

Independencia de los Bancos Centrales y y su Contribución al Desarrollo de Mercados Financieros

Jorge Desormeaux
Banco Central de Chile
4 Diciembre 2002

Índice

- I. ¿Es Deseable el Desarrollo de un Mercado de Capitales no Bancario?
- II. Estructura del Mercado de Capitales en el Mundo Emergente
- III. La Experiencia de Chile
- IV. Contribución de la Autonomía del Banco Central al Desarrollo del Mercado de Capitales

**¿Es Deseable el Desarrollo de un
Mercado de Capitales no Bancario?**

Desarrollo del Mercado de Capitales

- El desarrollo de un mercado de capitales no bancario es deseable por varios motivos:
 - Permite *completar mercados*, lo que conduce a decisiones de inversión y de financiamiento más eficientes.
 - » Ejemplos: financiamiento de largo plazo, mejor cobertura de riesgos, trasladando el riesgo a los agentes mejor preparados para enfrentarlo.
 - Permite *reducir vulnerabilidad de la economía*, al reducir concentración de la intermediación financiera en industria bancaria (bancos son instituciones con alto leverage).

Desarrollo del Mercado de Capitales

- » Greenspan (2000) considera al mercado de capitales no bancario como la “rueda de repuesto” del sistema financiero. Destaca crisis 1990-91 en EEUU, y el caso opuesto: la Crisis Rusa de 1998, donde se seca el mercado de bonos y es sustituido por la industria bancaria.
- » Pero... sólo un mercado de capitales bien desarrollado puede tomar el lugar del sistema bancario.

– Puede ayudar a un *mejor funcionamiento de la política monetaria*, a través de una transmisión más expedita de las señales.

Tasas de interés de largo plazo entregan además información valiosa acerca de las expectativas del mercado.

Estructura del Mercado de Capitales en el Mundo Emergente

Estructura del Mercado de Capitales

- El nivel de desarrollo de los mercados de capitales no bancarios en el mundo emergente es muy inferior al de los países desarrollados.
- Los mercados accionarios normalmente preceden a los mercados de deuda en su desarrollo, porque estos últimos requieren de una infraestructura más avanzada para resultar atractivos a los ahorrantes.

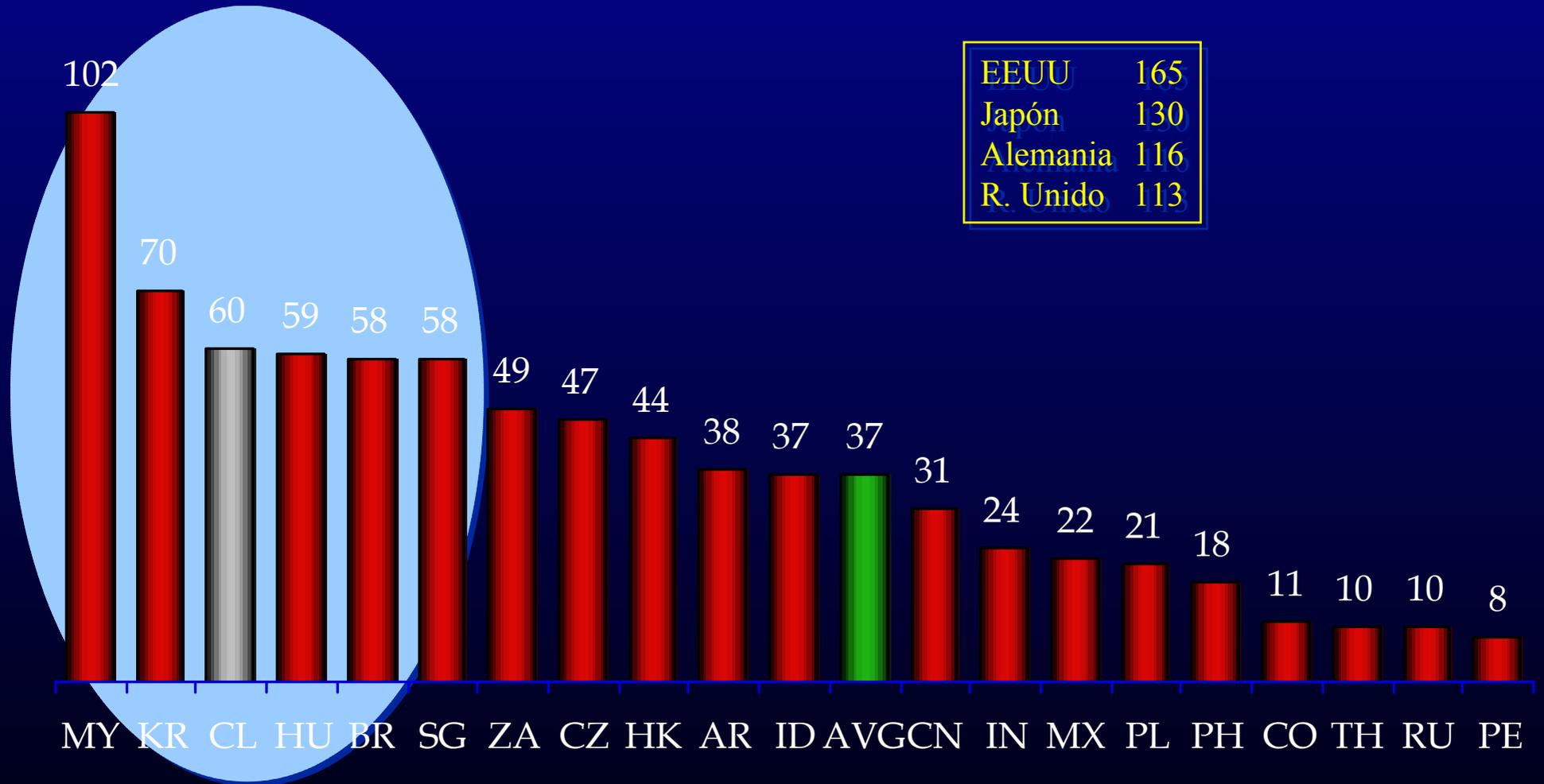
– Ejemplo:

- » mercados secundarios líquidos, prácticas contables aceptables, transparencia informativa, y legislación sobre los derechos de los tenedores de bonos en caso de default.

Estructura del Mercado de Capitales

- Mercados de deuda del mundo emergente se han desarrollado considerablemente desde mediados de los 90:
 - pasaron de 24% del PIB en 1994 a 36% del PIB en 2000.
- Pese a ello, son aún reducidos en relación a los países industriales:
 - Sólo en Malasia el mercado de bonos supera el 100% del PIB
 - Corea, Chile, Hungría, Brasil, y Singapur también tienen mercados de deuda relativamente grandes.

