
Diferencias entre el Sistema Corvi y el de las Asociaciones  
de Ahorro y Préstamo

- 1.- En cuanto a la cantidad ahorrada: en las Asociaciones puede ser cualquier cantidad en tanto que en la Corvi son "cuotas de ahorro", cuyo valor oficial -como ya hemos visto- varía anualmente.
- 2.- En cuanto al lugar donde se hacen los depósitos: los de las Asociaciones en cada Asociación, las cuales son regionales; los de la Corvi en el Banco del Estado.
- 3.- En cuanto a la participación de los depositantes: en el destino de los fondos: existe sólo en las Asociaciones por intermedio de la Asamblea de Depositantes las que pueden ser Ordinarias o Extraordinarias.
- 4.- En cuanto a los beneficios: ambos depósitos son reajustables de acuerdo al índice de Sueldos y Salarios. Sin embargo, luego difieren. Las cuotas de ahorro reciben un interés fijo del 3% anual; los depósitos en las Asociaciones una participación en las utilidades.
- 5.- En cuanto a las garantías: la Corvi tiene la garantía del Estado, respondiendo la Corporación con todos sus bienes; las Asociaciones ofrecen el seguro con que la Caja Central de Ahorro y Préstamo garantiza cada cuenta, además de la supervigilancia de los organismos estatales que las controlan.
- 6.- En cuanto al retiro de los fondos: en la Corvi sólo después de tres años que hayan permanecido depositados; en las Asociaciones con aviso de 60 días.
- 7.- En cuanto al interés que grava los préstamos: la Corvi sólo cobra un 3% o 4% anual; las Asociaciones un 5%, 6% o 7% anual, dependiendo en el plazo del préstamo.
- 8.- En cuanto a la comisión por préstamos hipotecarios: ella es de un 2% en la Corvi y de un 4% en las Asociaciones.

CORPORACION DE LA VIVIENDA  
 DEPARTAMENTO DE PLANEAMIENTO Y EE  
 SUB-DEPTO PROGRAMACION TEC. Y ECONOMICA  
 OF. DE ECONOMIA Y FINANZAS.  
 A.P.C.C. | M.C.A.

## INDICES COMPARADOS

Base julio 1959 = 100





Anexo IIIDisposiciones legales que rigen el otorgamiento de créditos reajustables por la Corporación de Fomento <sup>1/</sup>

Artículo 20.-La Corporación tendrá la facultad de conceder préstamos en moneda nacional, que se entenderán otorgados en la moneda extranjera que ella determine, convertida al tipo de cambio vigente a la fecha en que se perfeccione el respectivo contrato.

Los servicios de dichos préstamos podrán hacerse, a elección del deudor, en la moneda extranjera pactada o en moneda nacional, convertida al tipo de cambio que rija al momento de efectuarse aquéllos.

Las conversiones a que se refiere este artículo se entenderán al tipo de cambio vendedor generalmente aplicable a las transacciones de importación.

La Corporación podrá, también, conceder préstamos en moneda nacional, reajustables en su monto, para los efectos de sus respectivos servicios, en porcentajes equivalentes al de variación de los índices de Sueldos y Salarios, del precio del trigo blanco del centro y del de la lana enfardada.

Los servicios de amortización y de intereses se pagarán aumentados o disminuídos, de acuerdo con un reajuste hecho en proporción a las modificaciones que experimente el índice respectivo estipulado en el contrato correspondiente.

La determinación del porcentaje de aumento o disminución de cada servicio, resultará de la comparación del promedio de los índices respectivos, durante los 12 meses anteriores al mes de la fecha del contrato, con el promedio de dichos índices, durante los 12 meses anteriores al mes que corresponda al de la fecha en que se efectúe cada servicio.

---

<sup>1/</sup> Decreto con Fuerza de Ley 211 que fija las normas por las que se regirá la Corporación de Fomento. La transcripción del artículo no es completa, habiéndose omitido ciertos aspectos legales que no dicen relación con el tema.

Los índices referidos y el cálculo del promedio a que se alude en este artículo serán los determinados por el Servicio Nacional de Estadísticas y Censo.

Los intereses y reajustes provenientes de los préstamos que se efectúen de acuerdo con la modalidad señalada en este artículo, no se considerarán renta para los efectos de la Ley de Impuesto a la Renta y estarán, por tanto, exentos de impuestos de Categoría.

Anexo IVConsulta a Ejecutivos y Técnicos sobre el bono reajutable <sup>1/</sup>

## 1.- Conocimiento y uso del bono.

Ante el hecho de que la totalidad de los empresarios tenían noticia de la existencia de los bonos como recurso de financiamiento de la empresa, se hizo necesario indagar respecto del carácter de la información con que contaban. Sometidos los empresarios a un interrogatorio sobre el conocimiento concreto de las ventajas tributarias y financieras de los bonos, nos formamos el juicio que a continuación se transcribe y que puede plantearse como respuesta a la pregunta:

¿Tiene Ud. un conocimiento claro de las ventajas tributarias y financieras que el Bono significa para la empresa?

