

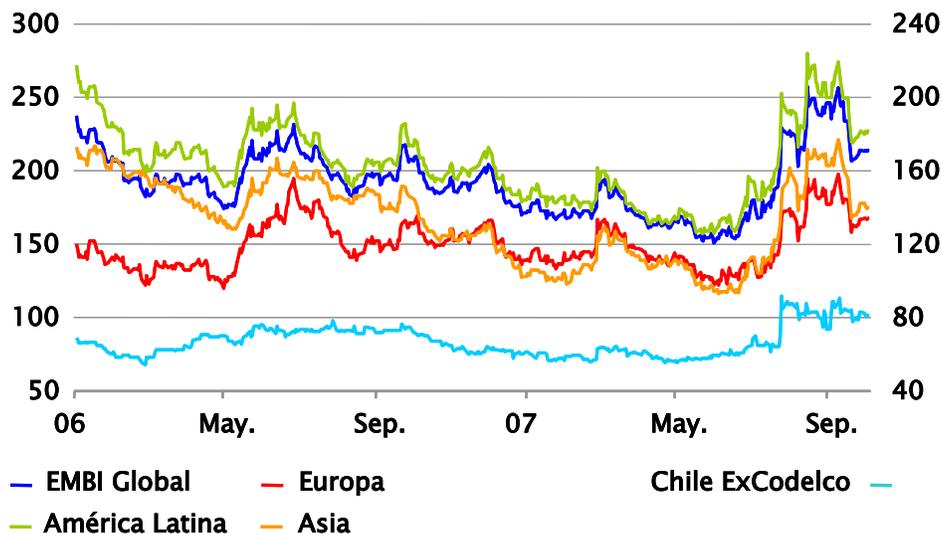
“El Banco Central y el Mercado de Capitales en Chile”

Exposición de don Vittorio Corbo, Presidente del Banco Central, en Tercera Conferencia Internacional para Emisores Chilenos organizada por el Comité de Emisores Chilenos (CIC) de Amcham Chile.
Santiago, 17 de octubre de 2007

I. Introducción

Las recientes turbulencias ocurridas en los mercados financieros internacionales respondieron a un proceso de normalización de la valorización de los premios por riesgo de crédito de diversos activos. De hecho, tanto el Global Financial Stability Report del FMI publicado por el FMI, como los informes del Global Stability Forum y los Informes de Estabilidad Financiera y de Política Monetaria que publica regularmente el Banco Central de Chile daban cuenta hace un tiempo de una necesaria corrección de precios y del consiguiente aumento probable de la volatilidad de los mercados.

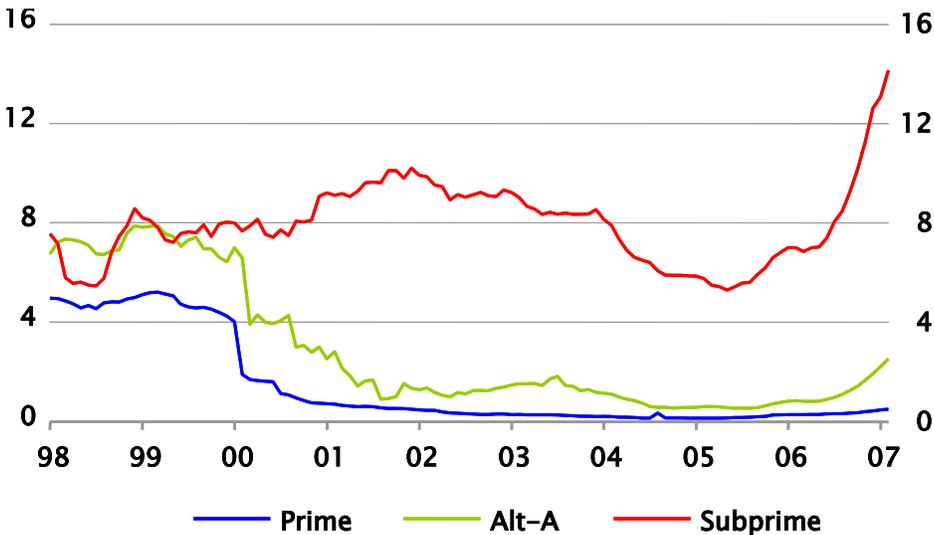
Evolución reciente de premios soberanos
(puntos base)



Fuentes: Bloomberg y JP Morgan Chase

Sin embargo, el deterioro del mercado hipotecario *subprime* estadounidense dejó en evidencia problemas de valoración de activos y de supervisión y gestión del riesgo de crédito de las instituciones financieras. La excesiva toma de riesgo de crédito de algunas instituciones financieras puso en entredicho la estabilidad financiera de los mercados financieros desarrollados.

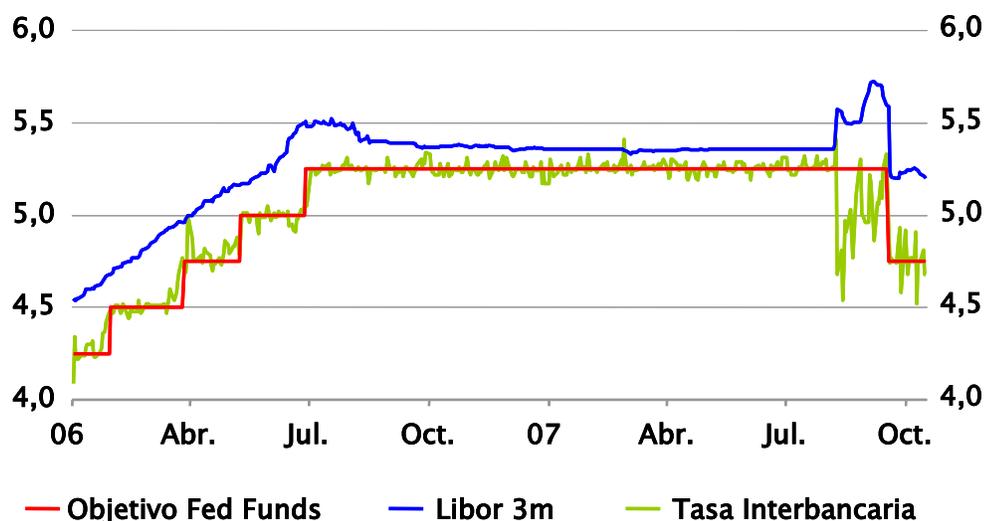
EE.UU.: Morosidad de préstamos hipotecarios a tasa variable
(porcentaje del total de créditos en cada segmento)



Fuente: Citigroup.