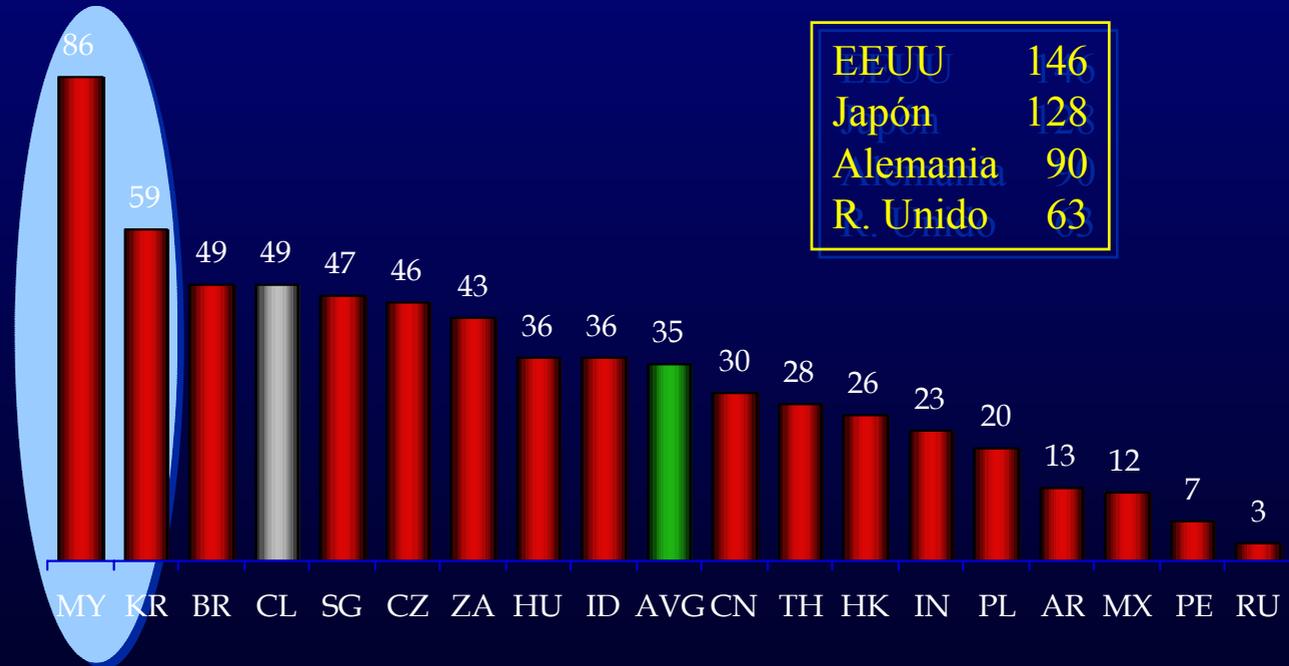
Total Mercado de Bonos (como % PIB)



Fuente: FMI; datos nacionales; BIS

Mercado de Bonos Domésticos (como % PIB)

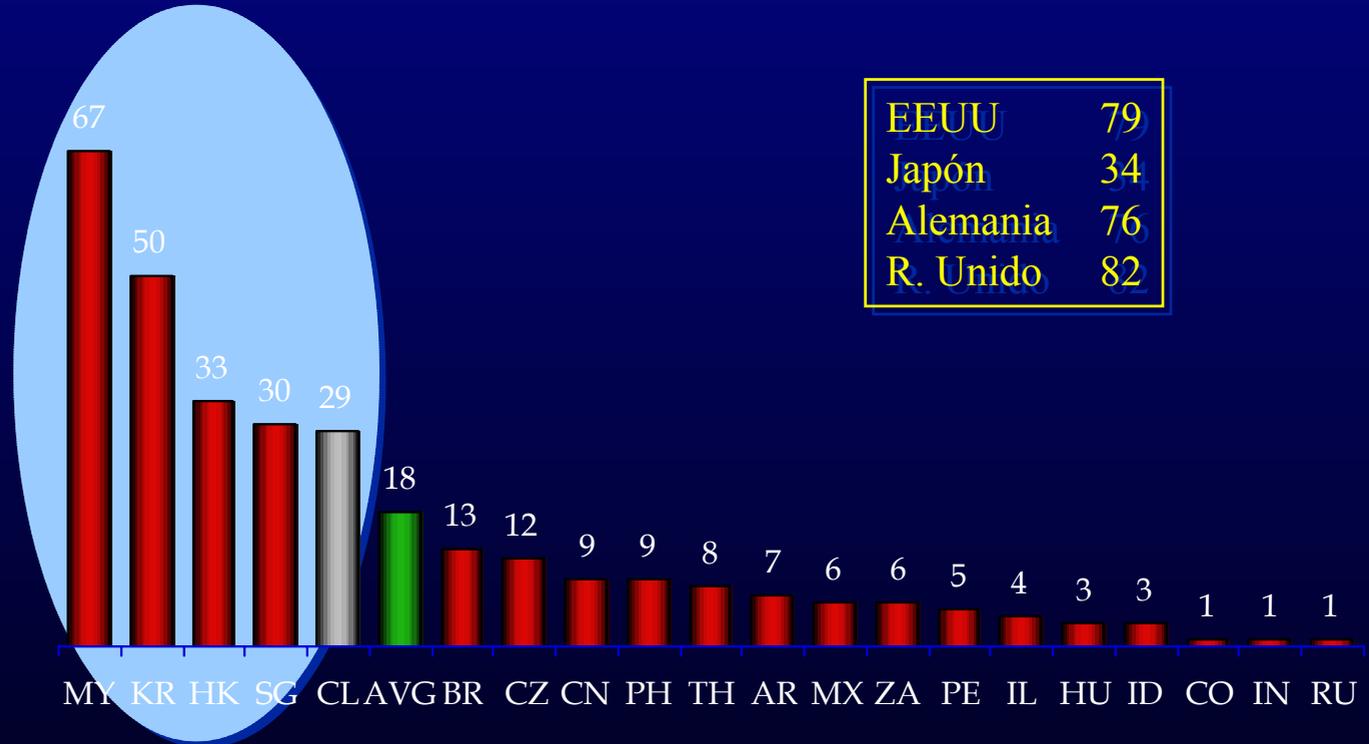
- Malasia y Corea son los únicos países emergentes donde mercado de bonos doméstico es equivalente al de Alemania y el Reino Unido.



Fuente: FMI; datos nacionales; BIS

Total Bonos Sector Privado (como % PIB)

- Mercado de deuda del sector privado es de menor tamaño aún y no sobrepasa el 18% del PIB en promedio.
- La divergencia entre Asia y el resto de los emergentes – con excepción de Chile– es clara.



Fuente: FMI; datos nacionales; BIS

Desarrollo del Mercado de Capitales

- El desarrollo de los mercados de deuda se asocia a una suma de factores:
 - financiamiento de déficit fiscales de manera no inflacionaria obliga a emitir deuda
 - necesidad de esterilizar los efectos monetarios de la acumulación de reservas internacionales en la década del 90 (Chile)
 - desarrollo de sistemas de pensiones privados de capitalización (Chile)
 - En los últimos años el desarrollo del mercado de bonos se asocia a:
 - » mejoramiento de infraestructura del mercado de bonos
 - » menores tasas de inflación han mejorado atractivo de bonos domésticos

Desarrollo del Mercado de Capitales

- Sin embargo, los mercados de deuda del mundo emergente presentan aún debilidades importantes:
 - excesiva concentración en el corto plazo, particularmente en América Latina
(aunque participación ha caído de 53% en 1995 a 37% en 2000)
 - Una elevada proporción de la deuda está indexada a la inflación (28%), al tipo de cambio (22%), o fue emitida a tasas flotantes (34%).
 - Sólo un 16% de la deuda de AL ha sido emitida a tasas fijas en la moneda local.

