

BENEFICIOS DE UN MERCADO DE CAPITALES EFICIENTE Y BIEN REGULADO

Por Javier García, CFA.

*“...De acuerdo, pero aparte de la sanitización, medicina, educación, vino, orden público, regadío, caminos, sistema de agua potable y salud pública; qué han hecho los Romanos por nosotros...”*¹ se preguntaba Reg, caracterizado por John Cleese, líder del Frente Popular de Judea en la película de Monty Python *“Life of Brian”* (1979), en una escena en que intentando convencer a sus pares que es necesario expulsar de sus tierras a los Romanos, quienes los han invadido y les han impuesto un sistema de vida, insinuando que nada bueno ha salido de ello, sólo para darse cuenta irónicamente que el imperio les ha aportado muchos beneficios que han hecho sus vidas objetivamente mejores en varias dimensiones que no valoran, por anteponer a todo raciocinio la premisa que la invasión Romana es mala y debe terminar. Esto refleja que cuando los beneficios del desarrollo se incorporan a la vida cotidiana, uno tiende a perder la noción de cuán valiosos son dichos beneficios. O por otro lado, cuando todo progreso se mide con una sola vara, como en los tiempos actuales que se plantea una falsa dicotomía de que los beneficios del desarrollo no son lo suficientemente buenos por no llegar con todo a todos, y por ende son malos, eso supone despreciar todos los efectos positivos del desarrollo por no alcanzar un beneficio específico, sin detenerse en valorar lo mucho que hemos avanzado desde donde nos encontrábamos hace algunas décadas. ¿Alguien se imagina hoy como sería la vida sin internet? Tal vez no, está demasiado incorporada en nuestro quehacer diario, pero todos nos quejamos cuando encontramos que nuestra conexión no es lo suficientemente veloz.

Esa lógica, a mi modo de ver errada, suele utilizarse en la discusión pública cuando se habla del beneficio de tener mercados de capitales profundos y bien regulados. El problema parece ser entonces que, ante la falta de un relato simple y romántico de las virtudes de un buen mercado de capitales, ese vacío es llenado por un relato de defectos y desigualdades. ¿Cómo explicar los beneficios de un mercado de capitales profundo y bien regulado? En particular, cómo llegar al ciudadano común a quién le suena ajeno ese concepto, tanto que nunca entraría en la pauta de un matinal; cuando pareciera que los mercados de capitales son lugares en los que confluyen las grandes fortunas y empresas de mayor tamaño, para beneficiarse del acceso a capital e invertir su patrimonio. En lo sucesivo, intento acercar y ejemplificar esos beneficios de tener un buen mercado de capitales, para así aportar a la discusión pública.

A modo de definición, el mercado de capitales es el lugar o la institución (conceptualmente hablando, en realidad es un conjunto de leyes, normas, instituciones estatales y privadas, y actores económicos) en la que aquellos actores que requieren capital para financiar sus proyectos de inversión se encuentran con quienes poseen ahorros y desean invertirlos para obtener rentabilidad.

Los mercados no son nuevos, no son un invento de los últimos 30 años, ya existían incluso mucho antes que Adam Smith sentara las bases del capitalismo en siglo XVIII. Hay registros de mercados en los que se compraban, vendían, financiaban y promesaban productos agrícolas en Asiria, Babilonia, India y el lejano oriente desde el

¹“...” All right, but apart from sanitation, the medicine, education, wine, public, order, irrigation, roads, a fresh water system, and

public health, what have the Romans ever done for us? “, Monty Python’s *Life of Brian* (1979)

2000 AC. Peter Temin² nos muestra que el sistema financiero en la antigua Roma era lo suficientemente sofisticado para incluir servicios bancarios, custodia, comercio exterior y la transacción de notas de crédito que financiaban comercio y emprendimientos en todos los confines del imperio. Incluso los mercados de acciones (hoy la cara más visible de los mercados de capitales) preceden a Adam Smith, nacen con la venta de acciones de la *Dutch East India Company*, en la bolsa de Amsterdam en 1606. Lo relevante de todo esto, es que el desarrollo de un mercado de capitales para un país está positivamente correlacionado con su crecimiento económico³, y el crecimiento económico está positivamente correlacionado con el desarrollo humano.

Los beneficios de tener un mercado de capitales profundo y bien regulado para la economía de un país han sido ampliamente estudiados: asignación eficiente de capital de aquellos actores que poseen excedentes y buscan ahorrar e invertir, hacia aquellos actores que poseen proyectos de inversión y requieren capital, mayor transparencia, mayor eficiencia, descubrimiento de precios, manejo de riesgo más eficiente, mejor distribución del crédito, mejor implementación de la política fiscal y monetaria, menor dependencia de financiamiento externo, mejor absorción del impacto de shocks económicos externos, etc⁴. Sin embargo, poco se ahonda en los beneficios que traen los mercados de capitales para las personas, en particular, para aquellas que no participan directamente de los mercados pero que se benefician de su actuar cotidianamente, muchas veces de formas que pasan desapercibidas y que, por estar incorporadas en nuestra vida diaria, no valoramos.