La reacción del banco de la Reserva Federal de Estados Unidos y de los bancos centrales europeos, inyectando la liquidez necesaria para garantizar el funcionamiento del mercado interbancario, puso de relieve nuevamente la importancia de los bancos centrales en períodos de stress financiero. No obstante la oportuna intervención de estos organismos, fue inevitable un aumento de la preferencia por liquidez en los mercados.

Condiciones financieras internacionales Estados Unidos (porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Por sobre el alivio transitorio que pueden proveer los bancos centrales, se encuentra el interés general de mantener el funcionamiento del sistema bancario y, desde luego, del mercado de capitales. La literatura especializada nos entrega tres resultados importantes:

- i) existe una correlación positiva entre desarrollo financiero y desarrollo económico;
- ii) las crisis financieras son costosas y por ende es beneficioso evitar su desencadenamiento y acotar su impacto sobre las economías, y
- iii) el sistema bancario y el mercado de capitales se complementan y aumentan el potencial de crecimiento de una economía.

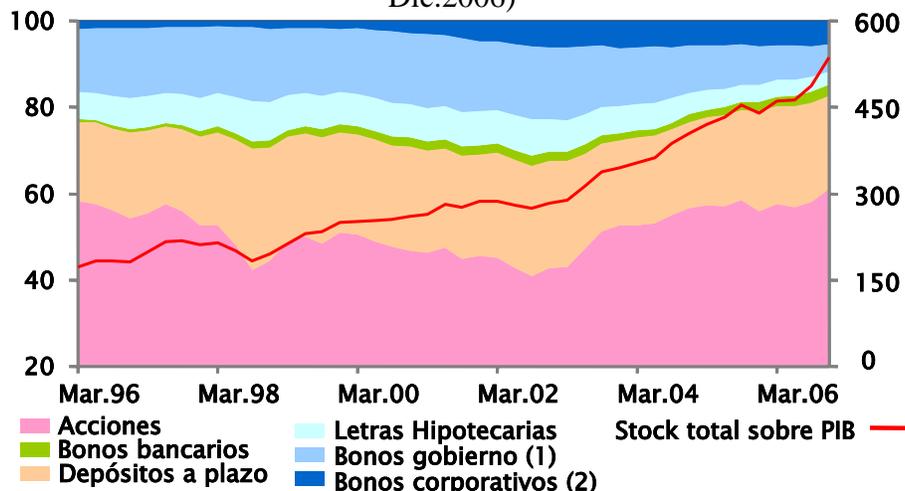
Estos resultados revelan que existe, entonces, una estrecha relación entre estabilidad financiera y desarrollo del mercado de capitales. Por otro lado, la preocupación por la estabilidad financiera ha estado en el mandato de los bancos centrales desde sus orígenes. En consecuencia, la relación entre el desarrollo del mercado de capitales y el rol de los bancos centrales es incuestionable.

Los últimos eventos revelan importantes desafíos para los reguladores y supervisores en los mercados internacionales en relación a mejorar su comprensión y capacidad de detección de los riesgos que se incuban en los sistemas financieros modernos. En nuestro país hemos seguido con mucha atención estos desarrollos, evaluando los posibles impactos de corto plazo sobre las condiciones financieras y las perspectivas de crecimiento de la economía, pero también con el propósito de extraer conclusiones respecto de las implicancias para la estabilidad financiera de la economía nacional en el largo plazo.

II. El desarrollo del mercado de capitales en Chile

En los últimos años, en nuestro país se han implementado un conjunto de políticas económicas que constituyen una sólida primera línea de defensa contra turbulencias financieras como las sufridas recientemente en los mercados internacionales y que, sin duda, han contribuido al sostenido crecimiento del mercado de capitales.

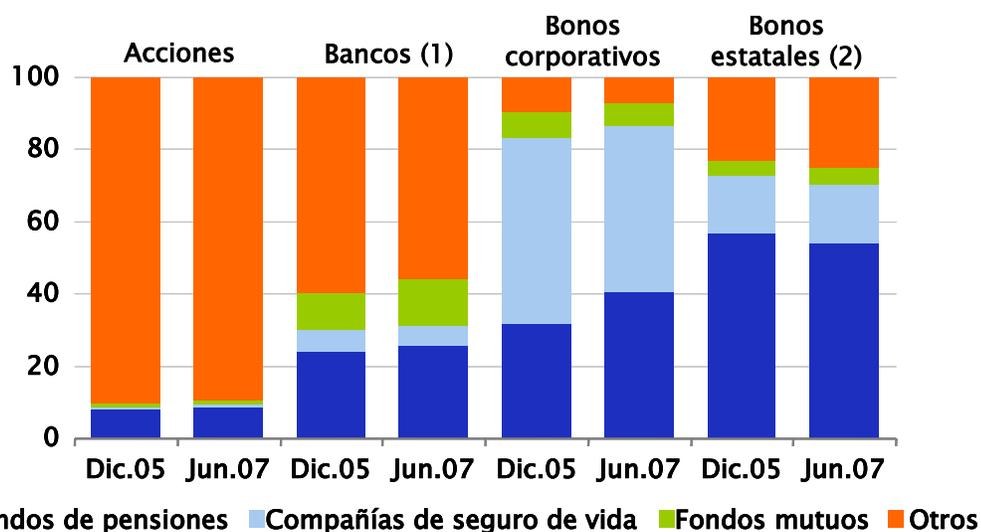
Stock de deuda vigente
(participación en el total de activos financieros y porcentaje sobre el PIB; Mar.1996- Dic.2006)



(1) Considera Tesorería y BCCh. (2) Incluye EE.PP.

