

Movilidad internacional de capitales y desarrollo de los mercados financieros

Exposición de Jorge Marshall, Vicepresidente del Banco Central de Chile, en el Encuentro Económico “Regulación del Mercado de Capitales”, Santiago, 24 de mayo de 2000.

Agradezco la invitación a participar en este Encuentro sobre la *Regulación del Mercado de Capitales*. El tema propuesto por los organizadores de esta reunión, es importante y oportuno. Por una parte, nos permite analizar los desafíos para avanzar en el desarrollo de los mercados financieros en Chile y, por la otra, podemos incorporar a este debate las lecciones de la reciente crisis financiera global y las recomendaciones que emergen de la revisión a la arquitectura financiera internacional.

El enfoque que debe tener el análisis de la regulación del mercado de capitales está dado por la relación entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. La evidencia empírica muestra que los países que poseen mercados de capitales más eficientes y profundos están en condiciones de lograr tasas de crecimiento más altas. Los mercados financieros facilitan el financiamiento de la inversión, mejoran la asignación de recursos, admiten una administración más eficiente de los riesgos y permiten corrientes más estables de consumo e inversión.

Considerando esta favorable evidencia debemos examinar los desafíos para continuar en la senda que fortalece y desarrolla los mercados financieros de Chile. Las exposiciones reunidas en este encuentro, así como los análisis de las múltiples experiencias de desarrollo financiero, indican que un mercado de capitales eficiente y estable es el resultado de múltiples factores, entre los cuales destaca la calidad de la infraestructura institucional del país, la estabilidad macroeconómica, el desarrollo de las instituciones financieras y las prácticas de regulación y supervisión. La ausencia de cualquiera de estos factores puede generar las condiciones que gatillan crisis financieras, como las que han afectado a numerosos países en los últimos 20 años.

En esta exposición analizaré, desde el ámbito y perspectiva del Banco Central, la influencia de la movilidad internacional de capitales en el desarrollo de los mercados financieros y en los requisitos de la regulación prudencial. Para este efecto exploraré, en la primera parte, las condiciones para lograr eficiencia y estabilidad en los mercados financieros. Luego revisaré los indicadores del desarrollo de los mercados financieros en Chile durante la última década. En tercer lugar, examinaré las políticas del Banco Central para la integración financiera internacional. Finalmente, resumiré las principales conclusiones.

Eficiencia y estabilidad de los mercados financieros

La estabilidad financiera requiere, por una parte, de un alto grado de confianza de los participantes en que los mercados pueden mantener sus operaciones en el tiempo sin interrupciones y, por la otra, de una razonable confianza en que los precios financieros

reflejan los fundamentos económicos y que no varían sustancialmente en el corto plazo cuando los fundamentos no se modifican. A su vez, la condición de eficiencia exige que los mercados financieros realicen una buena asignación de los recursos, en términos de costo y administración de los riesgos.

Para alcanzar estos objetivos es necesario que los mercados financieros sean profundos. En una economía pequeña y de desarrollo intermedio, como la chilena, la integración financiera con el resto del mundo y la movilidad internacional de capitales son pasos indispensables para fortalecer y mejorar el funcionamiento de los mercados financieros nacionales.

Los beneficios de la movilidad internacional de capitales en el desarrollo de los mercados financieros son varios. Primero, apoya la eficiencia y la fortaleza del sistema financiero, permitiendo menores costos financieros, una incorporación más rápida de las innovaciones y una mejor asignación de recursos. Segundo, aporta liquidez a los mercados y reduce las restricciones de liquidez en los períodos desfavorables. Tercero, facilita la diversificación de riesgos y protege a la economía doméstica de los shocks externos. Todo esto permite estabilizar los flujos de ingreso, consumo e inversión, reduciendo la intensidad de los ciclos y la tradicional dependencia que tiene la actividad económica interna de los precios de nuestras exportaciones. Cuarto, la competencia internacional introduce disciplina en las políticas macroeconómicas e incentiva a aplicar mejores políticas financieras.