<u>conocimiento claro</u>	<u>6</u>
<u>poco claro</u>	<u>7</u>
<u>Total</u>	<u>13</u>

En realidad, sólo dos empresarios conocían todas las ventajas del bono; el resto de los que incluimos como poseedores de un "conocimiento claro", sólo lo tenían en relación con algunos aspectos concretos, que nosotros consideramos básicos.

<u>¿Se ha estudiado en su empresa la posibilidad de emitir Bonos?</u>		<u>Si se ha hecho ¿cuáles han sido los resultados del estudio?</u>	
Si	8	Se ha emitido	1
No	<u>5</u>	Se ha emitido con reajuste	2
		Ha decidido no emitir	4
		Piensa emitir	<u>1</u>
<u>Total</u>	<u>13</u>		<u>8</u>

<sup>1/</sup> Transcripción de Briebea y Sánchez, op.cit, págs. 156-160. La encuesta comprendió 13 empresas y 31 personas vinculadas a las actividades financieras, económicas y académicas del país. En algunas preguntas dirigidas a extraer la experiencia de las industrias se indican sólo sus respuestas; en otras la de ambos grupos, pero mencionando la distinción entre ellos.

Las dos empresas que han emitido bonos reajustables han sido SODIMAC, quien emitió cuotas de ahorro reajustables y la Cía. de Acero del Pacífico (CAP) que ha emitido bonos en dólares.

Aquella empresa que piensa hacer la emisión espera vender la entre sus accionistas en proporción al número de acciones.

2.- Bono Reajutable.

a) ¿Qué le parece la idea de emitir Bonos Reajustables?

	<u>Total respuestas</u>	<u>Empresas Industriales</u>
Es una buena idea	27	11
No parece buena idea	<u>4</u>	<u>2</u>
	31	13

---

La gran mayoría opinó que la idea era buena y que valía la pena intentar su elaboración. Algunos de ellos manifestaron que era la única salida al problema financiero. Ellos fueron un empresario y un técnico.

b) ¿Qué tipo de índice de reajuste le parece más apropiado?

	<u>Total respuestas</u>	<u>Empresas Industriales</u>
Indice Interno	4	2
Indice Externo	19	9
No contestaron	<u>8</u>	<u>2</u>
	31	13

---

La gran mayoría de los que se inclinó por índice externo u oficial manifestaron que otro tipo de índice no lograría satisfacer la confianza de los inversionistas.

c) El riesgo que la emisión reajutable involucra, ¿es soportable para la empresa?

	<u>Total Respuestas</u>	<u>Empresas Industriales</u>
Aceptable	15	7
Elevado pero aceptable	2	1
No es aceptable	5	4
No contestaron	<u>9</u>	<u>1</u>
	31	13

---

Los empresarios que juzgaron el riesgo alto, manifestaron su temor por el efecto alcista que la inflación significaría en la deuda. Otros hicieron notar que los precios de sus productos no siempre podrán subir al mismo ritmo que la inflación.

d) ¿A qué plazo le parece más conveniente obtener fondos?

A esta pregunta no hubo posibilidad alguna de esquematizar la debido a la gran diversidad de opiniones. En general se notaron 3 opiniones más o menos definidas. Algunos opinaron que en un plazo de 2 a 5 años era suficiente; otros, la mayoría, que lo que más convenía eran plazos de 5 a 10 años; el resto, los menos, opinaron que deberían ser superiores a 10 años.

e) ¿Le parece conveniente que la emisión de Bonos Reajustables sea efectuada por las empresas mismas?

	<u>Total Respuestas</u>	<u>Empresas Industriales</u>
Emitidos por Empresas		
Privadas	12	4
Emitidos por organismos		
estatales	7	3
No contestaron	<u>12</u>	<u>6</u>
	31	13

---

Todas las personas que se inclinaron a la emisión efectuada por la empresa misma, manifestaron la conveniencia de que ellas fueran garantizadas y controladas por instituciones estatales, como única manera de lograr la confianza del público.

f) Con el objeto de conseguir indicios respecto de la aceptación que tendrían los bonos reajustables en el mercado de valores, se preguntó:

¿Cuáles son, a su juicio, y en orden de importancia, los móviles que impulsarían al inversionista a comprar estos valores, y qué necesidades cree Ud. que satisfarían con ellos?

	<u>Total Empresas</u>	<u>Empresas Industriales</u>
Rentabilidad	8	6
Capitalización	4	-
Seguridad	7	5
Liquidez	4	-
Mantener poder adquisitivo	2	-
No contestaron	<u>6</u>	<u>2</u>
	31	13

---

Se tabularon sólo los aspectos mencionados explícitamente. La mayoría de los que se pronunciaron por el factor "Seguridad" querían decir con ello varias cosas como: seguridad de no desvalorización de la inversión, garantía de pago, etc.

Es necesario poner énfasis en el hecho que al contestar esta pregunta, los entrevistados posiblemente daban por supuesto que la inversión no se desvalorizaría.