

INTEGRACIÓN Y DESARROLLO FINANCIERO EN LA ALIANZA DEL PACÍFICO

GENEVIÈVE MARCHINI*

La Alianza del Pacífico (AP), creada en abril de 2011 y que reúne a Chile, Colombia, México y Perú, se plantea la integración económica profunda mediante políticas de liberalización —comercial, de flujos de inversión y de personas— y mecanismos de cooperación concebidos como herramientas para fomentar la competitividad de sus miembros, mejorar su inserción en la economía global, impulsar un crecimiento económico más rápido y proyectarse hacia el Asia-Pacífico, la región más dinámica del mundo en términos económicos.

En el plano formal, los avances logrados por esta entidad han sido rápidos: entre los momentos claves de la nueva agrupación sobresalen por su importancia la creación de la Plataforma de Cooperación del Pacífico (4/12/2011), el Acuerdo Marco (6/6/2012) y el Protocolo Adicional del Acuerdo Marco, firmado el 10 de febrero de 2014 —en vigor desde 2016— que estipula los acuerdos tomados en materia de liberalización del comercio de bienes y servicios, inversión, reglas de origen, facilitación comercial y cooperación aduanera, contratación pública y solución de diferencias. De no menor importancia ha sido la constitución del Consejo Empresarial de la AP el 29 de agosto de 2012, que señala la cercanía de la AP con el sector privado a la vez que la dota de una institucionalidad cercana a la de APEC (Asia-Pacific Economic Cooperation) de la cual son miembros Chile, México y Perú.

A la vez, estos “Pumas del Pacífico”, según el exitoso término acuñado por George (2014), han suscitado en sus seis años de existencia el interés por parte de numerosos países: la AP cuenta hoy con 52 observadores de los cinco continentes, 14 en las Américas,¹ dos en África, ocho en Asia, dos

* DEP-CUCSH Universidad de Guadalajara.

¹ Entre los ausentes, cabe señalar Brasil y Venezuela, mientras la participación de Argentina es reciente.

en Oceanía y 26 en Europa y; se planteó en 2017 negociar colectivamente Acuerdos de Libre Comercio con cuatro países asociados al mecanismo (Australia, Canadá, Nueva-Zelanda y Singapur).

Sin entrar en aspectos políticos o de integración regional, y limitándonos al plano económico, este nuevo mecanismo de integración suscita una serie de interrogantes relativas a su potencial y su alcance. Las principales preguntas que subyacen a este trabajo son las siguientes: ¿podrá la Alianza del Pacífico cumplir con sus objetivos, teniendo en cuenta que el punto de partida, es decir el nivel de vinculación económica inicial de los socios es bajo, en especial en el caso de México? ¿Podrá el enfoque “amigable con el mercado” promover un nuevo dinamismo de las relaciones comerciales, productivas y financieras entre los socios? ¿Qué papel desempeñarán los mecanismos de cooperación? Ubicándose en este contexto, este trabajo se propone analizar un aspecto específico del proceso de integración de los socios de la Alianza del Pacífico: los acuerdos que se están tomando en materia financiera que son innovadores y avanzan con cierto dinamismo. Estos comprenden, además de los acuerdos relativos a la inversión contenidos en el Protocolo Adicional, que ya entraron en vigor en 2016, la asociación de sus bolsas de valores, el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), creada en 2011 por los tres socios andinos y a la cual se integró en 2014 la Bolsa Mexicana de Valores, y más recientemente, nuevos esfuerzos de armonización regulatoria, en especial en materia de fondos de inversión y de pensiones. El análisis de estas iniciativas de carácter financiero presenta un interés tanto empírico como teórico debido a que se da entre países en desarrollo de ingreso medio y alto, integrados en la esfera financiera internacional tanto como receptores de flujos de fondos diversificados, como en forma más reciente, como emisores hacia los mercados globales y regionales. A la vez, con la excepción de Chile, sus esferas financieras internas permanecen relativamente menos desarrolladas que en otras economías de niveles de desarrollo similar, en Asia en particular.

Este texto busca por tanto establecer el alcance de los acuerdos e iniciativas en curso, discutiendo su capacidad de mejorar el financiamiento del desarrollo de los socios de la Alianza, a través de un fortalecimiento de los flujos de fondos intrarregionales y de una posible disminución de la vulnerabilidad externa de los socios ante reversiones de los flujos internacionales de capitales. Se organiza como sigue: analiza en una primera sección las características de la integración financiera de las cuatro economías de la AP en la economía global y en una segunda el desarrollo de sus sectores financieros internos. Una tercera sección sintetiza los acuerdos tomados en materia financiera mientras la última sección analiza los primeros resultados

de estas medidas y reflexiona acerca del potencial que representan para mejorar el financiamiento del desarrollo de los cuatro países.