Sin embargo, la experiencia ha mostrado una y otra vez que para conseguir estos beneficios no basta la sola liberalización financiera. La razón de ello es que tanto el sistema financiero doméstico como el internacional, operan bajo condiciones de información asimétrica, en que una de las partes tiene más información sobre la rentabilidad potencial y el riesgo de las operaciones que la otra. Esta situación conduce a problemas de riesgo moral, selección adversa y efecto manada en los mercados financieros. Los problemas de información se hacen más serios en economías que recién inician su proceso de integración. Además, la existencia de seguros explícitos e implícitos, ya sea en los países que reciben los flujos o en los países acreedores, contribuyen a que pueda existir un exceso en los flujos de capitales o una mala asignación de los mismos. El mismo efecto también se puede producir a partir de los programas de rescate realizados por los organismos multilaterales. Estas conductas causan que el sistema financiero asuma riesgos más allá que los que recomendaría una situación de eficiencia, lo que constituye la racionalidad de la regulación.

Estas dificultades ocurren en mercados que se caracterizan por ser volátiles. En indicadores que resumen la experiencia de la década pasada se observa, por ejemplo, que los mercados bursátiles de los países avanzados mostraron una volatilidad en los precios de entre 15% y 25%. Las paridades cambiarias de las principales monedas tienen una volatilidad en torno a un 10%. En los mercados internacionales de bonos la volatilidad de los precios es entre 5% y 10% (Gráfico 1). En la medida en que la volatilidad refleja los cambios de las variables fundamentales no constituye un fundamento para la regulación. Sin embargo, los problemas de la información asimétrica pueden ampliar la volatilidad de los mercados financieros, del mismo modo como la volatilidad también amplifica los problemas de información asimétrica y de alto leverage.

En otro campo, la experiencia de la década pasada muestra que los flujos de capitales hacia los países emergentes también son altamente volátiles y se revierten con facilidad (Gráfico 2). A comienzos de los años 90 estos flujos alcanzaron a unos US\$150 billones anuales. Luego crecieron rápidamente hasta superar los US\$200 billones en el trienio de 1995 a 1997. Más recientemente estos flujos se han restringido a niveles en torno a los US\$100 billones y se espera que en los próximos años se mantengan alrededor de estos niveles más moderados.

Es decir, aparte de los beneficios señalados, la movilidad internacional de capitales genera riesgos que pueden afectar los objetivos de eficiencia y estabilidad. Primero, hay un riesgo para la estabilidad macroeconómica cuando los flujos de capitales —de entrada o de salida— alcanzan niveles elevados en relación con la capacidad de la economía para absorber o ajustarse a estos movimientos. En esta situación los precios de los activos pueden desalinearse de sus fundamentos y aumentar la inestabilidad macroeconómica. Segundo, la movilidad de capitales hace más compleja la administración de los riesgos financieros, especialmente por el uso de monedas extranjeras en las operaciones internacionales. Tercero, la movilidad de capitales acentúa los riesgos de contagio de las crisis financieras externas.

En consecuencia, los mismos fundamentos de la regulación financiera a escala doméstica están presentes al nivel internacional, lo cual conduce a la necesidad de enfrentar la integración financiera con el exterior con una visión que pondere tanto los beneficios como los riesgos de la movilidad internacional de capitales. En la búsqueda de este balance tiene gran importancia el grado de desarrollo de los mercados financieros domésticos, incluyendo profundidad, liquidez y eficiencia, debido a que los riesgos para la estabilidad macroeconómica son mayores mientras menos desarrollados estén los mercados financieros domésticos. Por tanto, avanzar en la profundización del mercado de capitales en Chile es uno de los principales desafíos que enfrentamos en la actualidad. A su vez, por el tamaño de nuestra economía esta profundización debe apoyarse en una creciente integración financiera internacional.

Sin embargo, aparte del desarrollo del mercado financiero, la eficiencia y estabilidad del sistema financiero se alcanzan con algún grado de regulación prudencial y con una adecuada supervisión. En este sentido, el segundo desafío que debemos enfrentar es diseñar esquemas de regulación y supervisión que sirvan de base para un desarrollo sólido del sistema financiero, capaces de prevenir las crisis.

Desarrollo de los mercados financieros en Chile

Un mercado financiero más desarrollado está en mejores condiciones para integrarse eficientemente con el exterior. En este sentido, profundidad, eficiencia e integración son procesos que se refuerzan mutuamente en un marco regulatorio adecuado. Por esta razón, es relevante analizar el desarrollo reciente del mercado de capitales y especialmente su grado de integración financiera internacional.