Fuentes: BCCh, SBIF, SVS y Bolsa de Comercio.

Stock de instrumentos por inversionista
(porcentaje)



(1) considera los depósitos a plazo, letras hipotecarias, bonos senior y subordinados.

(2) incluye bonos de Tesorería y Banco Central.

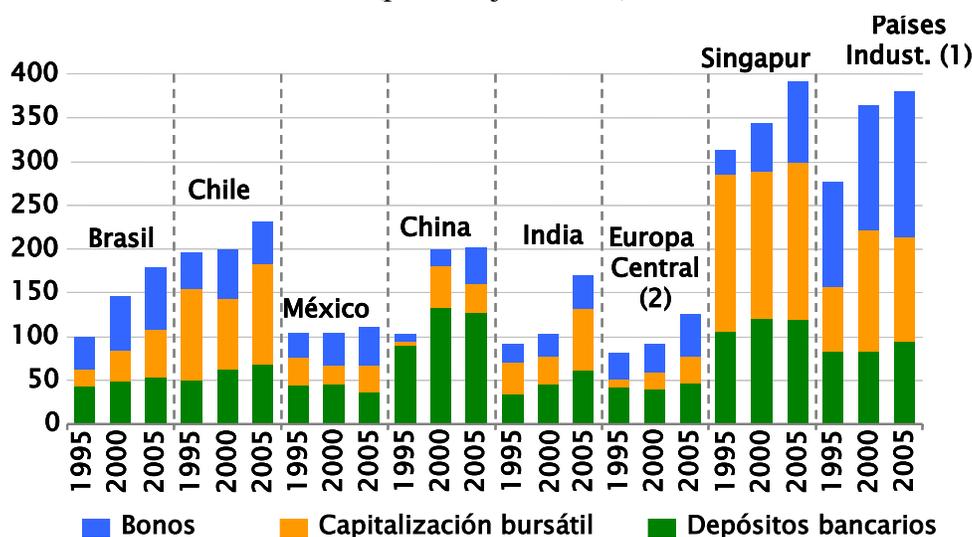
Fuentes: Banco Central de Chile, SAFP y SVS.

En primer lugar, en el ámbito macroeconómico destaca una política monetaria orientada a mantener la estabilidad de precios bajo un régimen de tipo de cambio flotante junto con una política fiscal, donde el gasto se determina de acuerdo a los ingresos permanentes del gobierno central. Esta combinación de políticas macroeconómicas contribuye a estabilizar el ciclo económico y a aumentar la capacidad de nuestra economía de absorber shocks. Esta estabilidad macro facilita, además, el desarrollo de un mercado de capitales más profundo.

En el ámbito financiero, el Ministerio de Hacienda en colaboración con las superintendencias que regulan a los prestadores de servicios financieros y el Banco Central impulsaron variadas reformas al funcionamiento del mercado de capitales tendientes a promover la integración y desarrollo del mercado financiero, bajo un marco de mayor flexibilidad, transparencia y autorregulación de la gestión de los agentes.

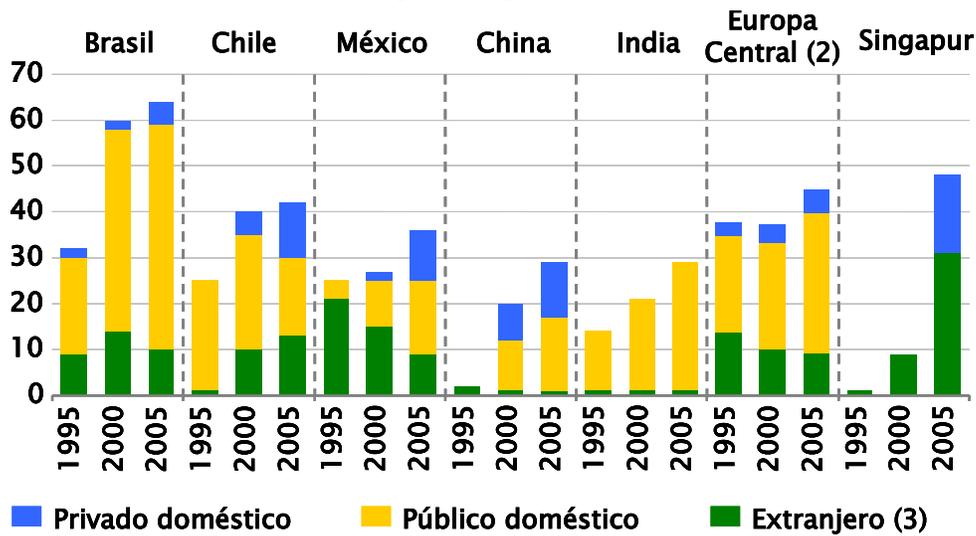
Así, Chile se encuentra en una posición muy favorable respecto de otras economías emergentes y, al mismo tiempo, su situación se asemeja a la de países más desarrollados, en lo que respecta al desarrollo del mercado de emisores privados de deuda.

Activos del Sistema Financiero
(porcentaje del PIB)



(1) Países industrializados: Australia, Bélgica, Canadá, Alemania, España, Reino Unido y Estados Unidos. (2) Europa Central: Rep. Checa, Hungría, Polonia y Rusia. Fuentes: Working Group Survey del CGFS, FMI, BIS, Datastream, Standard & Poor's, Banco Mundial.