PROFUNDIZACIÓN DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA: LOS PAÍSES DE LA ALIANZA DEL PACÍFICO EN TANTO IMPORTADORES NETOS DE CAPITALES

La integración de las economías en desarrollo en la esfera financiera internacional se ha profundizado en las dos últimas décadas, como lo indica la evolución de su Posición Financiera Internacional (PFI). Este agregado, que señala anualmente la composición y el monto de sus activos y pasivos internacionales muestra, que entre 1995 y 2015, la participación de estos países en los activos y pasivos internacionales globales medidos frente al PIB global, se ha elevado de un modesto 8% a cerca de 13%, una proporción todavía bastante menor a su participación agregada en el PIB global, que se expandió en el mismo periodo de 20 a 40% (Lane y Milesi-Ferretti, 2017: 10). Estas cifras subrayan que las economías emergentes y en desarrollo siguen siendo menos integradas financieramente que las economías desarrolladas, pero los avances de su internacionalización son notorios si comparamos el valor de sus activos y pasivos internacionales con su PIB agregado: sus pasivos totales se han elevado de algo más de 40% de su PIB agregado en 1995 a 60% en 2015, una proporción ligeramente menor que el máximo alcanzado en 2007, mientras sus activos crecían respectivamente de menos de 30% a 60% de su PIB agregado. Si la acumulación de activos de estos países como grupo se explica en más de la mitad por la trayectoria de las reservas internacionales chinas —China tiene una PFI superavitaria desde 2000—, la dinámica del lado de los pasivos se explica más por el comportamiento de los demás países del grupo, que tienden a ser importadores netos de capitales (Lane y Milesi-Ferretti, 2017:40-41). En términos netos y excluyendo a China, los principales activos de estos países consisten en reservas internacionales y en inversiones de portafolio, en forma de participaciones al capital; mientras sus pasivos netos incluyen en primer lugar la Inversión Extranjera Directa (IED), seguida de inversiones de portafolio en títulos de deuda, que han superado desde 2007 las otras inversiones (principalmente préstamos y depósitos bancarios) como segunda fuente de financiamiento externo.

¿Cuál ha sido la trayectoria de la PFI de los cuatro miembros de la Alianza del Pacífico? ¿Presenta tendencias similares o distintas a las observadas para los demás países emergentes y en desarrollo? Como lo señala la gráfica 1 que recoge la trayectoria de la PFI de los cuatro países entre 1990 y

2015 (Colombia y Perú), 1997 y 2015 (Chile), y 2001 y 2015 (México) —dependiendo de la disponibilidad de datos—, a lo largo de estos años, la integración internacional de los cuatro socios se ha profundizado y la composición de sus activos y pasivos ha seguido las pautas mostradas por el grupo de países en desarrollo y emergentes. A la vez, presenta una asimetría frente a este grupo de referencia: si excluimos a Chile, cuyos activos externos pasaron de 38% del PIB en 1997 a 131% de este mismo agregado en 2015, los demás países presentan activos externos crecientes frente a su PIB, pero cuyo nivel en 2015, cercano a 50% del PIB, es inferior a la razón para el grupo en su conjunto, alrededor de 60%. En contraste, sus pasivos superan los rangos calculados para las economías emergentes y en desarrollo: 83% del PIB en 2015 para Perú, 95% para Colombia, 97% para México y 150% para Chile. La PFI neta de estos países muestra por tanto un carácter deficitario en proporción del PIB que resulta superior al del grupo de referencia, aun excluyendo a China. El déficit es especialmente amplio en el caso de Colombia y México, y se ha profundizado notablemente para ambos países entre 2012 y 2015.

Los cuatro socios de la AP son importadores estructurales de capitales en razón de las características de su inserción en la economía global.² Inserción primario-exportadora para Chile, Colombia y Perú, plataforma de exportación insertada en la Cadenas Globales de Valor (CGV) manufactureras para México, en ninguno de los cuatro casos el modelo económico adoptado en las décadas de 1980-1990 autorizó un superávit comercial de una solidez comparable con lo ocurrido en los países de Asia del Este.³ Por otro lado, el recurso intensivo al financiamiento externo conlleva sus propios costos, y los *stocks* acumulados de IED, inversiones de portafolio y créditos generan salidas crecientes en la cuenta corriente por concepto de pagos de factores: utilidades, regalías, intereses. En suma, esta posición se asocia a una mayor vulnerabilidad a la volatilidad de los flujos de capitales internacionales, pudiendo exponerlos a “*sudden stops*” y ajustes forzados.

Los peligros potenciales para los cuatro países se han intensificado después de 2007. En efecto, la acumulación de pasivos ha mostrado un marcado carácter pro-cíclico. Fue especialmente rápida para todos los países de la AP en el periodo 2008-2012, que corresponde tanto a la expansión del programa de facilitación monetaria en Estados Unidos como a la elevada demanda china de materias primas que sostuvo el crecimiento económico

² Marchini (2015) analiza en mayor detalle la vulnerabilidad externa de las cuatro economías de la AP considerando los aspectos tanto comerciales como financieros.