En materia de profundidad del mercado financiero, Chile presenta un desarrollo acorde al que corresponde a su nivel de ingreso por habitante (Gráfico 3). Para un conjunto de países seleccionados se aprecia una relación positiva entre profundidad financiera y desarrollo. En efecto, los países con mayor profundidad financiera son Estados Unidos y Japón. Chile muestra una mayor profundidad financiera que el resto de los países de América Latina y niveles similares a países como Australia y Nueva Zelanda. La misma posición relativa se observa en la relación entre el endeudamiento del sector privado con instituciones financieras y el PIB (Gráfico 4). Chile ocupa un lugar intermedio, por encima de otros países de la región. Es interesante apreciar el aumento de este indicador, desde un 47% en 1990 a un 68% en 1997.

Respecto de la profundidad del mercado bursátil, medido por el coeficiente de capitalización con relación al PIB, Chile muestra niveles más altos que varios países desarrollados y muy superior al resto de América Latina (Gráfico 5). Sin embargo, en este caso los avances más importantes se alcanzaron hasta mediados de los años 90.

En materia de integración financiera se observa un progreso significativo durante la década pasada. Este avance se refleja tanto en el volumen como la composición del financiamiento externo del sector privado, que ha presentado un crecimiento importante al pasar de una cifra cercana al 20% del PIB en 1990 a un nivel en torno a 60% del PIB el año 1999 (Gráfico 6). En la composición de este aumento destacan la favorable evolución de las colocaciones de bonos y ADR por parte empresas locales, principalmente durante la segunda mitad de la década.

Del mismo modo como ha sido relevante la captación de capitales externos por parte del sector privado, es importante destacar el significativo aumento en los activos internacionales de los inversionistas domésticos (Gráfico 7). Las inversiones directas y de carteras del sector privado en el exterior representaban sólo un 0,5% del PIB en 1990, mientras que en 1999 alcanzaron un 25% del PIB.

Si se considera que la integración es un proceso de dos vías —que incluye pasivos y activos internacionales— Chile presenta un alto grado de integración financiera. La posición de inversiones internacionales muestra que el país no está significativamente distante de las economías más desarrolladas (Gráfico 8). Sin embargo, si comparamos el grado de integración sólo considerando la inversión de cartera, la situación es distinta (Gráfico 9). Aquí, si bien Chile ha avanzado en la última década, aún se encuentra lejos de las economías más desarrolladas.

La liquidez de los mercados financieros es el aspecto menos desarrollado del mercado de capitales chileno. En el caso del mercado cambiario —tanto spot como de derivados— la liquidez en relación con el PIB ha aumentado notablemente, aunque sigue siendo menor que en los países desarrollados de acuerdo a las transacciones realizadas en 1998 (Gráficos 10 y 11). Con todo, en la comparación con los países de la región Chile presenta condiciones de liquidez algo menores que las de México y mayores que las de Argentina y Brasil. En el caso de la liquidez del mercado accionario, en relación con la capitalización de mercado, Chile exhibe los niveles más bajos entre el conjunto de países considerados

(Gráfico 12). En este indicador se debe considerar, entre otros factores, la influencia de las características estructurales del mercado chileno.

Por último, en materia de sofisticación del mercado financiero, se han logrado avances muy importantes en los últimos años, entre los cuales están los derivados cambiarios y las transacciones de derivados con el exterior. A pesar de estos avances, Chile muestra aún mercados financieros incompletos cuando se compara la variedad de productos con las economías más desarrolladas, lo que nos indica el sentido y dirección del avance futuro.

A partir del análisis de los puntos anteriores se pueden concluir que Chile exhibe avances significativos en términos de integración con los mercados internacionales durante la última década, tanto en la atracción de capitales externos como en la salida de inversionistas domésticos a otros mercados. Hay que destacar que éste ha sido un proceso gradual, que ha respetado la necesaria secuencia entre el desarrollo financiero doméstico y la integración financiera con el exterior. Por otra parte, si bien la profundidad de los mercados financieros domésticos se encuentra en un nivel conforme al grado de desarrollo económico de Chile, existen aspectos que deberían ganar importancia, como son el desarrollo de nuevos productos financieros y la liquidez del mercado bursátil y de renta fija. En este último caso, sin embargo, se debe reconocer que existen tendencias más globales hacia la integración y centralización de las operaciones accionarias en un número menor de mercados que en el pasado.