Stock total de bonos vigentes (1)
(porcentaje del PIB)



(1) Incluye solamente bonos de largo plazo, no considera instrumentos del mercado monetario. (2) Europa Central: Rep. Checa, Hungría, Polonia y Rusia. (3) Considera bonos públicos y privados emitidos en el extranjero. Fuentes: Working group survey del CGFS, FMI, BIS.

III. El Rol del Banco Central en el desarrollo del mercado de capitales

El mandato constitucional del banco es velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Así otorgado, el mandato es un pilar fundamental para la estabilidad financiera de nuestra economía. No obstante, a diferencia del objetivo de política monetaria, la estabilidad financiera no es un objetivo privativo del banco central, siendo compartido con otros organismos regulatorios y de supervisión.

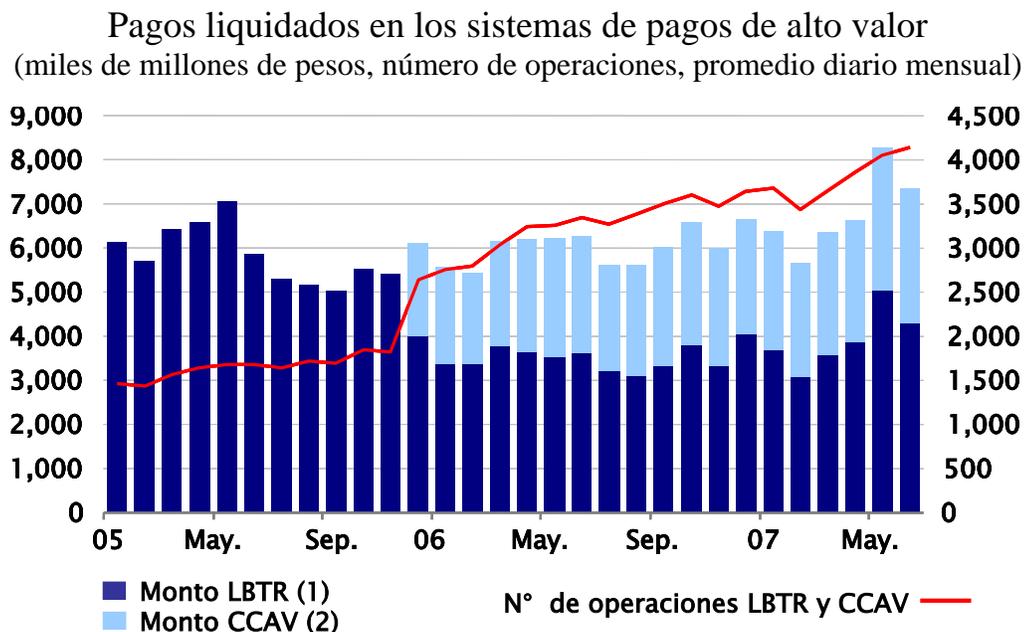
Con todo, la contribución del banco central al desarrollo del mercado de capitales ha cubierto diversas áreas del sistema financiero, las cuales resumo a continuación:

3.1 Infraestructura de pagos

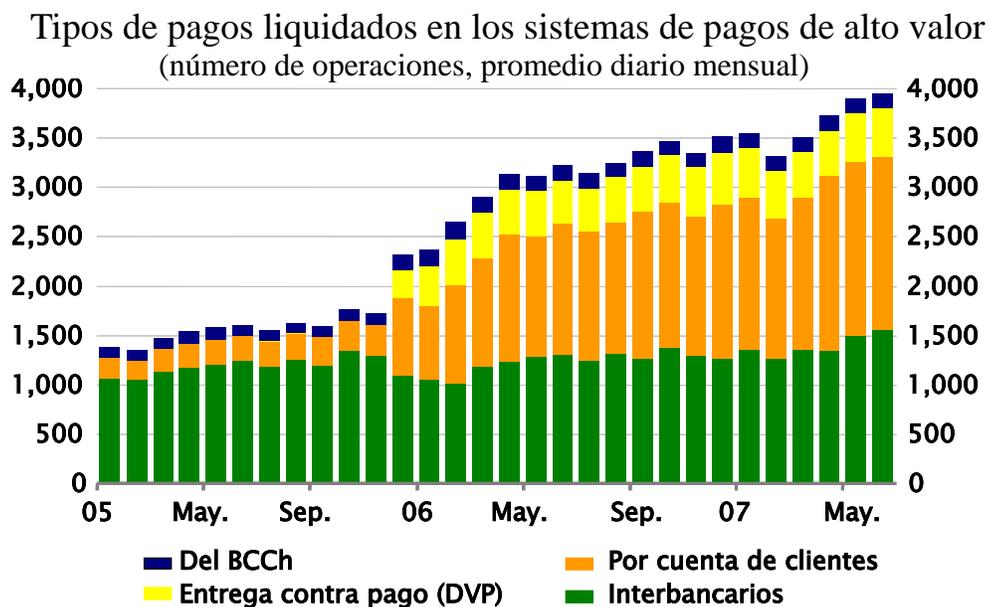
El año 2000, el Consejo del Banco Central resolvió adoptar un programa de modernización orientado a que los sistemas de pagos de nuestro país convergieran a los estándares internacionales en esta materia. Nuestro principal objetivo fue aumentar la eficiencia y la seguridad de los sistemas de pagos de alto valor que operan en el país. Uno de los hitos más relevantes de este programa fue la puesta en marcha del Sistema LBTR en abril de 2004. El LBTR es un sistema electrónico de pagos interbancarios con liquidación bruta y en tiempo real, operado por el Banco Central y al cual tienen acceso todos los bancos establecidos en Chile.