Desarrollo del Mercado de Capitales

- En el Asia emergente, en cambio, el grueso de la deuda es a largo plazo, y a tasas fijas, lo que permite a los deudores privados una mejor cobertura de sus riesgos de moneda, de tasas de interés y de plazos.

Tipo de Deuda Doméstica

(como % del total, Dic. 2000)

	Tasa Flotante	Tasa Fija	Indexado a IPC	Indexado a T. Cambio
Asia	35	63	0	2
América Latina	34	16	28	22
Europa C. y otros	13	65	20	2
Total	27	48	16	9

Fuente: BIS (2002)

Desarrollo del Mercado de Capitales

- Algunos países de América Latina han optado por cambiar la estructura de su deuda de un modo gradual, escogiendo la indexación al IPC como etapa intermedia.
- Ello permite alargar al madurez de la deuda, proteger a los ahorrantes de los shocks nominales, entregando más flexibilidad que la deuda en dólares.
 - Así, después de 1994 México se aleja de la deuda en dólares, optando por emitir deuda indexada al IPC y a tasas flotantes.
 - Brasil, también procura reducir dependencia de la deuda ligada al dólar en 2000 y 2001

Bonos Domésticos por Tipo; Dic 2000

(como % del total)

	Tasa Flotante	Tasa Fija	Indexado a IPC	Indexado a T. Cambio	Otros
Hong Kong	29	71	0	0	-
Singapur	2	36	0	0	62
Indonesia	50	0	0	7	43
Corea	10	90	0	0	-
Asia	24	48	0	2	-
Brasil	57	15	6	22	-
Chile	1	4	89	6	-
Colombia	31	56	10	3	-
México	79	6	15	0	-
Perú	1	0	13	48	38
América Latina	34	16	27	16	-
Hungría	20	77	3	0	-
Polonia	35	64	0	0	-
Israel	5	8	66	5	16
Arabia Saudita	8	92	-	-	-
Europa C. y otros	12	66	17	1	-
Total Muestra	22	40	15	6	-

La Experiencia de Chile

La Experiencia de Chile

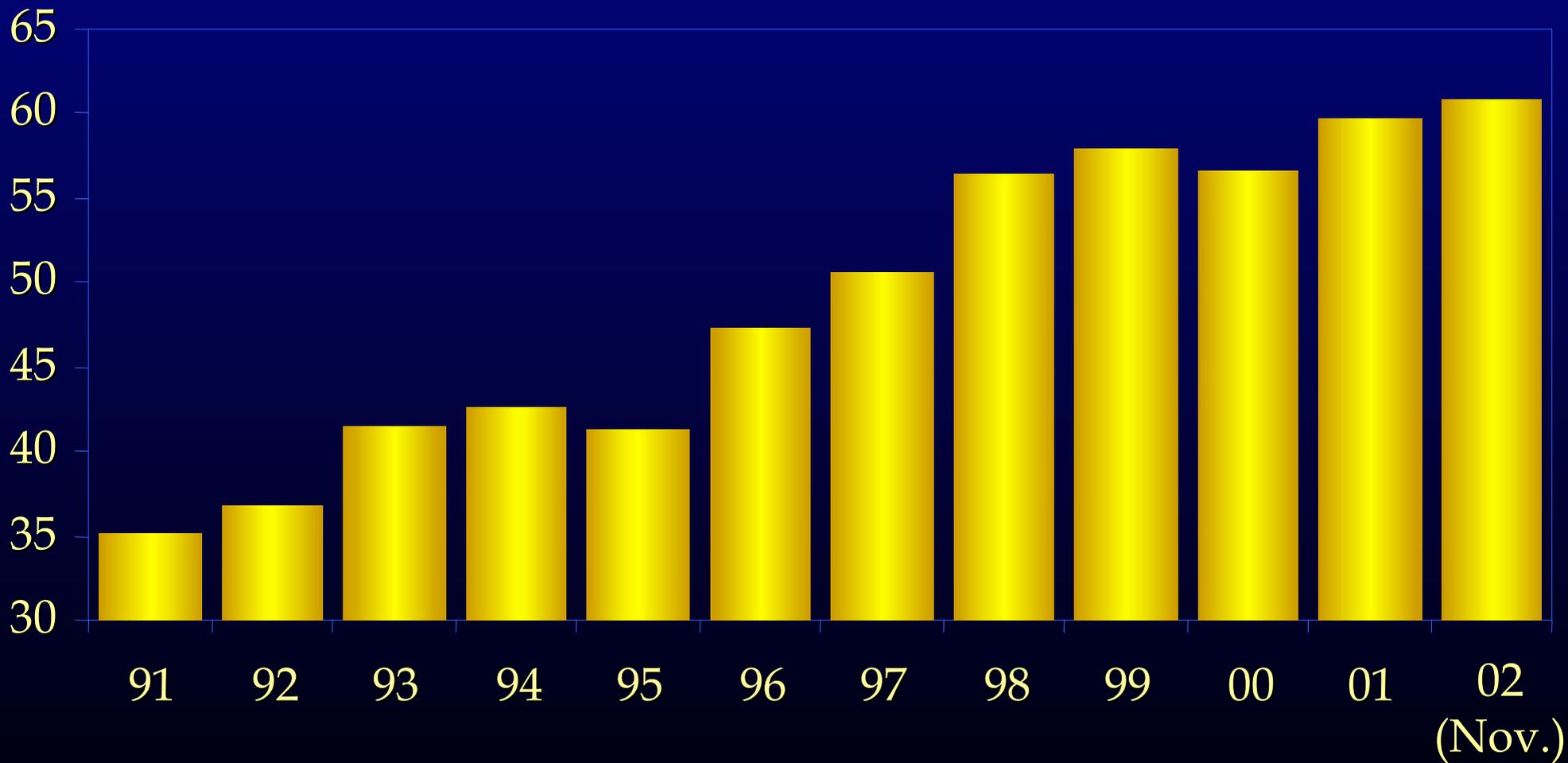
- El desarrollo del mercado de capitales chileno tiene básicamente 3 determinantes claves:
 - La existencia de una *unidad de indexación (UF) creíble*, con 30 años de experiencia
 - *Estabilidad macroeconómica* desde mediados de los años 80, anclada a una sólida política fiscal
 - Creación de un *sistema privado de pensiones* en 1981, lo que da origen a una base de demanda por instrumentos financieros de mediano y largo plazo.

La Experiencia de Chile

- El sistema financiero chileno experimentó un importante desarrollo entre 1975 y 1981, después de 30 años de represión financiera.
- La crisis financiera de 1982-83 puso fin a esta expansión.
- Una vez superada la crisis, a mediados de la década del 80, el mercado de capitales chileno creció notablemente en tamaño, profundidad y liquidez.
- El sistema bancario, el mercado accionario, los intermediarios financieros y los inversionistas institucionales crecen significativamente.