³ El análisis de sus cuentas corrientes muestra que el desempeño a la exportación de Chile, Colombia y Perú es en extremo sensible a los ciclos de las cotizaciones de las materias primas, mientras la plataforma manufacturera mexicana se asocia a déficits comerciales estructurales.

rápido de los países andinos,⁴ frenándose posteriormente su ritmo de expansión, cuando ambas tendencias internacionales tienden a cambiar de signo. En términos anuales no se produjo una reversión de los flujos, salvo en el caso de los pasivos bancarios de Chile y Perú, que llegan a contraerse en términos nominales (gráfica 1). En suma, la mayor integración de los socios de la AP en la esfera financiera internacional después de 2007, ha respondido en buena parte a factores de orden internacional y se ha asociado a un mayor grado de exposición a flujos volátiles de tipo *carry-trade*. En efecto, aun cuando la IED, reputada menos volátil, constituye el primer pasivo externo de los cuatro países, reemplazando a la deuda bancaria de las décadas anteriores a 1980, se ha fortalecido el papel desempeñado por fondos muy volátiles, los pasivos de portafolio, en la actualidad la segunda fuente de fondos externos, y las otras inversiones de origen bancario, que han repuntado. Con la excepción de Colombia, la progresión más fuerte de estas entradas se ha dado entre 2007 y 2012, tanto en valor como en proporción del PIB. Entre 2007 y 2012, los *stocks* de inversiones de portafolio recibidas por Chile se triplicaron, de 19 961 a 61 411 millones de US\$, representando respectivamente 11% y 24% del PIB, mientras en México pasaban de 273 405 a 430 349 millones de US\$ (de 26 a 36% del PIB), y en Perú de 28 420 a 44 058 millones de US\$, disminuyendo sin embargo en porcentajes del PIB, de 28 a 23%. Las entradas de otras inversiones de tipo bancario siguen una tendencia similar, pero menos pronunciada.

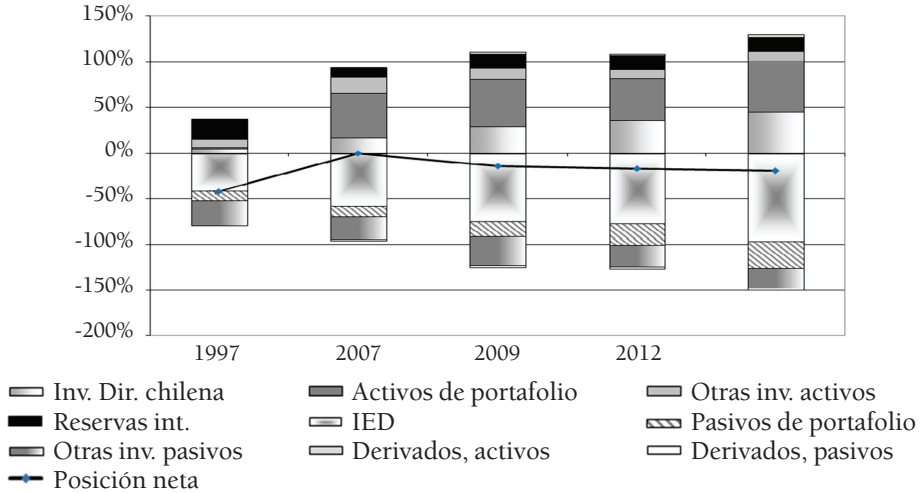
Entre 2012 y 2015, periodo marcado por salidas intempestivas de fondos vinculadas al “*taper tantrum*” y al deterioro de las perspectivas económicas de los países exportadores de materias primas, los *stocks* de inversiones de portafolio crecen menos en valor, elevando todavía su peso frente al PIB—40% en México en 2015, 30% en Chile, 25% en Perú—, mientras los acervos de otras inversiones reducen su crecimiento o incluso se contraen en término nominales en Chile y Perú. Colombia constituye una excepción, pues este país, menos integrado financieramente que los demás hasta 2012, acumula en este periodo importantes *stocks* de pasivos externos: IED, alza del *stock* de pasivos de portafolio de 41,825 a 71,031 millones de US\$, de 11.3 a 24.3% del PIB, elevación también de los pasivos de otras inversiones hasta sumar 19% del PIB en 2015, contra 12% en 2012. En 2015, México sumaba 58% de los pasivos externos de la Alianza del Pacífico, y 70% de sus pasivos de portafolio, una proporción bastante superior a su participación en el PIB de la agrupación.

En el exterior, exceptuando a Chile, la acumulación de activos externos de parte de los cuatro países se encuentra menos avanzada que en el pro-

⁴ No ha sido el caso para México, cuya dinámica de crecimiento responde a otros factores más vinculados a la coyuntura de América del Norte.