Sin perjuicio del funcionamiento del sistema LBTR, y reconociendo la utilidad de los esquemas de neteo o compensación de liquidación de pagos, el Banco Central autorizó a fines de 2005 la operación de la “Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor en

Moneda Nacional” (CCAV), empresa que es operada por una empresa de apoyo al giro bancario, Combanc S.A. Los pagos realizados a través de esta Cámara son definitivos e irrevocables y una vez completado su ciclo diario de negocios, el resultado del proceso de compensación se liquida finalmente a través del Sistema LBTR. El desarrollo de estos sistemas ha sido sostenido: i) el número de operaciones cursadas entre ambos se ha más que duplicado desde sus inicios; ii) el mayor uso del sistema se explica en gran parte por el aumento de operaciones cursadas por cuenta de terceros.



(1) Liquidación Bruta en Tiempo Real. (2) Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor.
Fuentes: Combanc y BCCh.



Fuentes: Combanc y BCCh.

A lo anterior, el Banco Central ha sumado otras iniciativas de modernización de los sistemas de pago que contribuyen a minimizar los riesgos operacionales y mejorar las condiciones de acceso al financiamiento de los bancos comerciales. En primer lugar, se destaca la modalidad de entrega contra pago de los títulos que se transan en el mercado monetario y, en segundo lugar, la disponibilidad de una Facilidad Permanente de Liquidez en moneda nacional (FLI), implementada en enero de 2005.

Quedan todavía diversos aspectos que modernizar en nuestro sistema de pagos y el Banco Central se encuentra activamente evaluando y participando en dichas iniciativas. En el primer caso, está pendiente el desafío de aumentar la seguridad de las liquidaciones y compensaciones de las operaciones en moneda extranjera. En el segundo caso, el Banco Central ha participado en el desarrollo de un Sistema de Compensación y Liquidación de Valores que se traducirá en la creación de una Cámara de Contraparte Central. Este proyecto, impulsado por Hacienda y que se encuentra en las fases iniciales de su tramitación legal, permitirá operar con una mayor certidumbre legal de las transacciones y mejorar las condiciones de seguridad de las operaciones del mercado bursátil.

3.2 Estructura de la deuda del Banco

El Banco Central, durante los noventa fue el principal emisor de deuda pública de largo plazo, situación que ha variado un tanto en los últimos años con las emisiones por cuenta de la Tesorería. En todo caso, el mercado de instrumentos de largo plazo ya presentaba un interesante grado de desarrollo desde mediados de los años ochenta, producto de la emisión de letras de crédito hipotecario utilizadas para financiar la compra de activos inmobiliarios. Este desarrollo fue posible, en buena medida, por la demanda por instrumentos de inversión de largo plazo creada por la sostenida acumulación de fondos de ahorro de la industria de Fondos de Pensiones, los esfuerzos del Banco Central por controlar la inflación y la existencia de una unidad de indexación ampliamente aceptada en la economía.

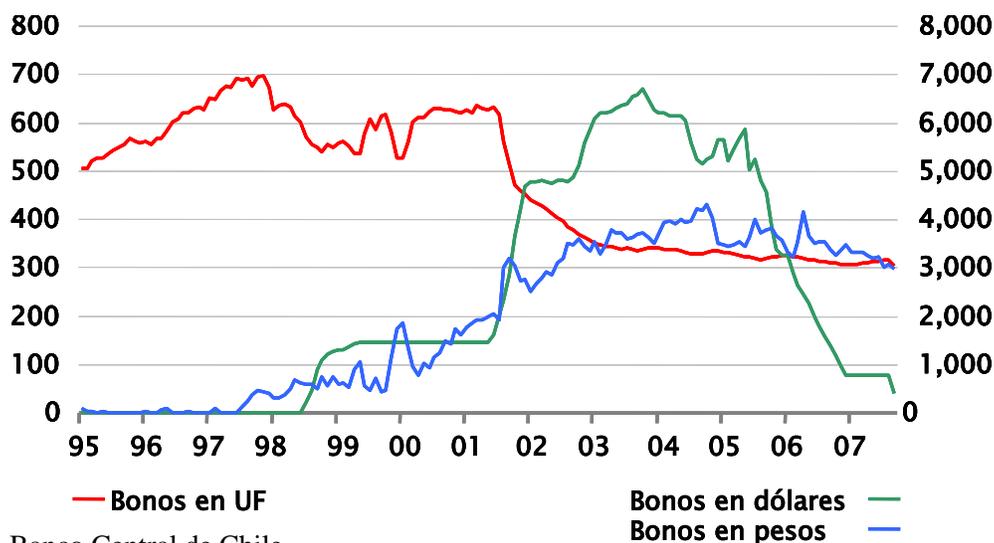
Tradicionalmente, nuestros papeles de largo plazo, conocidos como PRCs, eran denominados en unidades de fomento (UF) y estructurados para ser pagados en la forma de cupones semianuales iguales, es decir, incluyendo la amortización del capital. Dicha estructura dificultaba de sobremanera la estimación de la curva de rendimiento y la creación de mercados profundos en distintos tramos de la curva.

Producto de lo anterior, el Banco Central, en agosto de 2002 decidió reestructurar la composición de su deuda, dando lugar a la emisión bonos tipo bullet, que solo consideran cupones de pago de interés durante la vida del bono, en tanto que el capital se cancela al vencimiento del último cupón. Así, se emitieron bonos en pesos, denominados BCP, a 2 y 5 años y bonos en UF, denominados BCU, a 5 y 10 años, respectivamente. También se emitieron instrumentos en dólares, denominados y pagaderos en pesos, BCD, y denominados y pagaderos en dicha moneda, BCX, a plazos de 2 a 5 años. Posteriormente, el año 2004 se emitieron los primeros BCP a un plazo más largo, 10 años.