A grandes rasgos podríamos clasificar los beneficios de los mercados de capitales para el ciudadano común en corriente en tres áreas: Mayor efectividad y transparencia de las políticas

macroeconómicas que afectan a las personas, más y mejor acceso a productos y servicios financieros; y finalmente, más y mejor acceso a otros productos y servicios no financieros.

En el primer grupo de beneficios, nos encontramos que el mercado de capitales facilita la ejecución de la política fiscal y de la conducción de la política monetaria de un país. En el primer caso, un mercado de capitales desarrollado permite al gobierno financiar localmente déficits presupuestarios y necesidades urgentes de fondos, reduciendo así costos para el estado y evitando el riesgo de tipo de cambio asociado a ocupar financiamiento externo. Esto ha sido particularmente evidente durante la pandemia, en 2020 se emitieron USD 13.000 millones de deuda estatal (9 mil millones estaban considerados originalmente en el presupuesto 2020 y 4 mil millones extra fueron autorizados para financiar programas de emergencia producto de la pandemia), de los cuales USD 7.800 millones fueron levantados en el mercado local. Para 2021 la cifra aumentará a USD 21.000 millones, de los cuales a la fecha ya se han levantado USD 3.500 millones en el mercado local⁵, incluyendo USD 1.100 millones luego del anuncio del IFE universal. Podemos decir con propiedad que el mercado de capitales ha acudido en auxilio de las familias y empresas chilenas cuando estas más lo han necesitado.

Además, un mercado de capitales es esencial en permitir una adecuada conducción de la política monetaria, lo que hemos experimentado desde hace décadas en la forma de una inflación controlada, a través de facilitar una transmisión eficiente de la política monetaria. Pero el mercado entrega también herramientas al Banco Central para mantener la estabilidad financiera, lo que ha sido confirmado recientemente por Mario Marcel, Presidente del Banco Central de Chile, en la presentación del IPOM, señalando que el Banco ha

² Temin, Peter, *Financial Intermediation in the Early Roman Empire*, (Massachusetts Institute of Technology, Working Paper 02-39, October 2002)

³ Farrelly, Leo. (2018). Investigating the Relationship Between Capital Markets and Economic Growth. 10.13140/RG.2.2.20488.52485.

⁴Para mayor detalle en los beneficios de un mercado de capitales para un país, ver Laeven, Luc, *The Development of Local Capital*

Markets: Rationale and Challenges, (IMF Working Paper, 14/234, December 2014) o Narayanaswamy, Blitzer and Carvajal, *The Importance of Local Capital Markets for Financing Development*, (EM Compass Note 28, IFC, January 2017)

⁵ Resúmen Emisiones de Deuda Pública. <https://www.hacienda.cl/areas-de-trabajo/finanzas-internacionales/oficina-de-la-deuda-publica/plan-emision-2021/resumen-colocaciones-2021>



utilizado sus atribuciones para minimizar los efectos de la liquidación de activos financieros con ocasión de los retiros de fondos de pensiones aprobados por el parlamento. Sin un mercado de capitales eficiente, la capacidad del central de intervenir se reduce, y, por ende, los efectos en alzas de tasas de interés y en pérdidas de valor de los fondos de pensiones de todos los afiliados habrían sido considerablemente mayores.

En el segundo grupo de beneficios para el ciudadano común, nos encontramos con el rol que cumplen los mercados de capitales (y los inversionistas institucionales) en proveer financiamiento de largo plazo a los activos y proyectos de las personas y empresas, permitiendo así un mejor manejo de los costos y plazos de la inversión. Un par de historias (personales) para ejemplificar este punto: Mi Abuelo financió su casa en los años 50s con un crédito de la caja de empleados particulares (EMPAR), para la cual tuvo que cotizar varios años y ahorrar para su vivienda antes de acceder al crédito. Mi Papá financió su primera casa en los años 70s con un crédito en Ahorromet, una Asociación de Ahorro y Préstamo (AAP). Al igual que mi abuelo, tuvo que ahorrar algunos años en la AAP antes de poder acceder al crédito. Luego, en los 90s compró su segunda casa con un crédito bancario mediante una letra de crédito a 15 años y UF + 8% de tasa. Ahí el proceso fue más rápido pero las letras no garantizaban el monto a financiar, eso dependía del resultado de un remate en la bolsa, pero fue más rápido que con una AAP. Luego fue mi turno y en los 2010s compré mi primer hogar con un mutuo hipotecario endosable, a 20 años por el monto que necesitaba y a UF + 3%. Todo el proceso duró 90 días. Había financiamiento más largo (aún lo hay), tasas fijas o flotantes y otras opciones. En 3 generaciones, un mercado de capitales cada vez más desarrollado y profundo nos ayudó a muchas familias chilenas acceder más rápido, con menores costos y más alternativas de financiamiento a la vivienda propia.