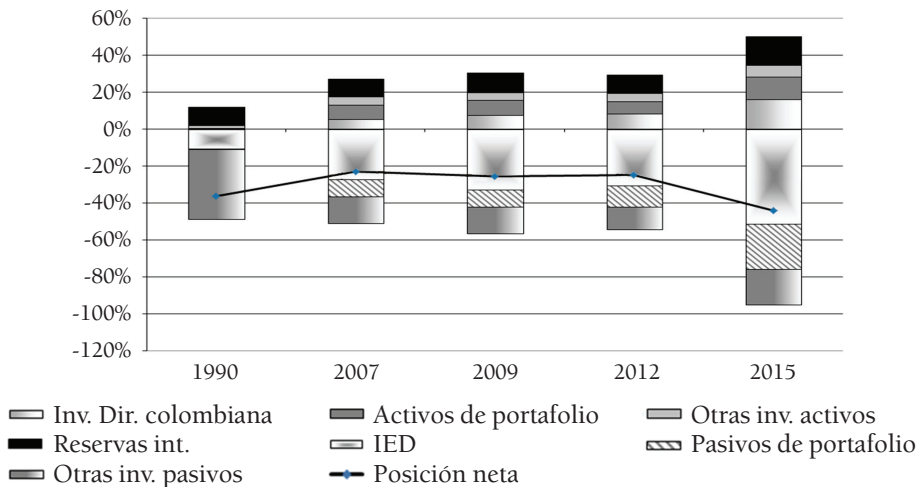
GRÁFICAS 1A A 1D
 ALIANZA DEL PACÍFICO, POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL

GRÁFICA 1A
 CHILE: POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (1997-2015)
 EN PORCENTAJES DEL PIB



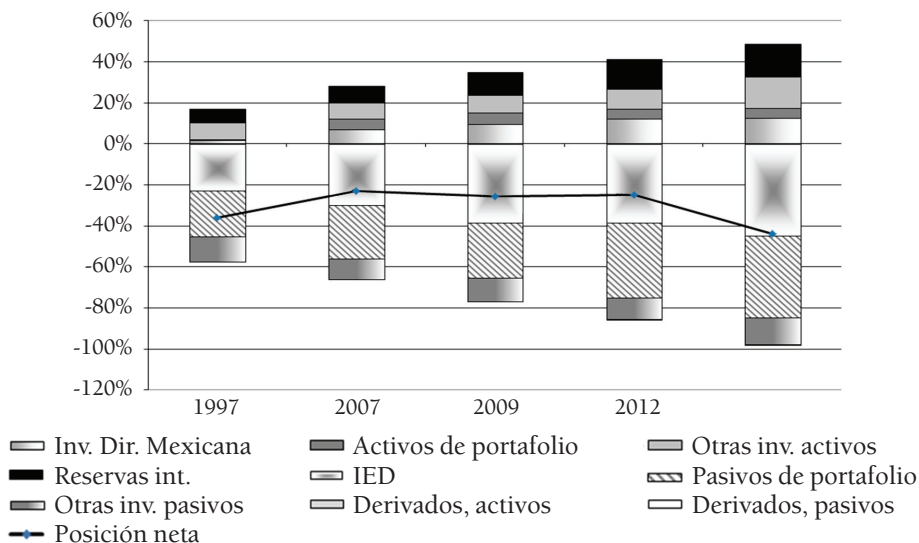
FUENTE: cálculos propios con datos de IFS, FMI.

GRÁFICA 1B
 COLOMBIA: POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (1990-2015)
 EN PORCENTAJES DEL PIB



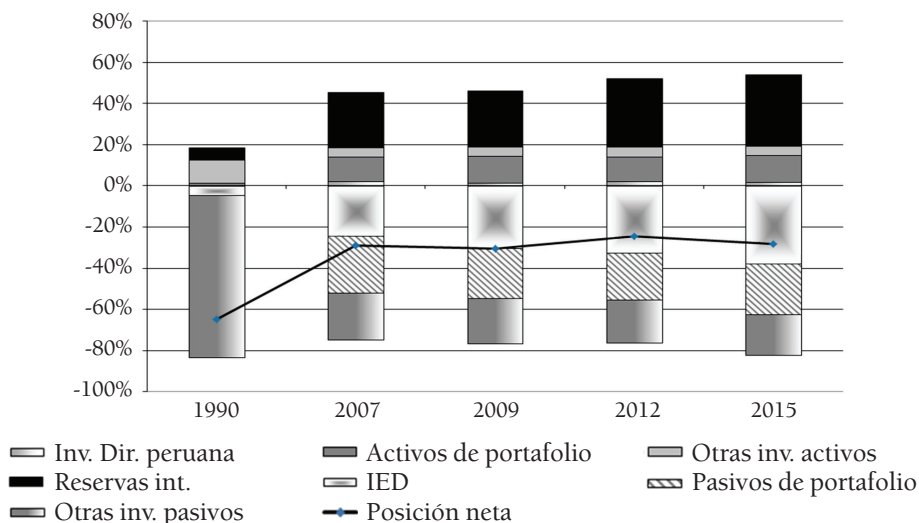
FUENTE: cálculos propios con datos de IFS, FMI.

GRÁFICA 1C
MÉXICO: POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (1990-2015)
EN PORCENTAJES DEL PIB



FUENTE: cálculos propios con datos de IFS, FMI.