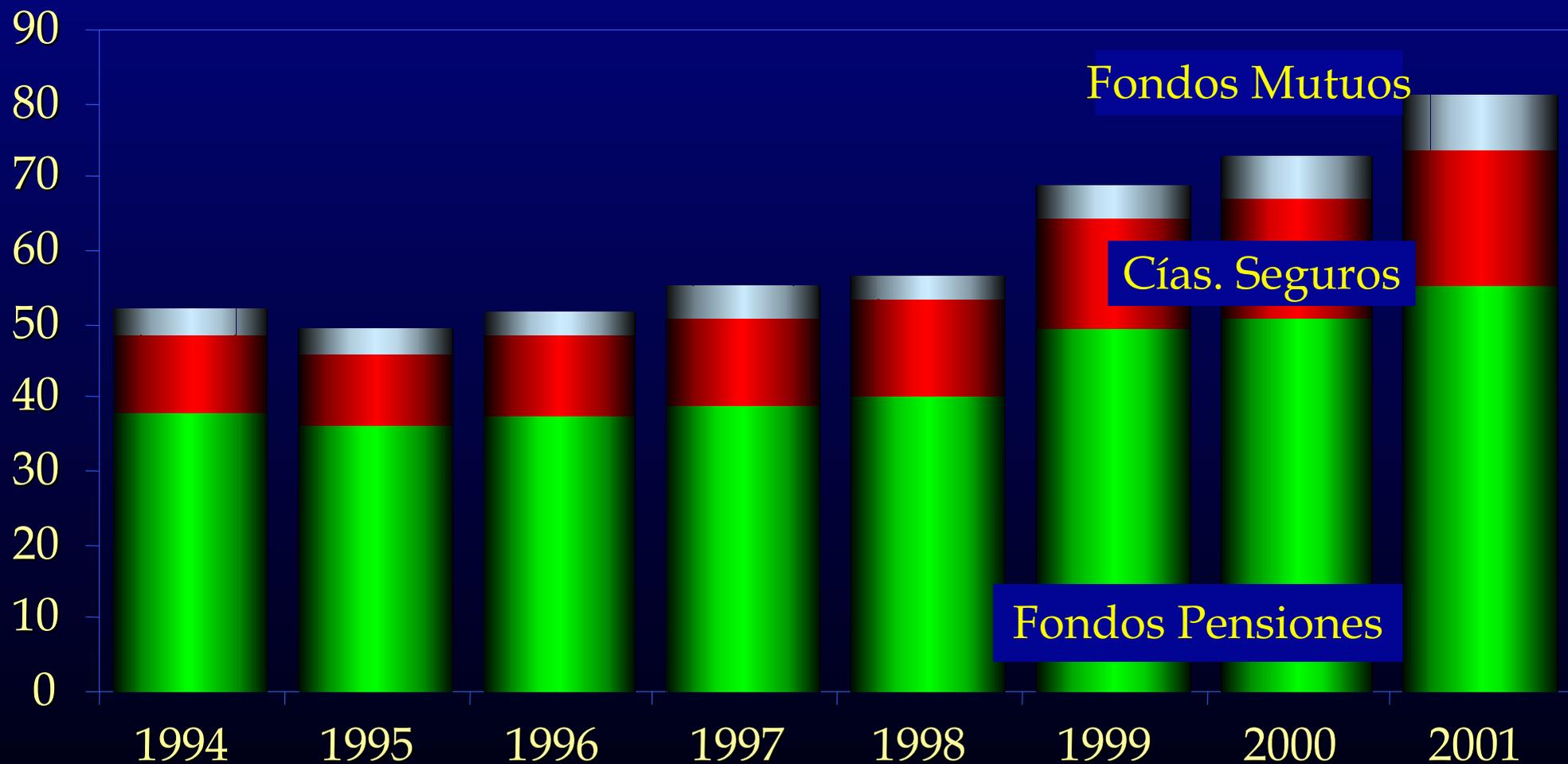
Créditos Bancarios al Sector Privado

(% del PIB)



Activos Inversionistas Institucionales

(% del PIB)



Estructura y Desarrollo del Mercado de Capitales en Chile 1980-2000 (como % del PIB de cada año)

	Rotación Annual			Capitalización Mercado Accionario	Inversionistas Institucionales				Bonos Corporativos	M7-M1
	Acciones	Bonos	Intermediación Financiera		Reservas Compañías Seguros	Fondos de Pensiones	Fondos Mutuos	Fondos Inversión Extranjera		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
1980	2.41	0.25	3.27	41.87	2.02	-	2.68	-	0.19	NA
1981	1.39	0.35	5.54	26.58	1.91	1.16	2.62	-	0.37	27.72
1982	0.56	3.29	10.42	21.55	2.32	3.50	2.44	-	1.66	32.22
1983	0.31	5.74	3.24	13.08	2.59	6.43	0.55	-	1.51	31.06
1984	0.21	4.42	2.90	11.41	2.91	7.58	0.49	-	1.37	31.05
1985	0.32	10.61	9.23	13.08	3.41	10.63	0.76	-	1.53	37.94
1986	1.67	24.26	16.54	22.90	3.89	12.67	1.21	-	0.85	39.62
1987	2.43	26.24	24.64	25.43	4.44	14.20	1.43	-	1.37	43.03
1988	2.54	34.13	40.14	27.47	4.39	14.97	1.39	-	2.01	42.08
1989	2.98	42.48	32.64	33.16	5.15	17.65	1.29	0.38	3.37	49.52
1990	2.53	45.50	17.28	43.73	6.71	24.21	1.58	1.65	4.57	58.94
1991	5.52	35.15	27.09	81.64	7.89	31.37	2.64	2.97	5.59	61.23
1992	4.75	53.17	39.19	69.60	8.22	30.56	2.32	2.69	4.87	61.74
1993	6.13	55.86	61.30	73.15	9.65	37.02	2.86	3.63	4.80	62.62
1994	10.06	89.02	63.26	124.78	8.65	40.99	3.86	3.85	4.52	62.64
1995	17.51	128.47	95.01	111.99	9.87	39.54	3.98	3.06	3.48	65.35
1996	11.67	118.96	167.28	98.99	11.45	40.88	4.21	2.12	3.14	72.82
1997	10.17	121.23	193.68	100.08	12.40	42.47	5.29	1.93	2.46	79.15
1998	6.21	127.40	273.23	72.99	13.41	43.27	3.84	1.20	2.98	81.32
1999	10.17	72.87	199.09	105.01	15.16	52.56	5.59	1.57	3.74	87.13
2000	8.92	64.47	191.83	91.74	16.74	53.85	6.77	0.98	5.33	87.53

Fuente: Cifuentes, Desormeaux, González (2002)