Y el mercado de capitales no sólo nos ayudó con la vivienda propia, nos dio más y mejor acceso a créditos de consumo en diversos actores no bancarios (p.e. Retail, que ha sido un frecuente emisor de bonos para financiar crédito de consumo), y ha permitido el desarrollo de una serie

de empresas que ofrecen alternativas de ahorros e inversión a las personas, los mismos actores en los que según el último IPOM, se han depositado cerca del 60% de los retiros de las AFPs que se han hecho a la fecha. ¿se imaginan USD 30.000 millones guardados bajo colchones? Gracias a que existe un mercado de capitales podemos dejar los colchones para soñar, y usar el mercado de capitales para materializar sueños.

En el tercer grupo de beneficios, encontramos que el mercado de capitales también ha ayudado a proveer otros bienes y servicios no financieros que mejoran tangiblemente la vida de las personas. Por ejemplo, también nos ayudó a desplazarnos más rápido. Volvamos a la historias personales: Fui de vacaciones por primera vez a la Serena (480 km al norte de Santiago) en 1990. En esa época, la carretera panamericana era de una sola vía por lado, había que pasar la cuesta de El Melón a la salida de Santiago y era mejor tener un amplio repertorio de canciones y juegos para entretener a los niños porque el viaje era largo. 8 horas nos demoramos en 1990 (pudo haber sido menos, pero nos tocó un camión en el viejo puente sobre el río Limari, cuando a mi madre ya se le había agotado el repertorio). Hoy el trayecto puedes completarlo tranquilamente en 5 horas, gracias a una eficiente red de carreteras, hacia el norte y el sur, financiadas en su mayoría a través de bonos en los mercados de capitales. Podemos decir que el mercado de capitales nos mejoró las vacaciones (y le dio algo de respiro a las madres modernas). Pero no sólo las vacaciones mejoraron, conectamos mejor las ciudades, hicimos que la carga se desplazara más rápido y más barato, permitiendo que productos y servicios se desplacen más rápido por nuestro país. Pero, por si los viajes de las vacaciones no fueran suficiente beneficio (después de todo, 6 horas ahorradas representan sólo el 2% de unas vacaciones de 2 semanas al año), también nos ahorraron tiempo todos los días: Cuando entré a la universidad, a mediados de los años 90s, me demoraba 1 hora y 15 minutos (podía ser 1 hora como podía ser 1 hora y media también) arriba de un bus desde el paradero cerca de mi casa, hasta la puerta de mi universidad. Cuando llovía era más, porque el bus andaba más lento y porque la calle en que quedaba la entrada a la universidad se inundaba y el bus no nos podía dejar al frente,



obligándome a caminar algunas cuadras bajo la lluvia, sorteando pozas para llegar a clases. Con la apertura de la línea 5 del Metro de Santiago en 1997, el trayecto se redujo a 45 minutos, y la variabilidad bajó muchísimo, permitiéndome no sólo dormir más (cualquier universitario sabe el valor infinito que tienen 30 minutos más de sueño en la mañana) sino que, al tener mayor certeza del tiempo de desplazamiento, también era más fácil planificar mejor mi día. No es de extrañar que la expansión del Metro de Santiago fue facilitada por la existencia de un mercado de capitales local, en el que Metro ha emitido importantes cantidades de deuda. También acudieron al mercado en su momento diferentes empresas para financiar sus proyectos de generación y transmisión de energía, permitiendo el importante avance de las energías limpias en nuestro país, o la interconexión de los sistemas norte y central, lo que permite dar estabilidad al sistema eléctrico. Aguas Andinas fue capaz de financiar sus inversiones para tratar y descontaminar las aguas de los ríos y cursos de agua en la RM y contar con estanques de reservas para 36 horas de suministro de agua potable de emergencia, lo que de paso le quitó el “aroma” al río Mapocho, que nos ahogaba todos los veranos. De la misma forma, un sinnúmero de proyectos de infraestructura y empresas acudieron a los mercados de capitales para financiar su inversión de largo plazo, lo que a la larga se tradujo en mayor dinamismo de la economía, mayor crecimiento y ayudó a la creación de miles de puestos de trabajo, muchos de ellos en el sector de servicios financieros, que a ser un sector regulado, por lo general ofrece empleos formales y bien remunerados.

Así, volviendo a la vida de Brian y aplicándola al caso del mercado de capitales chileno, alguien como Reg podría encontrarse en una airada conversación en la que por despotricar contra un desarrollo que no le gusta porque a lo mejor no ha beneficiado a todos por igual o no ha conseguido algún logro específico, termine por obviar todas las bondades que le ha traído a Chile tener un buen mercado de capitales. A lo mejor como Reg terminará preguntándose *“bueno, pero aparte de créditos hipotecarios largos y baratos, variadas alternativas de ahorro e inversión, créditos de consumo, mayor crecimiento económico, más y*

mejores empleos en el sector financiero, mejores servicios básicos, producción de energía más limpia, menores impactos de los shocks externos, menor inflación, viajes a la playa más cortos, más horas de sueño para los estudiantes universitarios; Qué ha hecho el mercado de capitales por nosotros?”