Políticas para la integración financiera

Como hemos señalado, la integración financiera internacional es el paso natural para fortalecer y profundizar el mercado financiero chileno. Sin embargo, para que la movilidad de capitales sea un factor positivo, que contribuya a la eficiencia y estabilidad de los mercados financieros, debe estar acompañada de un ambiente macroeconómico estable y de una regulación prudencial adecuada. En este sentido, las políticas del Banco Central han seguido los criterios de gradualidad y de prudencia. El primero se fundamenta en la necesaria secuencia entre el desarrollo del mercado financiero interno y su capacidad para enfrentar y administrar los nuevos riesgos de la integración financiera internacional. El criterio de prudencia se debe al reconocimiento de los riesgos de la movilidad internacional de capitales, especialmente los que se derivan de los fuertes flujos de capitales, como los observados en Chile hasta 1997. A pesar que la aplicación de estos criterios ha significado incurrir en costos microeconómicos, ellos han permitido avanzar en la integración financiera con una composición más favorable de los pasivos internacionales —con más ponderación de deuda de largo plazo y de capital— y en mejores condiciones de solvencia internacional.

En el período más reciente el Banco Central ha continuado dando pasos importantes para la integración financiera internacional. Podemos ahora afirmar que se han completado todas las medidas más relevantes que permiten hacer de la movilidad internacional de capitales un medio para fortalecer el desarrollo del mercado financiero. Las políticas del Banco Central en esta materia se pueden agrupar en cuatro categorías: las orientadas al funcionamiento del mercado cambiario; las regulaciones a la salida de capitales; las

regulaciones a la entrada de capitales y las normas que perfeccionan la información en los mercados. El criterio aplicado en estas políticas ha sido eliminar las restricciones a los flujos de entrada y de salida en la medida que los mercados alcanzan una mayor flexibilidad, profundidad y eficiencia.

(a) Desarrollo del mercado cambiario

La movilidad internacional de capitales debe apoyarse en un ambiente macroeconómico estable. Particular importancia tiene para este efecto la coherencia entre la política monetaria y cambiaria. En el caso de Chile, el logro de una inflación baja y el perfeccionamiento del esquema de política monetaria, que considera metas de inflación de mediano plazo y la publicación periódica de un Informe de Política Monetaria, constituyen pasos muy relevantes para captar los beneficios de una mayor movilidad de capitales.

A su vez, el actual régimen de flotación cambiaria, en que el Banco Central se ha comprometido a intervenir sólo en casos excepcionales y a explicar las razones cuando éstas intervenciones se realicen, junto a las políticas para dotar de profundidad al mercado cambiario y ampliar el uso de instrumentos de cobertura de riesgos, son el complemento adecuado del régimen monetario vigente en Chile.

En una perspectiva más amplia, las acciones del Banco Central se orientaron por varios años a aumentar la integración de los mercados cambiarios, hasta que en 1997 se liberó el acceso al mercado cambiario formal. Con esta medida se logró la completa integración del mercado cambiario y desapareció el margen entre el tipo de cambio del mercado formal e informal. Esta misma orientación se ha mantenido en una serie de acciones de simplificación de las operaciones cambiarias. Por ejemplo, en 1999 se redujeron las exigencias para ingresar capitales al país, se eximió a los deudores de la obligación de obtener autorización previa para ingresar créditos cuando se cumplen ciertos requisitos básicos y se eliminó la obligación de liquidar en el mercado formal estos créditos. También se autorizó a los inversionistas y aportantes de capital a disponer en el país de las divisas ingresadas y postergar la liquidación hasta el momento de la remesa.

En materia de instrumentos para la profundización de los mercados también se han realizado avances significativos. En conjunto con la Superintendencia de Bancos se han autorizado en los últimos dos años las operaciones bancarias en futuros, forward y swap sobre moneda nacional y extranjera, tasas de interés y unidades de reajustabilidad autorizadas, entre sí o con terceras partes establecidas en el país o en el exterior. También se eliminó el requisito de autorización previa para operaciones de derivados de tasas de interés con el exterior.