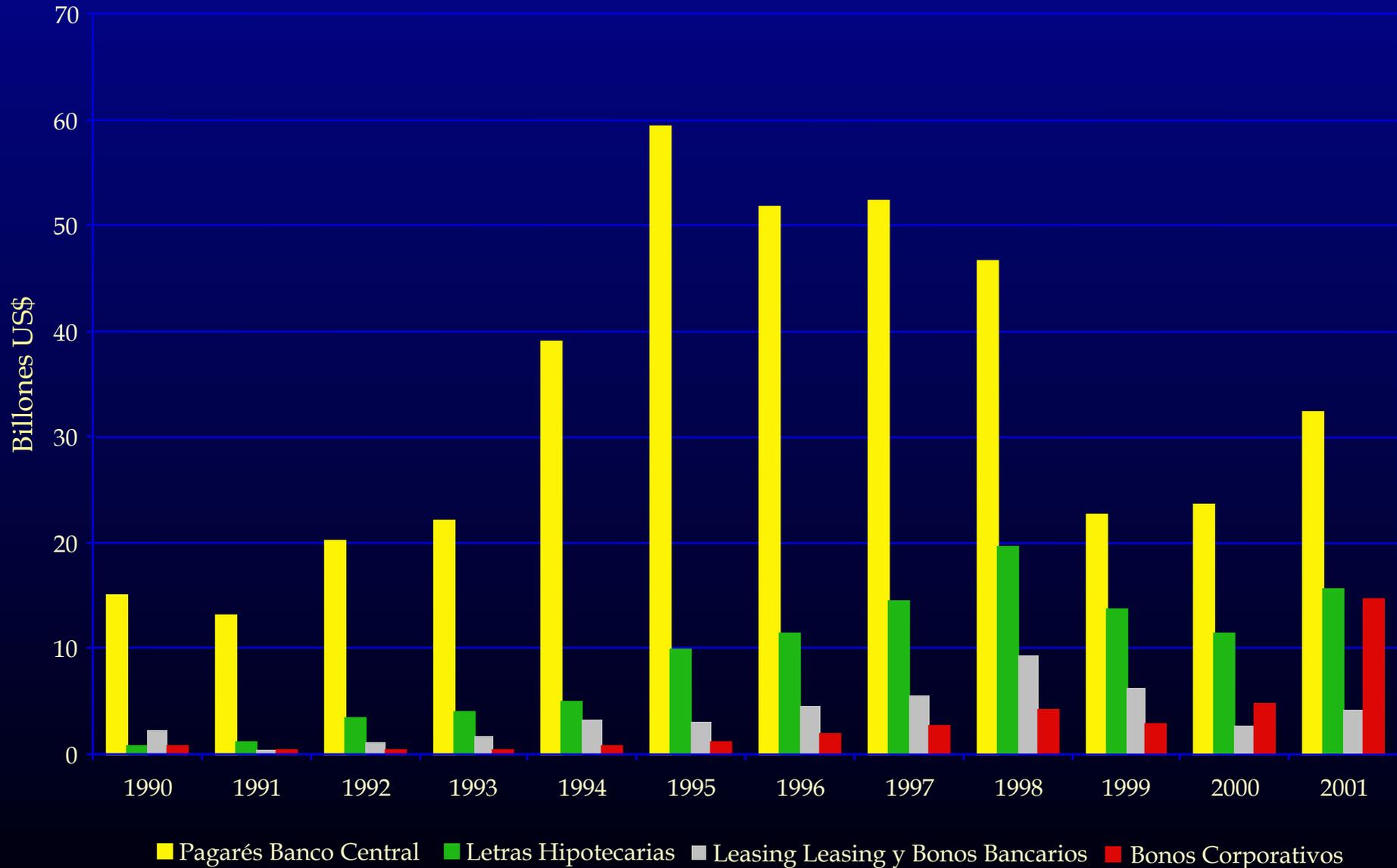
La Experiencia de Chile

- El nuevo sistema de pensiones fue el epicentro de esta transformación.
- Sin embargo, en el caso del mercado accionario doméstico, la notable capitalización ha ido acompañada de una baja liquidez, especialmente a contar de 1995.
- Los controles a los flujos de capitales, la concentración de oferentes y demandantes y otros factores específicos a ciertas industrias explican en parte este desempeño.
- El deterioro en las condiciones externas, especialmente la disminución del apetito por riesgo del mundo desarrollado, también ha jugado un rol.

La Experiencia de Chile

- Dos importantes reformas introducidas recientemente contribuirán a mejorar la liquidez y eficiencia del mercado accionario:
 - La eliminación de las últimas restricciones a los movimientos de capitales en abril de 2001,
 - la ley de OPAs y la reforma a la legislación del mercado de capitales del 2001.
- A diferencia del mercado accionario, las transacciones de instrumentos de renta fija han crecido en forma continua (con excepción de 1999), como muestra el siguiente gráfico.

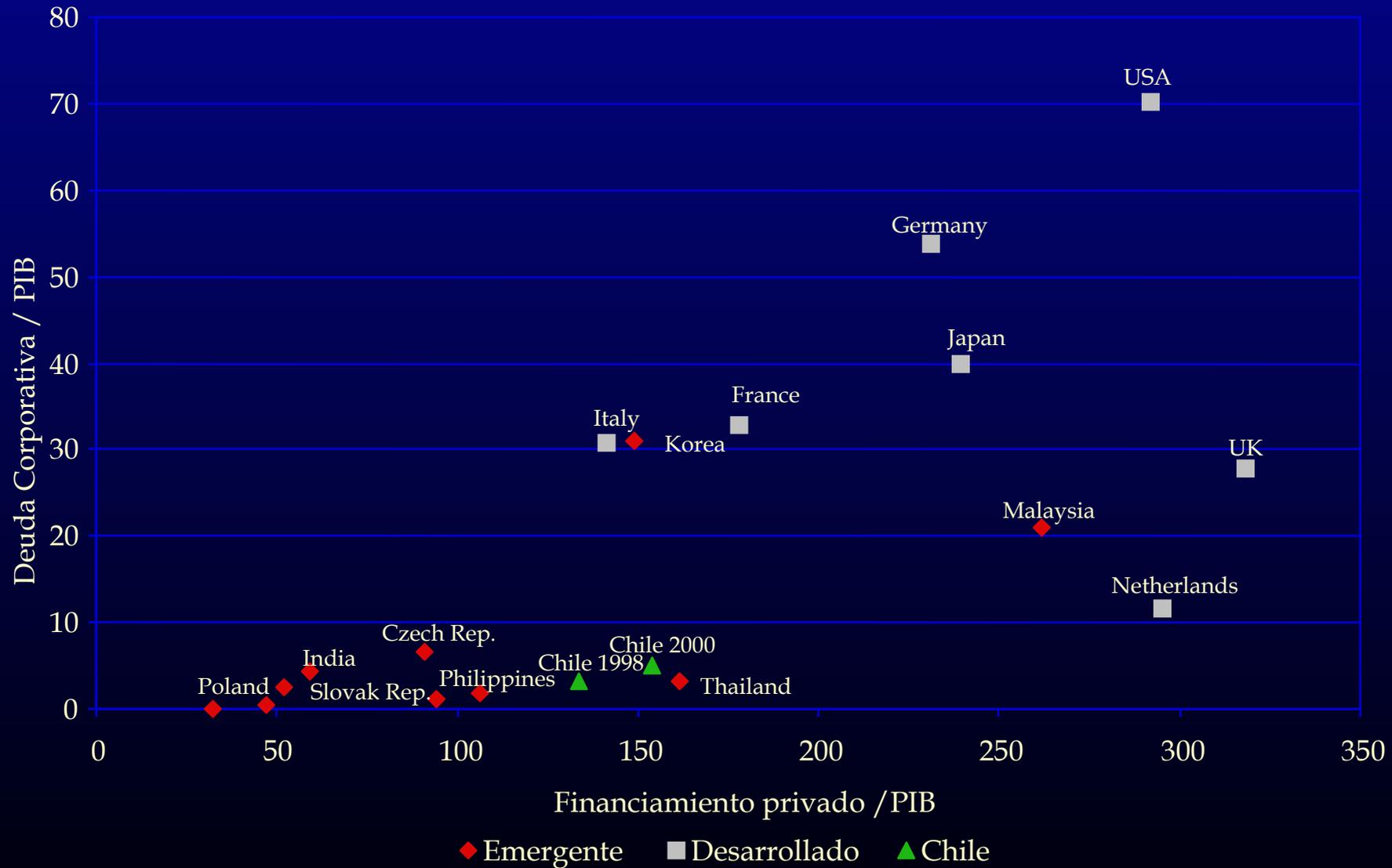
Transacciones en el Mercado de Renta Fija