GRÁFICA 1D
PERÚ: POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (1990-2015)
EN PORCENTAJES DEL PIB



FUENTE: cálculos propios con datos de IFS, FMI.

medio del grupo de economías emergentes y en desarrollo, pero constituye también una característica notable de este periodo. Siguiendo a Chile, el país más integrado en la esfera financiera global, todos los socios de la AP han elevado sus activos externos tanto en valor como en proporción del PIB. Ahora bien, la composición de los activos externos difiere entre las cuatro economías, si bien existen algunas tendencias comunes. Así, la inversión directa en el extranjero es muy relevante tanto para Chile y México como para Colombia, mientras las reservas internacionales predominan netamente en los activos internacionales de Perú, los activos de portafolio en el caso de Chile y las otras inversiones para México. El cuadro 1 muestra que las inversiones internacionales de portafolio chilenas predominan netamente en los activos externos de la AP: con 137 104 millones de US\$, representan más de 54% de las inversiones de cartera agregadas de la AP; mientras que los activos de otras inversiones (bancarias) de México, que sumaban 176 316 millones de US\$, constituían 78% del valor total de esta clase de inversiones externas de la Alianza.

En suma, el análisis de la posición financiera internacional de los cuatro socios de la AP muestra vulnerabilidades, menores en el caso de Chile, más sensibles para los demás países, relacionadas con su tipo de inserción comercial y productiva internacional. Modificar esta inserción, volverla más favorable al hacer la agrupación más competitiva es uno de los propósitos principales de la Alianza del Pacífico y dependerá del éxito que tengan los acuerdos en mejorar los términos de la integración comercial y productiva de los socios entre sí y en la economía global. En el plano financiero, la posición de los cuatro países, en tanto inversionistas internacionales, vía ID, inversión de portafolio e inversiones bancarias, muestra también que existe un margen para atraer hacia la propia Alianza fondos invertidos fuera de la región, siguiendo el ejemplo mostrado por los países de Asia. Para entender el potencial de atracción de fondos de la AP, analizaremos en la sección siguiente las características y los retos que presentan los sistemas financieros domésticos de estos países, que explican a su vez algunos desarrollos internacionales: así, el alto nivel de reservas internacionales de Perú se relaciona con el carácter semi-dolarizado de su sistema financiero y las inversiones de cartera chilenas en el extranjero, con la magnitud de los activos de su sistema de pensiones por capitalización y de las aseguradoras vinculadas a éste.

EL DESARROLLO DESIGUAL DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS INTERNOS

En 2015, los indicadores de desarrollo financiero interno de los cuatro miembros de la Alianza del Pacífico mostraban una situación contrastada

CUADRO 1
 ACTIVOS Y PASIVOS EXTERNOS DE LOS PAÍSES MIEMBROS
 DE LA ALIANZA DEL PACÍFICO (2015) MILLONES DE US\$ Y %

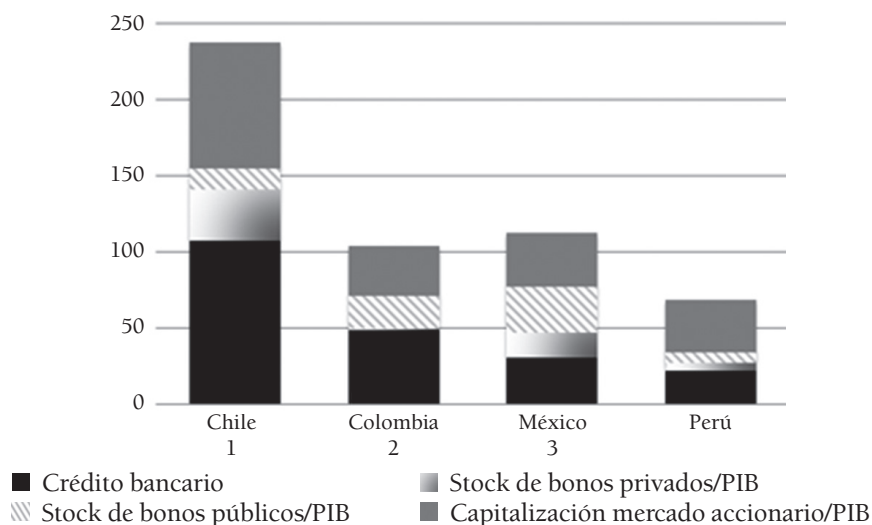
	<i>Chile</i>	<i>Colombia</i>	<i>México</i>	<i>Perú</i>
Activos	314,232.0	148,653.0	555,704.0	102,082.0
Inversión directa en el extranjero	108,817.0	47,299.8	146,379.0	3,657.2
Inversión de portafolio	137,104.0	35,816.7	55,413.2	24,384.7
Derivados financieros	5,619.8	138.4	3,182.4	–
Otras inversiones	24,049.9	17,868.4	176,316.0	8,339.4
Activos de reserva	38,641.3	46,223.3	177,596.0	65,700.6
Pasivos	359,338.0	276,733.0	1,114,180.0	155,647.0
Inversión extranjera directa	229,229.0	149,314.0	509,292.0	71,856.5
Inversión de portafolio	72,283.3	71,031.3	455,852.0	46,514.1
Derivados financieros	6,653.0	189.4	5,185.5	–
Otras inversiones	51,173.2	56,197.7	149,034.0	37,276.5