Es importante destacar que la profundización de mercado ha buscado compatibilizar el desarrollo de nuevos instrumentos con las necesidades de administrar adecuadamente los riesgos que ellos generan. En efecto, siempre que se ha autorizado el uso de nuevos instrumentos, primero se han adoptado las normas que limitan los riesgos que pueden asumir los bancos, como es el caso de la exposición al riesgo cambiario y de tasa de interés. Las normas que requieren que los bancos se preocupen de los descalce de monedas de sus

deudores apuntan en este mismo sentido y permitirán seguir avanzando en la generación de nuevos mercados e instrumentos financieros.

(b) Regulaciones a la salida de capitales

La regulación de las salidas de capitales ha seguido la misma trayectoria que las políticas de desarrollo del mercado cambiario. De hecho, a medida que se fue liberalizando este mercado, se adoptaron diversas medidas para facilitar las inversiones de los residentes en el exterior. En efecto, en 1992 se eliminó la autorización previa para inversiones en el exterior cuando éstas se realizaban con divisas del mercado cambiario informal. Luego, con la unificación de los mercados se amplió la gama de inversiones a realizar con divisas del mercado cambiario formal. Ya no hay limitaciones a la salida de capitales, lo cual ha permitido un crecimiento significativo de los activos internacionales de Chile durante la última década.

Asimismo, coherente con esta política de facilitar las salidas de capitales se han ampliado los límites a la composición de la cartera de los inversionistas institucionales y bancos. En 1992 se autorizó por primera vez a las AFP a invertir en el extranjero un 1,5% del valor del fondo. Luego este porcentaje se fue aumentando hasta llegar a un 16% en la actualidad. Es importante recordar que en 1998, cuando el Congreso aprobó la ampliación de los límites de las inversiones de las AFP en el exterior a un 20%, con un sub-límite de 10% en renta variable, el total de estas inversiones alcanzaban, en promedio, a un 1% del valor del fondo. Por esta razón, los efectos que traería esta ampliación eran aún una incógnita. En la actualidad, a la luz de los positivos resultados alcanzados, se dan las condiciones para seguir avanzando con prudencia en esta materia.

(c) Regulaciones a la entrada de capitales

La regulación de las entradas de capitales fue uno de los temas más complejos de administrar durante gran parte de la década pasada, debido al elevado nivel que alcanzaron los flujos de capitales hacia Chile, con el consiguiente riesgo para la estabilidad macroeconómica. El apetito del mundo por invertir en el país nos hizo temer fuertes desalineaciones de precios relativos en el corto plazo, con efectos sobre la solvencia externa y el crecimiento económico basado en el comercio exterior. En estas condiciones, las regulaciones prudenciales buscaron una selectividad en los flujos de capitales, privilegiando la inversión y la deuda de largo plazo. Como mencioné anteriormente, esta política permitió avanzar en la integración financiera con una composición más favorable de los pasivos internacionales y en mejores condiciones de solvencia internacional.

Más recientemente las restricciones a la entrada de capitales se han eliminado conforme el mercado cambiario ha alcanzado un mayor desarrollo, con más profundidad y variedad de instrumentos. También han contribuido a este resultado la mayor diversificación en las carteras de los inversionistas nacionales y la moderación de los flujos de capitales hacia el país. De esta manera, en 1998 se redujo a cero la tasa del encaje y recientemente se eliminó la restricción de permanencia mínima.

Otras restricciones a la entrada de capitales, como son los montos y las clasificaciones de riesgo para las emisiones de bonos y ADR han sido sistemáticamente reducidas. De hecho, actualmente no existen requisitos de montos mínimos.

Un paso importante en las políticas de integración financiera es la reciente modificación de la norma que admite la emisión de bonos internacionales reajustables en pesos o unidades de fomento. De esta manera se crea un nuevo instrumento que permite mejorar el perfil de riesgo de la deuda externa.

