

## **Integración Financiera con el Exterior y Desarrollo del Mercado de Capitales**

Exposición del Presidente del Banco Central de Chile, Carlos Massad, en el Seminario “Reforma al Mercado de Capitales: Más Crecimiento e Inversión para Chile”. Santiago, 28 de noviembre de 2001.

La reforma al mercado de capitales, aprobada por el H. Congreso Nacional y promulgada recientemente por S.E. el Presidente de la República, constituye el tema que nos reúne en este Seminario. La relevancia de esta materia para el desarrollo futuro de la economía chilena ha motivado al Ministerio de Hacienda y al Banco Central de Chile a organizar en forma conjunta este encuentro.

Con esta reforma, se avanza decididamente hacia un mayor desarrollo del mercado financiero nacional y se profundiza en su proceso de integración a los mercados internacionales.

### **I. PERSPECTIVAS DE LA POLITICA MONETARIA EN CHILE**

Chile es una economía pequeña. Representa apenas el 0,5% del PIB mundial. La capitalización de nuestro mercado bursátil equivale a menos del 0,4% de su similar en Estados Unidos, a poco más del 2% del mercado bursátil del Reino Unido y a menos del 13% de su similar en España.

Las cifras anteriores ilustran nuestro reducido tamaño relativo. En consecuencia, Chile no tiene destino si no mira al mundo como su mercado.

Necesitamos apuntar a una integración plena con los mercados mundiales, en lo comercial y lo financiero. Ello implica aprovechar mejor esos mercados. En lo comercial, nuestras barreras arancelarias son bajas y siguen reduciéndose. En lo financiero, comenzamos a entrar en el proceso de globalización.

A Chile le conviene la globalización, entendida como un mundo cada vez más interconectado. Sin embargo, la globalización nos expone cada vez más a los impactos provenientes del exterior. De aquí que necesitemos un esquema de políticas funcional a la globalización pero que a la vez facilite la absorción de los impactos externos.

Esto, a su vez, requiere flexibilidad en todos los mercados para minimizar los costos privados y sociales de los inevitables ajustes ante un mundo rápidamente cambiante.

Es esa la dirección en la que hemos avanzado en el campo de la política monetaria.

El actual esquema de política monetaria tiene cinco componentes:

- a) Tipo de cambio libre flotante
- b) Metas de inflación permanentes
- c) Movimientos cambiarios sin restricciones

- d) Movimientos de capitales con regulaciones mínimas
- e) Nominalización de las tasas de interés de corto plazo, especialmente la tasa de política monetaria.

Llegar a este esquema no fue fácil, pero lo ocurrido en 1998-99 nos dio la razón: pretender mantener un tipo de cambio dentro de una banda no ayuda a absorber impactos externos, como el de la crisis asiática, o internos, como el exceso de gastos de nuestra economía. Pero llegar a la flexibilidad en el mercado cambiario requería cuidadosa preparación, la que se venía realizando ya desde 1997. Esto culminó con la flotación del peso en setiembre de 1999.

A poco más de dos años de la implementación del régimen de flotación cambiaria, sus efectos han sido extremadamente positivos: ha contribuido considerablemente a mejorar la capacidad de maniobra de la política monetaria en un entorno externo volátil, al tiempo que este proceso ha ido acompañado de una profundización del mercado cambiario y del uso de mecanismos de cobertura de riesgos.

Ya en 1999 se anunció el paso de las metas punto anuales de inflación a una meta rango de carácter permanente: habíamos logrado llevar la inflación a niveles que no dañan la economía ni afectan los ingresos de los más pobres, después de 10 años de esfuerzos y por primera vez en setenta años. Por su parte, las restricciones cambiarias se comenzaron a eliminar gradualmente, proceso que culminó en abril de 2001.

La tasa de interés de política se nominalizó a partir del 9 de agosto de este año, con el fin de hacerla directamente comparable con las tasas vigentes

en el resto de los países del mundo y regular mejor los movimientos internacionales de capitales. A la vez, nos permite inducir una creciente nominalización de las variables de corto plazo actualmente indizadas; ello permitirá evitar que impactos inflacionarios transitorios se transformen en semipermanentes a través de su traspaso a toda la economía mediante las variables indizadas.