<i>% del total de la AP</i>	<i>Chile</i>	<i>Colombia</i>	<i>México</i>	<i>Perú</i>
Activos	28.0%	13.3%	49.6%	9.1%
Inversión directa en el extranjero	35.5%	15.4%	47.8%	1.2%
Inversión de portafolio	54.3%	14.2%	21.9%	9.6%
Derivados financieros	62.9%	1.5%	35.6 %	0.0%
Otras inversiones	10.6%	7.9%	77.8%	3.7%
Activos de reserva	11.8%	14.1%	54.1%	20.0%
Pasivos	18.9%	14.5%	58.5%	8.2%
Inversión extranjera directa	23.9%	15.6%	53.1%	7.5%
Inversión de portafolio	11.2%	11.0%	70.6%	7.2%
Derivados financieros	55.3%	1.6%	43.1%	0.0%
Otras inversiones	17.4%	19.1 %	50.7%	12.7%

FUENTE: cálculos propios, con datos de IFS, FMI.

(gráfica 2): por un lado, una economía financieramente desarrollada, Chile, con un índice de profundización financiera⁵ superior a 230% de su PIB, explicado casi por mitad por un abundante crédito al sector privado, combinado con un mercado de bonos privados relativamente amplio y un valor capitalizado del mercado accionario equivalente a 82% del PIB; por otro lado, tres economías con sistemas financieros subdesarrollados para su nivel económico, cuyo financiamiento agregado representa escasamente entre 80%, Perú y 100% del PIB, Colombia y México.

GRÁFICA 2
ALIANZA DEL PACÍFICO, INDICADORES DE DESARROLLO FINANCIERO
(2015), % DEL PIB



FUENTE: GFDD, BM, 2017.

Entre los tres países, Colombia posee un sector bancario e instituciones financieras relativamente más desarrolladas, como lo señala el peso relativo del crédito al sector privado frente al PIB; mientras México se distingue por su mercado de bonos públicos, con un valor de títulos vigentes a altura de 30% del PIB en 2015. Al analizar la trayectoria de los componentes del indicador de profundización financiera entre 1990 y 2015, a lo largo de más

⁵ El índice suma el *stock* de crédito al sector privado concedido por bancos y otras instituciones financieras, el monto vigente de bonos públicos y privados y la capitalización del mercado accionario y divide este valor por el del PIB del año. Los datos provienen de la Global Financial Development Database compilada por el Banco Mundial y su antecesora la Financial Structure Database.

de dos décadas y media, se confirma la trayectoria de desarrollo del sistema financiero chileno: progresión sostenida del crédito al sector privado calculado en promedios decenales y del *stock* de bonos privados, que juntos señalan un amplio nivel de financiamiento a las actividades del sector, disminución sostenida del peso del mercado de bonos públicos, alza de la capitalización del mercado accionario (cuadro 2).

CUADRO 2
ALIANZA DEL PACÍFICO. INDICADORES DE PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA:
1990-2015 PROMEDIOS EN PORCENTAJES DEL PIB

País	<i>Crédito al sector privado</i>			<i>Stock de bonos públicos</i>		
	1990-1999	2000-2009	2010-2015	1990-1999	2000-2009	2010-2015
Chile	54.80	74.10	100.20	25.80	18.30	11.90
Colombia	28.90	25.80	45.80	6.20	22.80	23.10
México	23.30	17.40	26.00	10.00	15.60	27.00
Perú	14.70	21.40	28.40	1.40	3.10	6.70

País	<i>Stock de bonos privados</i>			<i>Capitalización del mercado accionario</i>		
	1990-1999	2000-2009	2010-2015	1990-1999	2000-2009	2010-2015
Chile	12.50	19.20	36.40	77.70	94.20	108.10
Colombia	0.50	0.30	0.60	12.50	25.70	54.80
México	2.60	10.90	16.40	25.00	23.60	38.30
Perú	11.60	11.80	7.50	14.10	31.60	47.20

NOTAS: 1. Bonos públicos y privados Perú. Para el periodo 1990-1999 sólo se dispone de datos para los años 1993-99. 2. Para Chile, los promedios para los mercados de bonos públicos y privados en el periodo 1990-2009 provienen de una versión anterior de la base de datos.

FUENTES: Banco Mundial, Financial Development Database (2017) y Financial Structure Database.

Los demás países muestran avances menores y más desiguales. El reducido crédito bancario constituye el problema sobresaliente para México y Perú. Los niveles bajísimos de crédito solamente parecen estar cediendo a partir de 2010, pero el alza de la razón crédito al sector privado/PIB es en ambos países mucho menor a la registrada por Colombia. Esclarecer el problema de la falta de dinamismo de la oferta de crédito va más allá del propósito de este texto y responde a una combinación compleja de causas, pero el cuadro 3 proporciona algunos elementos para la discusión: la concentra-