(d) Políticas sobre información

Otro elemento necesario para que la movilidad de capitales apoye el buen funcionamiento de los mercados financieros es la calidad de la información para la toma de decisiones. La información es uno de los instrumentos más eficientes para enfrentar las imperfecciones de los mercados financieros. Por esta razón, las acciones del Banco Central están orientadas a mejorar la transparencia en las decisiones de política económica y en la entrega de información cada vez más completa y específica, disminuyendo los costos de transacción y facilitando la eficiente asignación de recursos.

Un ejemplo importante en esta materia es la reciente publicación del Informe de Política Monetaria, que presenta la visión del Banco Central de la evolución reciente de la economía y de las perspectivas en un horizonte de dos años. Este Informe da mayor transparencia a los fundamentos de las decisiones de política monetaria. En el mismo sentido apunta la información sobre las fechas de las reuniones de política monetaria y la publicación de las minutas de las actas del Consejo, incluyendo las votaciones individuales de los consejeros.

Por otra parte, Chile ha suscrito el programa especial de publicación de datos del FMI (SDDS), que establece criterios estandarizados sobre periodicidad y formato de la información. Actualmente se está trabajando en la publicación de la posición de inversiones internacionales (IIP), que presentará información de los stocks de activos y pasivos de la economía como un todo y de cuatro subsectores: gobierno general, autoridades monetarias, sector bancario y los demás sectores.

Desde el punto de vista del sector financiero, las acciones orientadas a mejorar la información de los mercados tienen una contraparte en el momento de aportar la información al Banco Central. La paulatina liberalización de las normas sobre movilidad de capitales ha llevado a sustituir los canales tradicionales de recopilación de información por nuevas exigencias más directas que cumplan este propósito. Es importante reconocer que para que los mercados operen con mejor información es indispensable el aporte del sector privado en proveerla.

Conclusiones

La primera conclusión de este análisis es que Chile ha logrado un importante grado de integración financiera en la última década. En la actualidad contamos con mercados más desarrollados y profundos. Continuar en esta senda, mejorando los aspectos en que tenemos

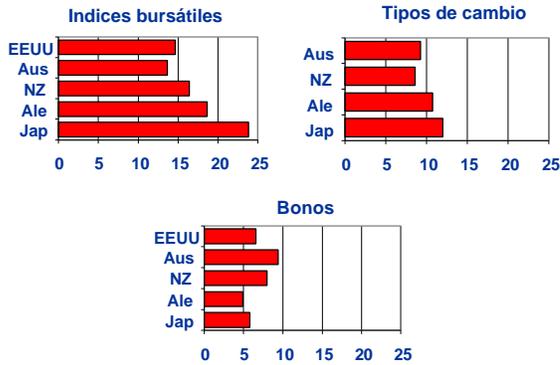
un menor avance, es también el principal desafío que enfrentamos para fortalecer nuestro sistema financiero. Del mismo modo como se ha hecho hasta ahora, ésta es una tarea que plantea múltiples responsabilidades, tanto al sector privado como a los organismos encargados de definir las políticas y aplicar la supervisión del sistema.

En segundo lugar, la integración financiera internacional apoya la profundidad y flexibilidad de los mercados. Estas condiciones, junto a un ambiente macroeconómico estable, permiten enfrentar mejor los shocks de la economía internacional. Cuando estos impactos ocurren, la mejor forma de absorberlos es distribuyendo sus efectos en muchos mercados y precios, lo que permite mantener corrientes más estables de ingreso, consumo e inversión. Las acciones del Banco Central han estado encaminadas a avanzar gradualmente en esta dirección y en la actualidad podemos afirmar que se ha completado una etapa importante de este proceso.

En tercer lugar, debemos reconocer que los riesgos asociados a la movilidad internacional de capitales seguirán presentes. En la medida que contemos con mercados más profundos estaremos en mejores condiciones para administrar y absorber estos riesgos. En la actual etapa de la integración internacional la flexibilidad del mercado cambiario y las políticas de información deben cumplir un rol más relevante para enfrentar estos riesgos.