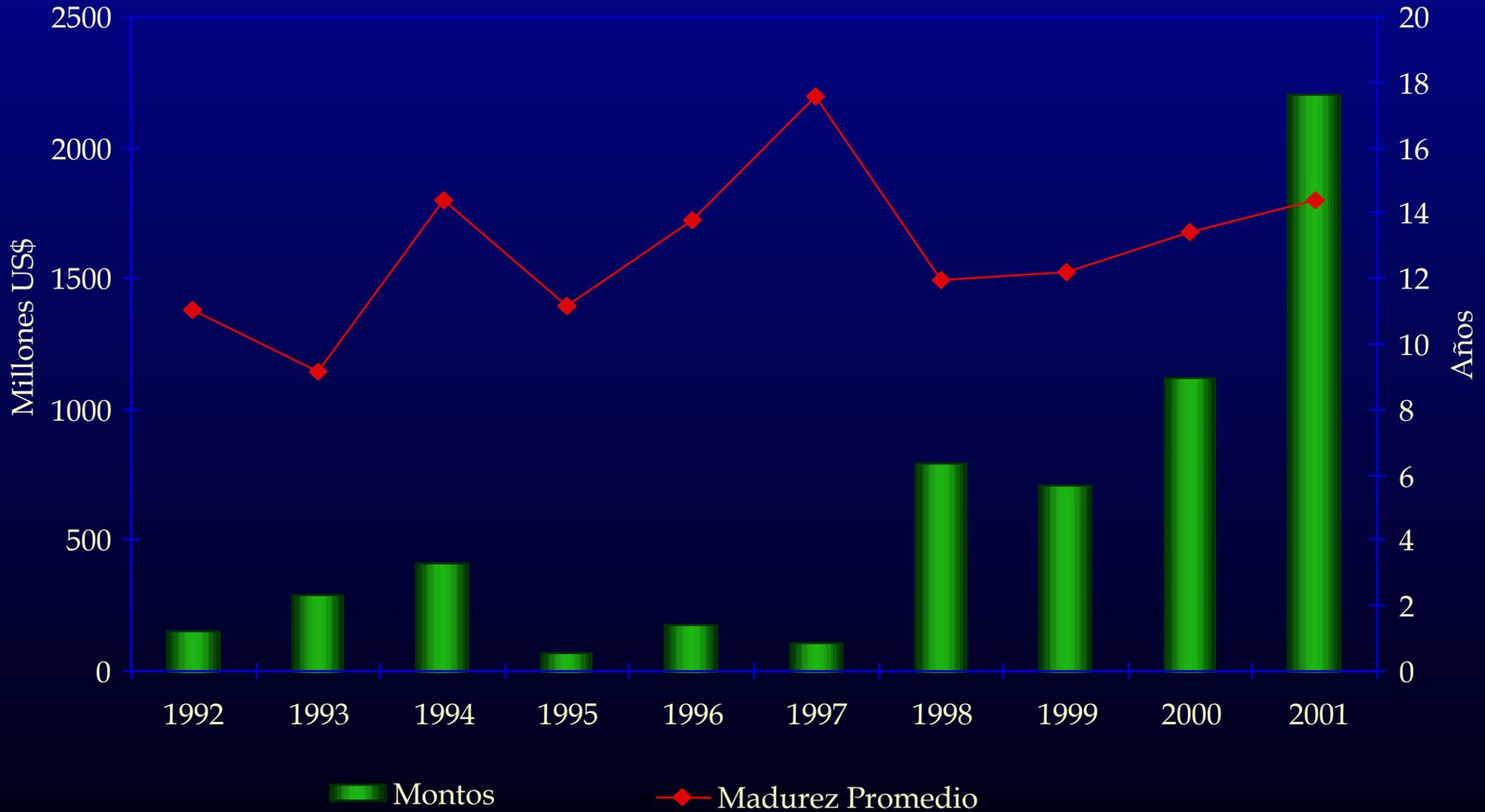
La Experiencia de Chile

- La evolución del mercado de bonos corporativos es uno de los indicadores más significativos de desarrollo financiero.
- El desarrollo del mercado de deuda corporativa en Chile es el resultado de varios factores:
 - Presencia de deuda pública, colocada regularmente por espacio de 10 años ha permitido construir curva de rendimiento, lo que permite valorar los bonos privados.
 - Existencia de unidad de indexación (UF) permitió desarrollar activos de largo plazo.
 - Reforma al sistema de pensiones creó una base de demanda estable por instrumentos de renta fija.