Los objetivos de esta iniciativa fueron: i) Modificar la composición de la deuda de largo plazo del Banco Central, para aumentar la participación de la deuda en pesos y el plazo promedio de la misma; ii) Adoptar estándares internacionales para la emisión de títulos de

deuda del Banco Central; iii) Fortalecer la colocación de títulos *benchmark*, con un tamaño mínimo por emisión, mediante el uso de reaperturas, recompras y canje de instrumentos.

Stock de instrumentos de deuda del BCCh
(millones de UF, millones de dólares y miles de millones de pesos)

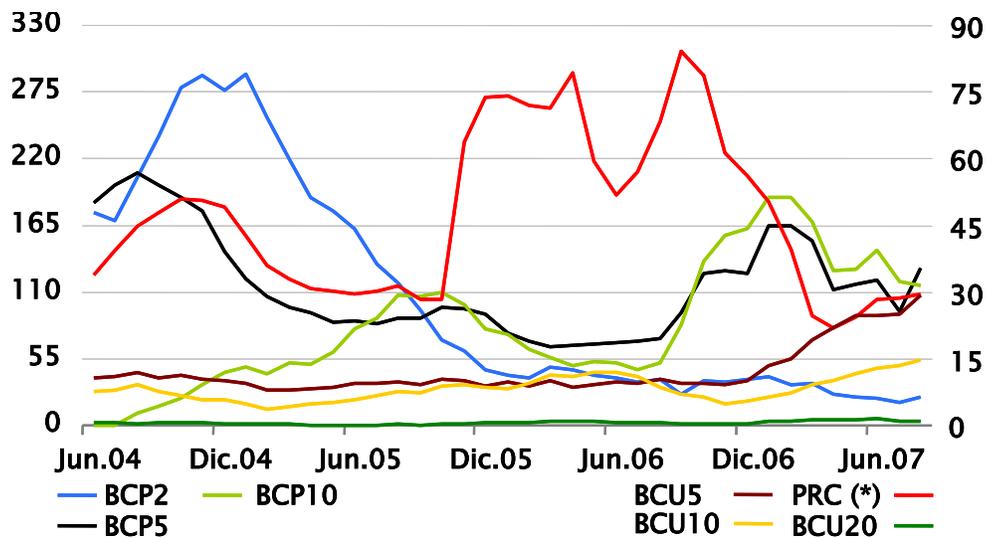


Fuente: Banco Central de Chile.

Esta modernización permitió asimismo reforzar la decisión del Consejo del Banco Central de nominalizar la conducción de la política monetaria adoptada en agosto de 2001, cuando reemplazó la TPM indizada a la UF por una TPM nominal. A su vez, la nominalización de la política monetaria puso fin a un régimen monetario que duró 16 años, asimilando la conducción monetaria a la práctica adoptada por los demás bancos centrales del mundo que conducen política monetaria de manera activa.

En la práctica, la nominalización de la política monetaria y la reestructuración de la deuda del Banco Central, en conjunto, facilitaron el *pricing* y comparación con instrumentos similares de mercados de capitales desarrollados, permitiendo, además, la determinación de spreads y la colocación de instrumentos de deuda privados en el mercado local.

Transacciones de instrumentos de deuda del BCCh
(millones de pesos, millones de UF, medias móviles 6 meses)



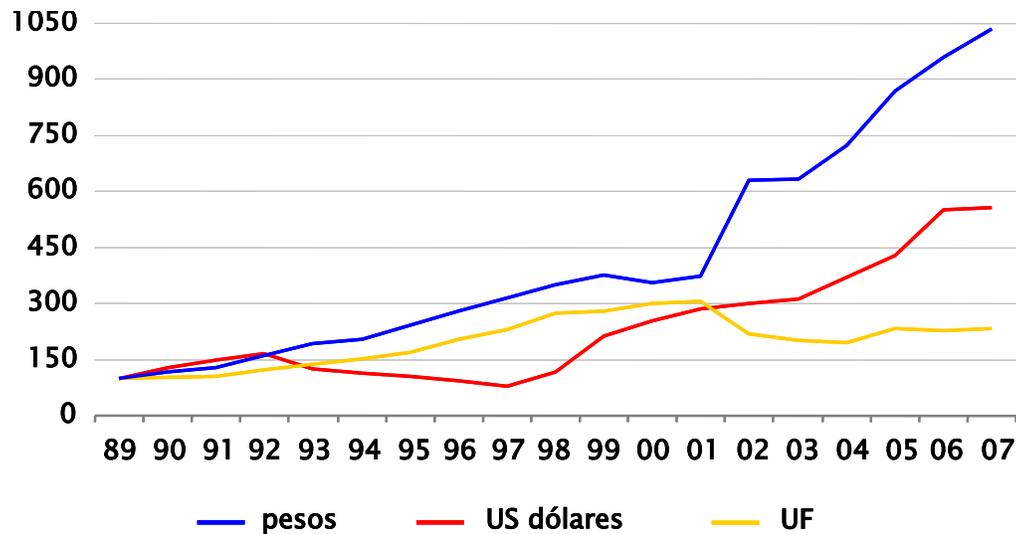
(*) considera todas las emisiones de PRC.
Fuente: Banco Central de Chile.

3.3 Riesgos financieros y de mercado

En otro plano, la regulación del sistema bancario fue modernizada y puesta en línea con las mejores prácticas internacionales con la aprobación por parte del Banco Central de nuevas normativas sobre la administración del riesgo de liquidez y la administración de los riesgos de mercado, que considera los riesgos de tipo de cambio, de tasa de interés y de inflación.

El crecimiento del mercado de depósitos bancarios ha sido muy importante en los últimos años, destacando la creciente participación de los depósitos expresados en pesos, desarrollo congruente con la nominalización.

Evolución de los depósitos a plazo bancarios por tipo de moneda
(Cifras convertidas a precios de 2006; índice base 100 =1989)



Fuente: Elaboración propia sobre información SBIF.