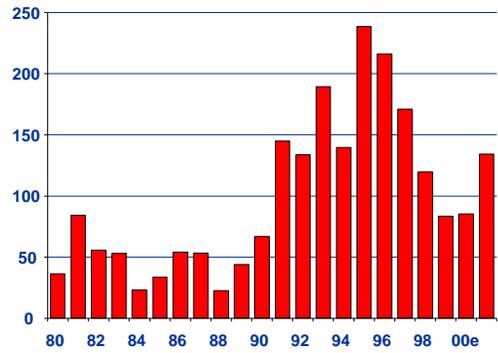
Por último quisiera insistir que Chile se encuentra en una posición privilegiada para seguir avanzando en la tarea de fortalecer la eficiencia y estabilidad del sistema financiero. Para lograr éxito en este desafío debemos reconocer que la integración financiera internacional debe actuar como un complemento de la infraestructura institucional del país, la estabilidad macroeconómica, la calidad de la administración de las instituciones financieras y las prácticas de regulación prudencial y supervisión. Con este enfoque coherente estaremos creando bases firmes y resistentes para aportar con nuestro trabajo al crecimiento y desarrollo del país. El Banco Central está firmemente comprometido con este desafío.

Gráfico 1: Volatilidad
(% diario anualizado)



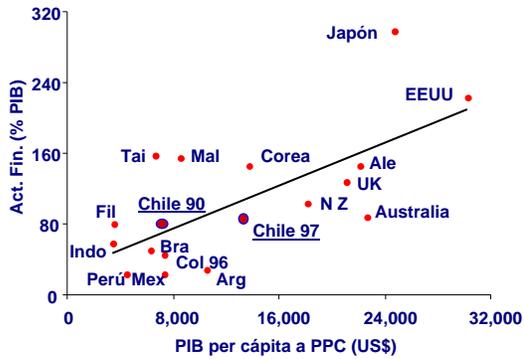
Fuente: Bloomberg

Gráfico 2: Flujos a economías emergentes
(US\$ billones)



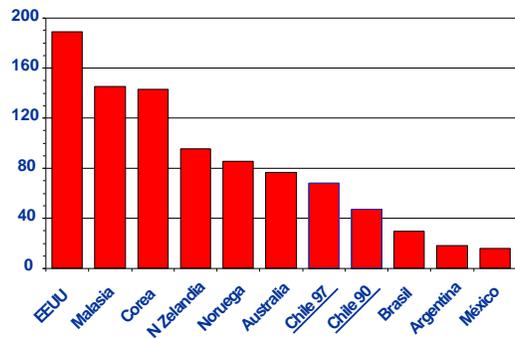
Fuente: FMI

Gráfico 3: Activos Financieros totales
(1997)



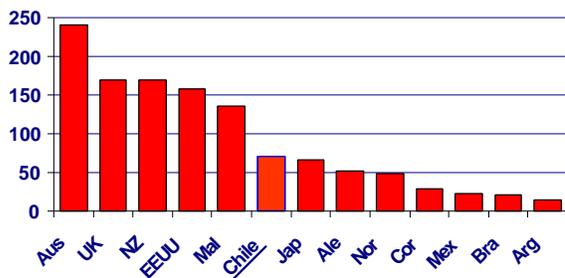
Fuente: FMI

Gráfico 4: Endeudamiento del sector privado
(% PIB, 1997)



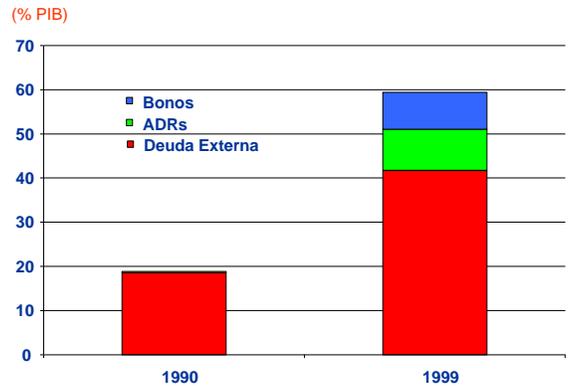
Fuente: FMI

Gráfico 5: Capitalización del Mercado Bursátil
(% PIB, 1998)



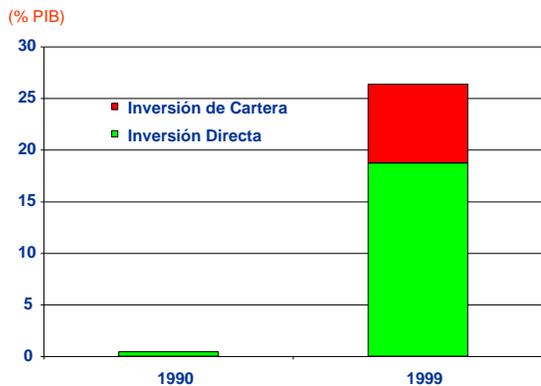
Fuente: International Finance Corporation