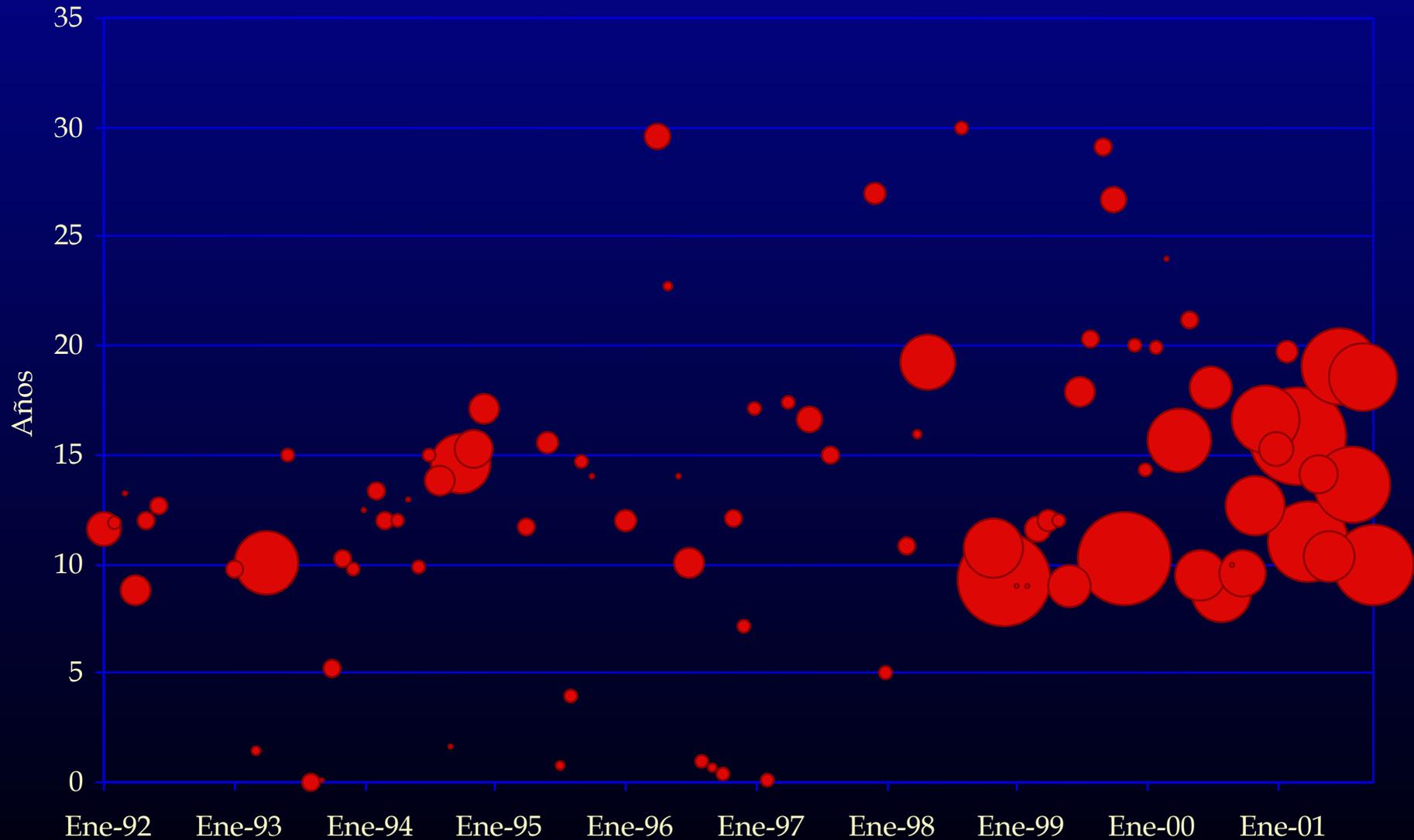
Desarrollo Financiero y Deuda Corporativa 1998



Deuda Corporativa: Colocaciones Anuales y Madurez Promedio



Deuda Corporativa: Colocaciones Mensuales y Madurez Promedio



**Contribución de la Autonomía del Banco
Central al Desarrollo del Mercado de
Capitales**

La Experiencia de Metas de Inflación en Chile

- Al inaugurar su independencia, en diciembre de 1989, el Banco Central adoptó una política monetaria activa, usando las tasas de interés reales como instrumento operativo.
- El marco de referencia usado fue el de *metas de inflación* (MI), después de descartar otras alternativas.
- Inicialmente el sistema de MI fue acompañado de una banda de flotación cambiara y de controles a los movimientos de capitales.
- La tasa de inflación inicial fue elevada (27%).

La Experiencia de Metas de Inflación en Chile

Adopción de MI y niveles de inflación iniciales

(% en 12 meses)



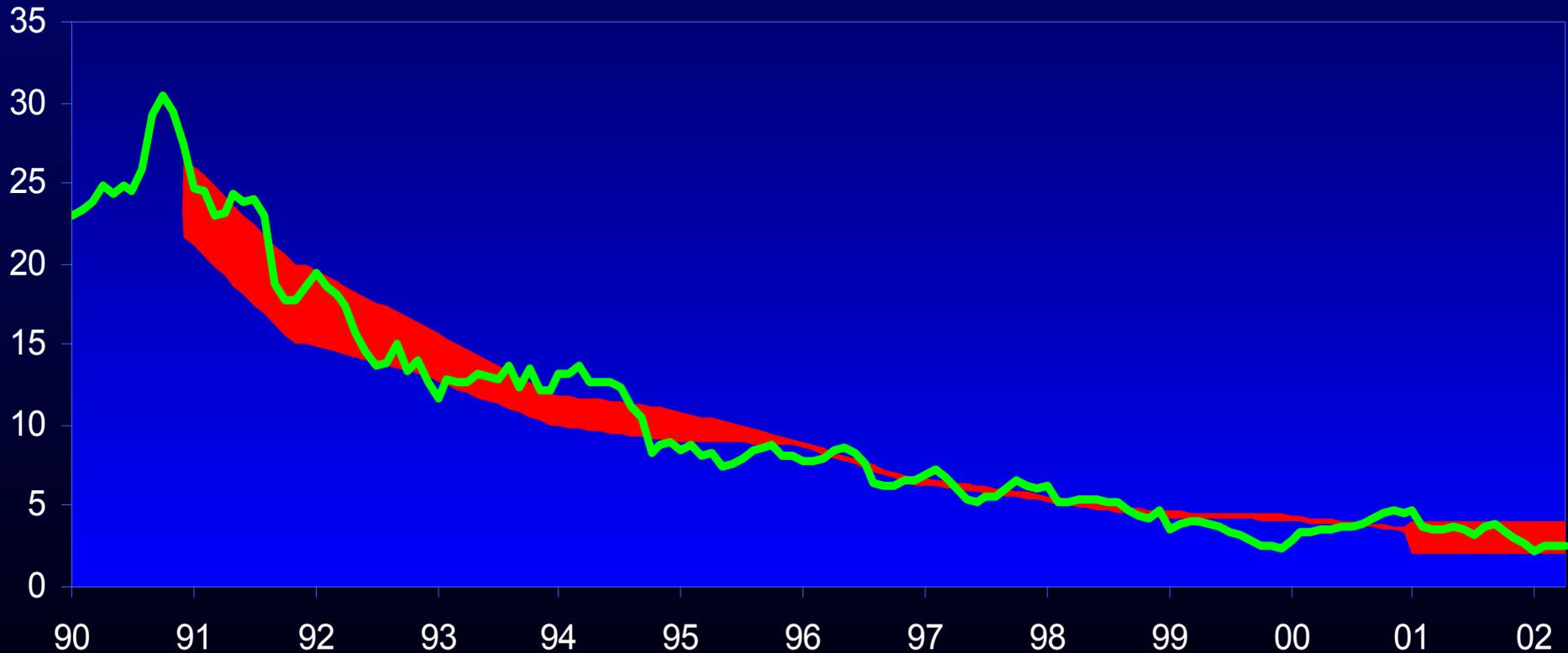
La Experiencia de Metas de Inflación en Chile

- El sistema de MI redujo gradualmente la inflación, cumpliendo estrictamente con las metas anuales.
- El logro de las metas permitió acumular credibilidad.
- La inflación se redujo al nivel de los países desarrollados en alrededor de una década, en un contexto de elevado crecimiento.