Entre las innovaciones en materia de regulación destaca, en primer lugar, y luego de un período de colaboración con la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) y en consulta a la industria bancaria, la publicación en octubre de 2003 de la nueva normativa de liquidez. Esta normativa mantuvo la estructura de descalce de plazos presente en la regulación anterior, pero introdujo cambios sustanciales en cuanto a los requerimientos explícitos de una política de administración de la liquidez de los bancos y de una mayor transparencia de la información que se pone a disposición del mercado. Se introdujo, además, la distinción entre deudores o acreedores mayoristas y minoristas y entre plazos contractuales y plazos ajustados, con el objeto de aproximar la regulación a las condiciones específicas que enfrentan los diversos bancos que participan en nuestro mercado.

Posteriormente, durante el segundo semestre de 2004 y nuevamente en coordinación con la SBIF y en colaboración con la industria, se reemplazó la normativa sobre riesgos de mercado vigente por una normativa que consideró las mejores prácticas y recomendaciones del Comité de Supervisión Bancaria del Banco de Pagos Internacionales, pero adaptada a la realidad de nuestro mercado. Esta normativa mantuvo la línea adoptada previamente en la normativa de liquidez de requerir la existencia de una política explícita para enfrentar los riesgos de mercado de las instituciones financieras. En un sentido, esta normativa introdujo una mayor flexibilidad en cuanto al manejo de los riesgos de mercado puesto que permitió a los bancos optar a un perfil de riesgos más apropiado a su estrategia de negocios.

Un desarrollo muy importante que introdujo esta normativa es la posibilidad que ahora tienen algunos bancos, previa autorización de la SBIF, de emitir opciones sobre monedas y

tasas de interés, lo que ha contribuido a ampliar la gama de servicios financieros que pueden encontrar en el mercado local.

Asimismo, tanto la normativa de riesgo de mercado como de riesgo de liquidez introducen los conceptos de pruebas de tensión y pruebas retrospectivas. Los bancos deben realizar, periódicamente, ejercicios de tensión respecto de cambios predeterminados en las tasas de interés y en los tipos de cambios, y ver su impacto sobre la solvencia de las instituciones. Estos ejercicios permiten revelar potenciales vulnerabilidades de los bancos frente a determinados escenarios que implican un riesgo para la estabilidad financiera.

3.4 Otros desarrollos normativos

En fecha reciente, se modificó la norma de captación de fondos e intermediación financiera de las empresas bancarias la cual, acorde con las normativas de riesgo de mercado y de liquidez comentadas previamente, considera una mayor flexibilidad en las operaciones bancarias en cuanto a tasas, monedas y plazos. Esta normativa también simplificó la normativa de préstamo de valores entre instituciones permitiendo que mediante su desarrollo aumente la liquidez del mercado monetario.

Recientemente, el Círculo de Finanzas de ICARE publicó un documento que contiene varias propuestas de modernización del mercado de capitales. Estas iniciativas revelan la importancia que tiene no solo para las autoridades reguladoras y supervisoras la continua promoción de un mercado más profundo y robusto.

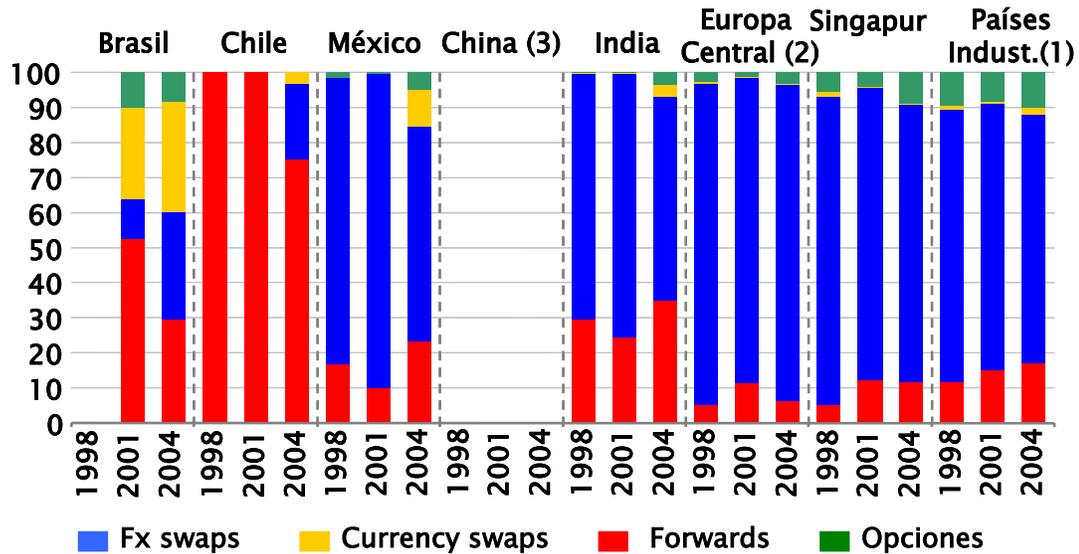
4. Consideraciones finales: próximos desafíos

El mercado de capitales chileno ha experimentado un notable desarrollo en los últimos años, como lo refleja el fuerte crecimiento de las colocaciones de bonos corporativos y de las administradoras de Fondos Mutuos. Sin embargo, estimo que todavía hay espacio para seguir estimulado su crecimiento. En particular, es necesario incrementar la liquidez del mercado monetario y de los instrumentos de deuda en general en todos los tramos de la curva y la integración con los mercados internacionales. Una mayor liquidez del mercado permitiría ampliar la base de inversionistas tanto nacionales como extranjeros, y hacer más eficiente la implementación de la política monetaria.