Finalmente, las restricciones de tipo tributario a los movimientos de capitales se han levantado en la ley de Reforma del Mercado de Capitales recientemente promulgada.

Contamos ahora con un esquema de políticas que nos permite mirar con más confianza nuestra relación económica con el mundo, y avanzar con seguridad en la negociación de esquemas de apertura e integración que contengan elementos de reciprocidad y beneficio mutuo.

Esto no significa que seamos inmunes a los acontecimientos externos. Sufriremos, o nos beneficiaremos, de sus consecuencias. Pero sí significa que podremos absorber con menores costos privados y sociales los eventuales efectos negativos de tales acontecimientos. En ocasiones, tendremos que usar políticas transitorias, como la intervención cambiaria que anunciamos en agosto de este año, pero ellas no cambiarán ni la dirección ni el sentido del esquema de políticas monetarias que está en operación.

## II. RELEVANCIA DE CONTAR CON UN SISTEMA FINANCIERO DESARROLLADO

La integración financiera internacional es un paso natural para fortalecer y profundizar el mercado financiero chileno, de modo que éste ofrezca diferentes instrumentos y formas de financiamiento al sector real. Quiero referirme brevemente a la relevancia de contar con un **sistema financiero desarrollado y diversificado**.

Un sistema financiero diversificado ofrece a sus partícipes **distintas formas de financiamiento**, cada una de las cuales se acomoda mejor a distintos tipos de proyectos, firmas e industrias. El financiamiento bancario se presta mejor en aquellas industrias cuya información es cara de adquirir, pero fácil de interpretar, y donde hay activos reales que sirven de garantías. El financiamiento de capital de riesgo es más apropiado para industrias emergentes, sin activos tangibles y mucho capital humano, donde el *know-how* está en proceso de construcción. El financiamiento en bolsa tradicional se justifica en industrias consolidadas, donde el *know-how* y la información se encuentran estandarizados y ésta es relativamente fácil de interpretar.

Por otra parte, los **distintos tipos de financiamiento se complementan unos con otros**. La posibilidad de acceder a financiamiento de mercado fomenta la competencia bancaria y limita los márgenes de intermediación. A su vez, muchas innovaciones financieras surgen de la industria bancaria y van evolucionando desde productos “a la medida” a productos financieros estandarizados que se pueden transar en forma también estandarizada en las bolsas.

Asimismo, un desarrollo financiero diversificado **disminuye la vulnerabilidad financiera de la economía**. Un tipo de financiamiento actúa como sistema de respaldo cuando el otro presenta problemas. Cuando desaparece la liquidez de los mercados en períodos de volatilidad financiera, el financiamiento bancario mantiene en marcha los pagos y la inversión. Y en períodos recesivos, cuando el crédito bancario tiende a ser más restrictivo por problemas de riesgo, el financiamiento de mercado puede canalizar el impacto de políticas monetarias más expansivas. Del mismo modo, una base sólida de financiamiento doméstico hace a la economía menos vulnerable a las fluctuaciones del financiamiento externo, el que está más sujeto a problemas de contagio financiero o percepciones volátiles del riesgo soberano.

### **III. INTEGRACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL**

La **integración financiera internacional** es un paso necesario para fortalecer y profundizar el mercado financiero chileno y mejorar nuestra capacidad para absorber impactos externos. Sin embargo, para que la movilidad financiera asociada con una mayor integración sea un factor positivo, 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, fundamentado 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, y el segundo, en respuesta al reconocimiento de los riesgos de la movilidad internacional de capitales,

especialmente los que se derivan de cambios inesperados y de magnitud significativa en los flujos de capitales.