La Experiencia de Metas de Inflación en Chile

Inflación y Metas de Inflación: 1990-2002

(% en 12 meses)



**¿Pero...existe una Contribución de la
Autonomía del Banco Central al
Desarrollo del Mercado Financiero?**

Autonomía del BC y Desarrollo Financiero

- La respuesta no es clara, puesto que el mercado financiero en Chile se había desarrollado significativamente antes de la independencia del Banco Central en 1989.
- Elementos tales como:
 - la reforma al sistema de pensiones,
 - la presencia de una unidad de indexación,
 - y especialmente la disciplina fiscal y regulación prudencial del sistema financiero, parecen haber sido factores más significativos.
- Pero la independencia del Banco Central fue clave para alcanzar la estabilidad de precios y ello es positivo para los mercados financieros.

Autonomía del BC y Desarrollo Financiero

- La credibilidad de la meta inflacionaria ha permitido también el uso de la política monetaria como herramienta anticíclica, lo cual también es favorable para el mercado financiero.
- Pero tal vez la contribución más importante de la autonomía del Banco Central está por verse.
- Los analistas externos coinciden en que el gran paso que falta para completar los mercados financieros locales es el desarrollo de un mercado profundo de instrumentos nominales a tasa fija.

Autonomía del BC y Desarrollo Financiero

- Este desarrollo debe estar precedido por la colocación de bonos nominales de parte del sector público como benchmark para valorar los instrumentos privados.
- La estabilidad de precios alcanzada por el Banco Central ha permitido iniciar este proceso en 2002, colocando deuda nominal homogénea a plazos que van hasta 5 años.
- Ello ha permitido construir una curva de rendimiento nominal para valorar los instrumentos privados.
- Las licitaciones iniciales han sido muy satisfactorias, y están posibilitando un cambio en la estructura del mercado de capitales, en favor de instrumentos nominales.

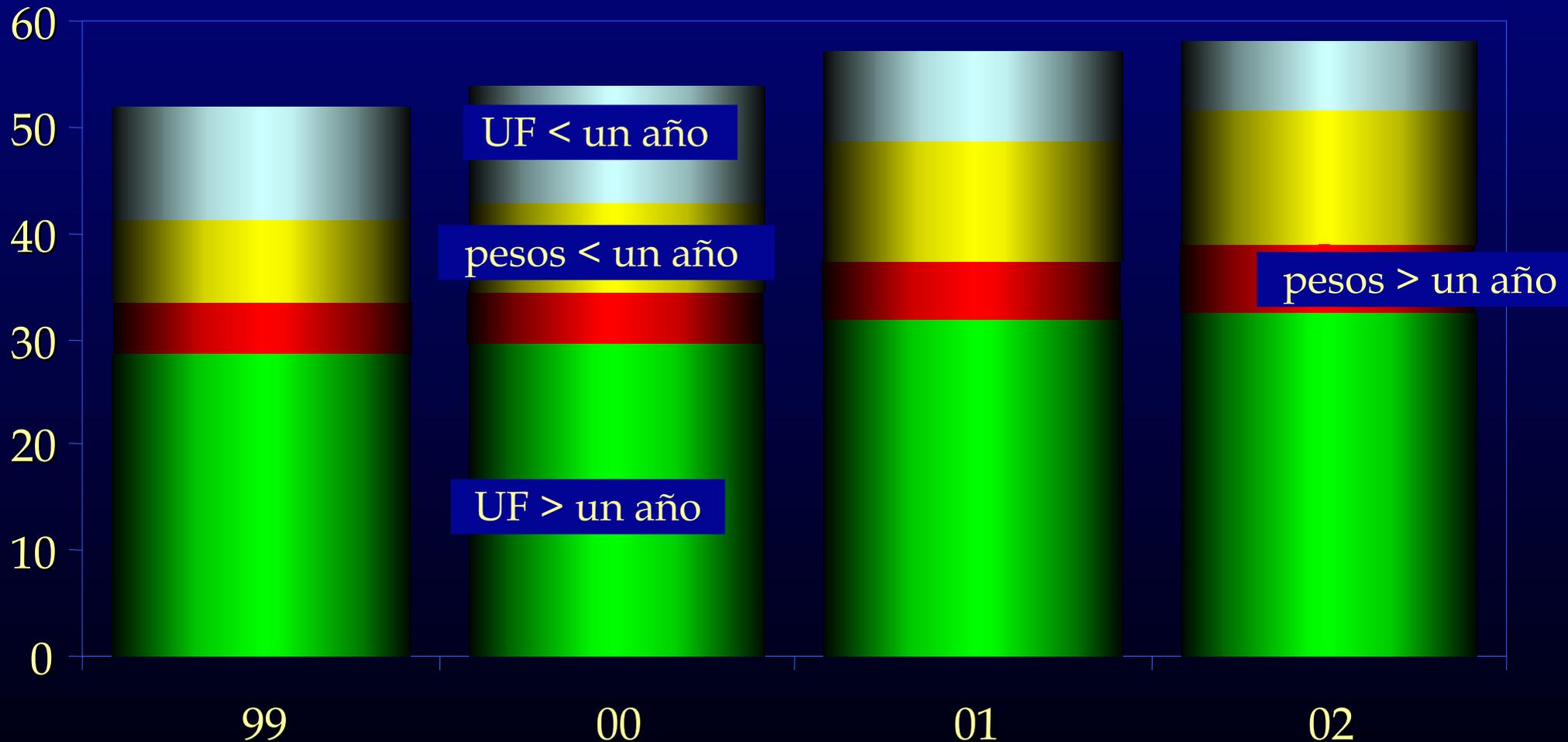
Bonos a 2 y 5 Años: Inflación Esperada

(%)



Estructura de Créditos Bancarios

(% del PIB)



Autonomía del BC y Desarrollo Financiero

- El desarrollo de un mercado profundo, y líquido de instrumentos nominales a tasa fija no sólo tendrá las ventajas de eficiencia que significa una mejor cobertura de riesgos.
- También permitirá avanzar en otra dirección: *la internacionalización de la deuda chilena.*
- Los inversionistas externos en general no muestran interés por deuda indexada al IPC.
- Para ellos la clave para la internalización del mercado de deuda emergente es desarrollar primero un mercado interno profundo y líquido a tasas fijas.

Autonomía del BC y Desarrollo Financiero

- Por lo tanto, tal vez la principal contribución de la autonomía del Banco Central al desarrollo del mercado de capitales está por verse, y deberá ser evaluada en el futuro.
- El beneficio de tener acceso a una demanda internacional por bonos domésticos puede ser sustancial, como pueden atestiguar hoy Australia y Nueva Zelandia.
- Ello permitirá no sólo ampliar las fuentes de financiamiento para el mercado local, sino que también reducirá significativamente la vulnerabilidad externa del país.

**Independencia de los Bancos Centrales y
y su Contribución al Desarrollo de
Mercados Financieros**

Jorge Desormeaux
Banco Central de Chile
4 Diciembre 2002