Es importante continuar gradualmente ampliando la gama de servicios financieros disponibles en nuestro mercado de capitales puesto que la innovación financiera contribuye a completar el mercado permitiendo a los agentes domésticos cubrirse de diversos escenarios de riesgo tanto internos como externos.

Por ejemplo, la comparación internacional sugiere que la estructura de operaciones de derivados dista todavía de los niveles observados en otros países:

Transacción de derivados de tipo de cambio, por instrumento
(distribución porcentual a partir del promedio diario en millones de dólares)

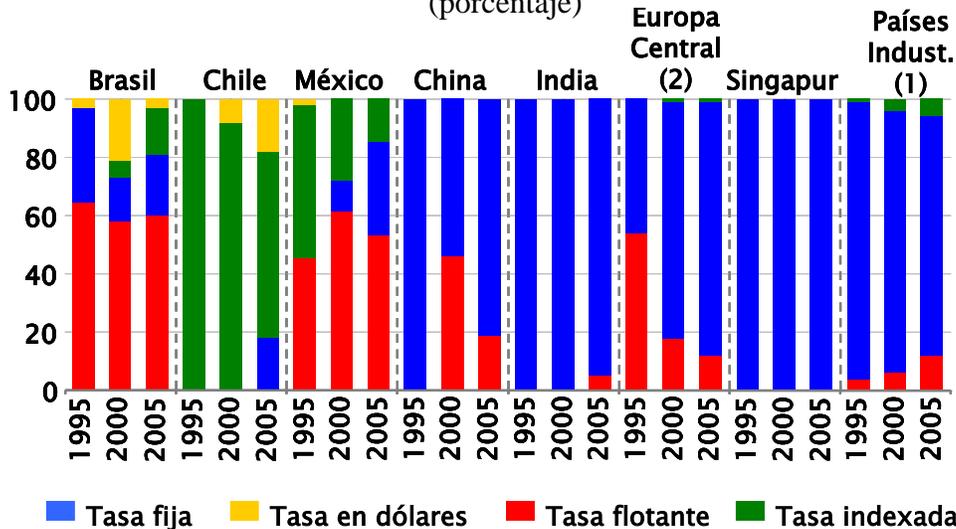


(1) Países industrializados: Australia, Bélgica, Canadá, Alemania, España, Reino Unido y Estados Unidos. (2) Europa Central: Rep. Checa, Hungría, Polonia y Rusia. (3) Para China no existen datos disponibles.

Fuentes: BIS Triennial Central Bank Surveys on Foreign Exchange and Derivative Market Activity.

En términos de la estructura de mercado, todavía Chile exhibe características de una economía altamente indexada a la UF, pero se evidencia una tendencia a un mayor número de operaciones a tasa fija, en línea con otros mercados de capitales:

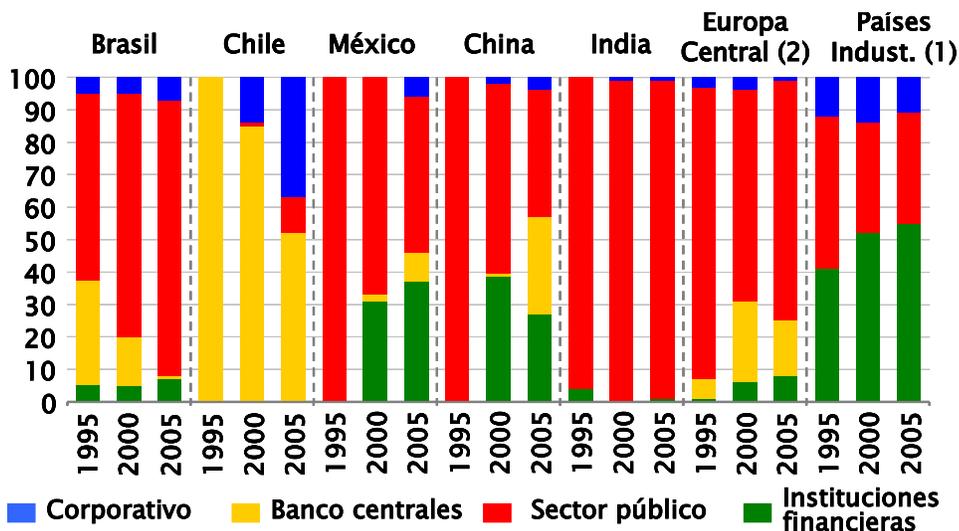
Stock de bonos emitidos localmente por condiciones de tasa
(porcentaje)



(1) Países industrializados: Australia, Bélgica, Canadá, Alemania, España, Reino Unido y Estados Unidos. (2) Europa Central: Rep. Checa, Hungría, Polonia y Rusia. Fuentes: Working group survey del CGFS, BIS.

También se observa en Chile características particulares sobre su estructura de emisores con una importancia relevante para el Banco Central. Sin embargo, lo más destacable es la creciente presencia de emisores privados, empresas básicamente, en la estructura global de instrumentos.

Composición de emisores de valores de deuda
(porcentaje de la deuda doméstica vigente)



(1) Países industrializados: Australia, Bélgica, Canadá, Alemania, España, Reino Unido y Estados Unidos. (2) Europa Central: Rep. Checa, Hungría, Polonia y Rusia. Fuentes: Working Group Survey del CGFS, FMI, BIS.

No obstante, este desarrollo debe ir acompañado necesariamente de una mayor disciplina de mercado por parte los agentes financieros y no financieros. Esto debería traducirse en una mayor transparencia de los estados financieros y notas explicativas de los principales agentes. La disponibilidad de una especie de “mapa” de activos y pasivos por tipo de agente (empresas corporativas, institucionales, gobierno, hogares) permitiría que los inversionistas, supervisores y reguladores fueran capaces de identificar clara y oportunamente donde se estarían incubando los riesgos de crédito, de mercado y operacional, que pudieran poner en peligro la estabilidad financiera de la economía.