El Banco Central ha dado pasos importantes para la integración financiera internacional, adoptando medidas que permiten hacer de la movilidad internacional de capitales un medio para fortalecer el desarrollo del mercado financiero. Entre estas medidas, cabe mencionar, en primer término, aquéllas relativas a la **liberalización de la cuenta de capitales**. Como se recordará, en los últimos años se redujo a 0% el encaje a los flujos de capitales extranjeros al país, se eliminó la exigencia de permanencia mínima de un año de los capitales externos en el país para poder ser repatriados, se hicieron operativos los instrumentos de deuda externa denominados en pesos, se ampliaron los porcentajes de inversión en el exterior de los activos de fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos mutuos, por citar algunas. Tales medidas culminaron en abril pasado con la eliminación de todas las restricciones cambiarias y la simplificación de los procesos restantes, medidas plenamente consistentes con la flotación cambiaria ya en operación.

Una mayor integración financiera también debe estar acompañada de **políticas de información y transparencia**. El Banco Central, basado en la premisa que la información es uno de los instrumentos más eficientes para enfrentar las imperfecciones de los mercados, ha orientado sus acciones a mejorar la transparencia en sus decisiones de política económica y en la entrega de información cada vez más completa. Un ejemplo en esta materia es la publicación del IPOM, que presenta la visión del Banco Central sobre la evolución reciente de la economía y las perspectivas en un horizonte móvil de dos años. Este Informe da mayor transparencia a los fundamentos de las

decisiones de política monetaria. Otro ejemplo es la información anticipada sobre las fechas de las reuniones de política monetaria y la publicación de las minutas de las actas del Consejo. A nivel internacional, Chile ha suscrito el programa especial de publicación de datos del FMI, que establece criterios estandarizados sobre periodicidad y formato de la información, así como la publicación de la posición de inversiones internacionales, que presenta información de los *stocks* de activos y pasivos de la economía como un todo y de cuatro subsectores: gobierno general, autoridad monetaria, sector bancario y los demás sectores.

Otros pasos siguientes en materia de integración financiera con el exterior se refieren al cumplimiento de los códigos y estándares internacionales que han emanado de las iniciativas para la “nueva arquitectura financiera internacional”. Aunque a la fecha se trata de recomendaciones, en la medida que la comunidad financiera internacional les presta más atención, tienen un carácter de cuasi-obligatorias, o se corre el riesgo de que el costo del crédito internacional se encarezca. En este ámbito, algunas de las iniciativas más importantes se refieren a:

- infraestructura de mercados: principios básicos para sistemas de pagos con importancia sistémica y otros relacionados con el riesgo de liquidación en los mercados de valores y moneda extranjera. El Banco Central se encuentra en un proceso de modernización en esta área acorde con los mejores sistemas y procedimientos internacionales;
- estándares de regulación financiera y supervisión, dentro de los cuales destacan las normas de capital de Basilea, que están en proceso de

revisión a nivel internacional, así como los principios básicos de regulación bancaria, valores y seguros, y supervisión consolidada.

#### **IV. REFORMA AL MERCADO DE CAPITALS**

La ley que reforma al mercado de capitales, recientemente promulgada y que ha motivado el presente encuentro, contiene aspectos centrales que liberalizan y perfeccionan el mercado financiero nacional. El conjunto de medidas adoptadas, en los ámbitos tributarios e institucionales, contribuyen de manera significativa a un mayor desarrollo de nuestro mercado, a través de una efectiva integración con el exterior, la remoción de trabas a la liquidez de los mercados financieros y nuevas alternativas de financiamiento. Ello beneficiará mayoritariamente a los inversionistas, tanto nacionales como extranjeros, y a las empresas, que tendrán más opciones de acceso al mercado de capitales, favoreciendo, de esta manera, una mayor integración financiera con el exterior y una mayor diversificación de nuestro sistema financiero.

No me corresponde analizar en detalle esta reforma. Sólo quiero señalar que ella constituye un nuevo gran paso hacia una mayor integración financiera internacional y hacia un mayor desarrollo de nuestro mercado de capitales. No obstante, el éxito de la reforma se basa en la consolidación de un ambiente macroeconómico sano. En este sentido, mantener la estabilidad de precios y la sustentabilidad de la política fiscal son desafíos permanentes que permitirán fortalecer nuestro proceso de integración financiera con el exterior y profundizar nuestro mercado de capitales.