ción en el sector es alta en los cuatro países, en especial en Perú, y no parece estar relacionada directamente con el bajo nivel de crédito al sector privado, como lo muestra el ejemplo de Chile, y a la vez existe un número relativamente elevado de entidades extranjeras en todos los sistemas bancarios de la AP. Pero México y Perú se diferencian de los demás países en que el peso que estas instituciones extranjeras ejercen en los activos de la banca es mayor: 70% en México, 51% en Perú, contra 33 y 15% respectivamente en Chile y Colombia. Resulta claro que una elevada participación extranjera en el sistema bancario no basta para configurar un sistema dinámico y orientado hacia la provisión de crédito que permita estimular el crecimiento económico, e incluso cabría considerar que puede frenar esta evolución. El contexto local —persistencia de un sistema semidolarizado y herencia duradera de la hiperinflación que abarcó varios años de la década 1986-1995 en Perú, consecuencias duraderas de la crisis y posterior rescate de los años 1990 y oportunidades de inversión en títulos de deuda pública en México, complejidades de la actividad de financiamiento de las micro, pequeñas y medianas empresas y atractivo de diversas inversiones más especulativas— tiende a condicionar todos los intermediarios.

CUADRO 3
PENETRACIÓN DE LA BANCA EXTRANJERA Y CONCENTRACIÓN BANCARIA
EN LA ALIANZA DEL PACÍFICO

	<i>Chile</i>	<i>Colombia</i>	<i>México</i>	<i>Perú</i>
Activos de bancos extranjeros/activos totales de la banca (%), 2013	33	15	70	51
Bancos extranjeros/total de bancos (%), 2013	41	42	37	69
Concentración: activos de los 5 principales bancos (total 2015)	68	78	70	88

FUENTE: Banco Mundial, Financial Development Database (2017).

México compensa en parte este bajo nivel de crédito con un mercado de bonos privados que ofrece un financiamiento creciente: el monto vigente de títulos de deuda privada interna se eleva de 10% del PIB en 1990-1999 a 27% en 2010-2015, mientras este mercado es inexistente en Colombia. La contracción relativa del mercado de bonos privados domésticos en Perú en 2010-2015, señala que estos desarrollos pueden ser muy frágiles en un contexto de tasas de interés internacionales muy bajas.

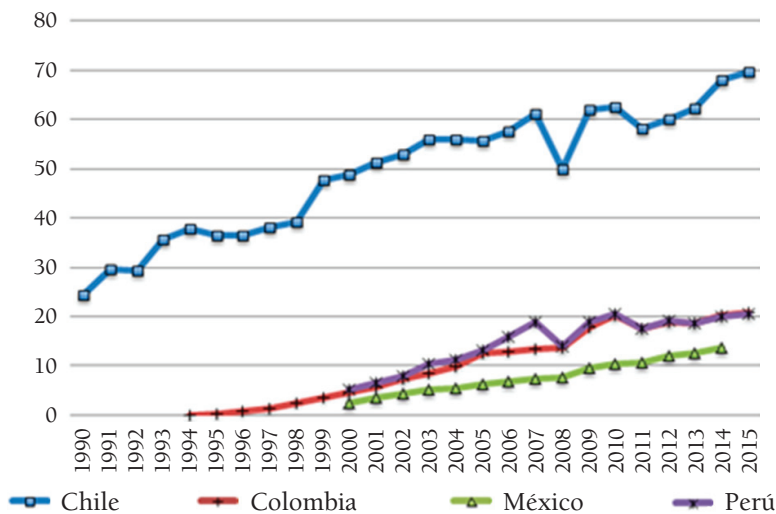
En los cuatro países el alza relativa de la capitalización del mercado accionario se da en todo el periodo considerado, y es más sostenida en los tres países andinos, exportadores de metales y de combustibles, reflejando el atractivo de estos mercados en periodos de bonanza de estos sectores. Los promedios decenales a la alza no deben sin embargo, ocultar las amplias fluctuaciones de la capitalización entre un año y otro, que responden en buena parte al desempeño de la economía global, a su impacto sobre los miembros de la AP y al apetito de los inversionistas internacionales para el riesgo. Por otro lado, cabe recordar que una capitalización creciente del mercado accionario no significa que éste expanda su contribución al financiamiento de la economía local: las Ofertas Públicas Iniciales (OPI) son escasas en los mercados accionarios de la AP, pocas empresas cotizan y el nivel de actividad es bajo. Es sobre todo el sistema bancario y las demás instituciones financieras que financian la inversión de las micro, pequeñas y medianas empresas (MPyME), mientras el mercado de bonos privados hace lo propio con empresas más grandes, de allí que el desarrollo de estos intermediarios sea el que presente más potencial para apoyar el crecimiento económico.

La presencia creciente de los inversionistas institucionales —fondos de inversión, aseguradoras, fondos de pensiones— ha sido una evolución característica de la esfera financiera global en las últimas décadas. Los avances de la titularización así como las reformas de los sistemas de pensiones, con el abandono de los sistemas de repartición con participación pública y la adopción de sistemas de capitalización individual, han desempeñado un importante rol en esta tendencia y han transformado en profundidad los sistemas financieros nacionales de los países que adoptaron estas reformas, a la vez que imprimían nuevas dinámicas a los flujos de capitales internacionales. Los países de la Alianza del Pacífico introdujeron todas estas reformas de sus sistemas de pensiones, si bien en distintos momentos y con diferentes resultados, siendo Chile el precursor en esta materia. Las gráficas 3 y 4 muestran sus resultados en materia financiera: los activos de fondos de pensiones y aseguradoras asociadas al sistema representan una proporción muy elevada del PIB chileno, presentando tanto oportunidades de financiamiento del desarrollo económico como retos para su gestión. Existen dificultades para dirigir estos fondos masivos hacia la inversión productiva, que no se ha elevado en proporción del PIB, insuficiencia de instrumentos financieros locales de calidad adecuada, necesidad de diversificar en particular a través de inversiones en mercados internacionales. El peso de los fondos del sistema de pensiones explica la posición específica de Chile entre los socios de la AP, con sus masivas inversiones de cartera internacio-

nal y el interés marcado por este país para transformarse en un *hub* de integración financiera en la agrupación.