Gráfico 6: Financiamiento Externo del Sector Privado



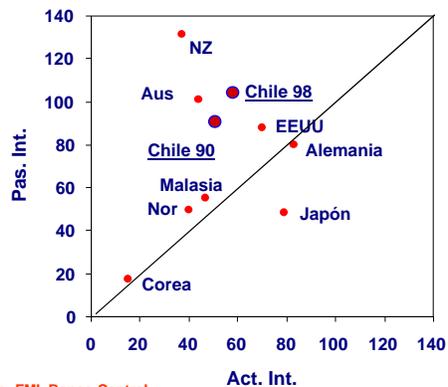
Fuente: Banco Central

Gráfico 7: Inversión Directa y de Cartera al exterior



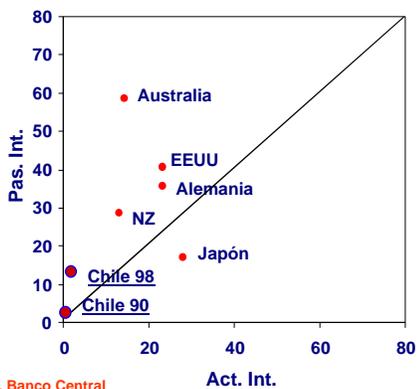
Fuente: Banco Central

Gráfico 8: Posición de Inversiones Internacionales (% PIB)



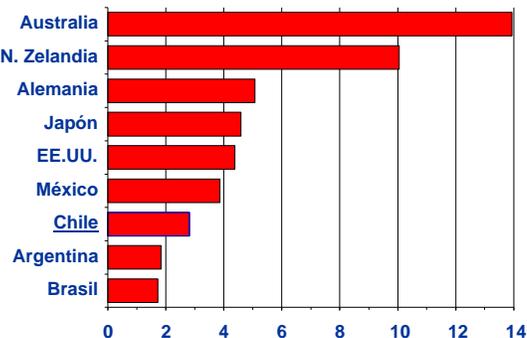
Fuente: FMI, Banco Central

Gráfico 9: Posición de Inversiones en Cartera (% PIB)



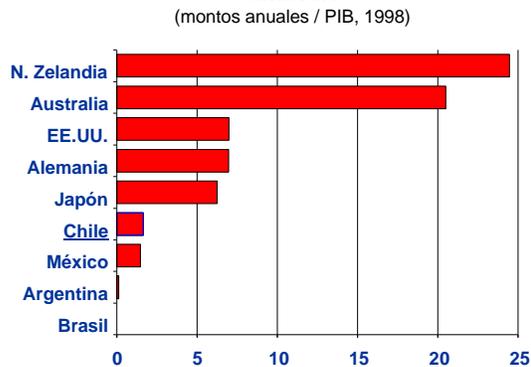
Fuente: FMI, Banco Central

Gráfico 10: Transacciones mercado cambiario spot (montos anuales / PIB, 1998)



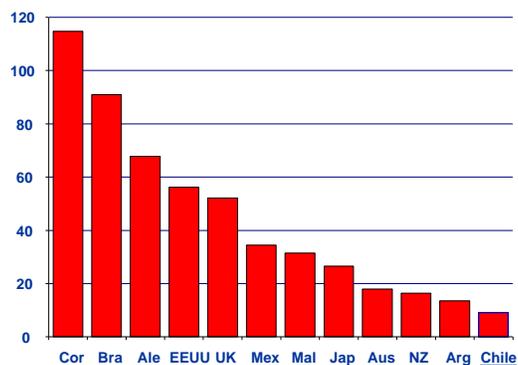
Fuente: BIS

Gráfico 11: Transacciones derivados mercado cambiario (montos anuales / PIB, 1998)



Fuente: BIS

Gráfico 12: Transacciones Accionarias (% Capitalización de Mercado, anual, 1998)



Fuente: Bloomberg