En suma, el desarrollo relativo de los sistemas financieros domésticos de la AP ubica a Chile como líder financiero del mecanismo de integración, si bien por su tamaño, México es la economía más grande y muestra por tanto un peso importante en cuanto al valor de sus activos, en especial en los mercados de valores. El desarrollo del sistema financiero chileno, con actores domésticos importantes en la banca, las aseguradoras y los fondos de pensiones, implica entre otras consecuencias, importantes inversiones de cartera fuera del país. Para los países de menor desarrollo financiero interno —Colombia, México y Perú—, el financiamiento internacional adquiere mayor peso relativo, con los riesgos que ello conlleva. El reto del desarrollo financiero doméstico constituye una importante tarea para sus gobiernos. ¿En qué medida los acuerdos tomados por los cuatro países en el seno de la Alianza del Pacífico podrán apoyar estas actividades?

GRÁFICA 3
ALIANZA DEL PACÍFICO: ACTIVOS DE FONDOS DE PENSIONES
EN % DEL PIB: 1990-2015

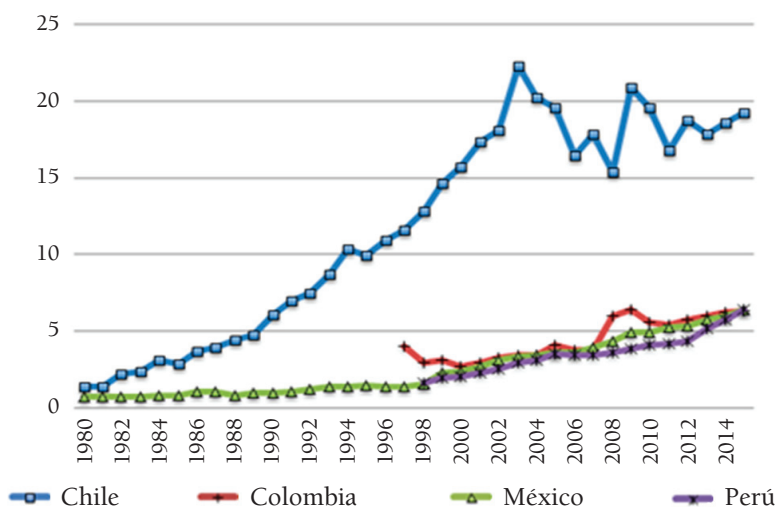


FUENTE: GFDD, BM, 2017.

LOS ACUERDOS DE LA ALIANZA DEL PACÍFICO EN EL ÁREA FINANCIERA Y DE INVERSIONES

La Alianza del Pacífico se propuso potenciar los flujos de inversión entre los socios y hacia la entidad, con el fin de impulsar un mayor nivel de creci-

GRÁFICA 4
ALIANZA DEL PACÍFICO: ACTIVOS DE COMPAÑÍAS ASEGURADORAS
EN % DEL PIB: 1990-2015



FUENTE: GFDD, BM, 2017.

miento económico. En el área financiera, tres tipos de iniciativas están sosteniendo actualmente este objetivo.

En primer lugar figuran los acuerdos de liberalización y acceso al mercado contenidos en los capítulos 10 y 11 de Inversión y Servicios Financieros del Protocolo adicional. Éstos van más allá de lo existente en los instrumentos bilaterales anteriores, Decisión 659 de la CAN para las relaciones Colombia-Perú, capítulos XII del TLC Colombia-México y 12 del TLC México-Perú en lo que concierne los servicios financieros, pues los demás acuerdos no contemplaban estos rubros (García, 2013:51). Establecen un Comité Conjunto en materia de Inversión y de Servicios y un Comité de Servicios Financieros. Los textos firmados otorgan trato nacional y trato de nación más favorecida a los inversionistas y a las instituciones financieras de las demás partes, el derecho de establecimiento, incluyendo la adquisición de entidades existentes, el derecho de ofrecer servicios financieros nuevos, el acceso de las instituciones de otras partes establecidas en el territorio de un socio a los sistemas de pago y compensación públicos, más no a las facilidades de prestamista de última instancia del banco central. Las principales restricciones son no discriminatorias y de orden prudencial.

En materia de servicios financieros transfronterizos, se autoriza la oferta de servicios de seguros relacionados con el transporte internacional y servicios bancarios de información financiera, procesamiento de datos fi-

nancieros y servicios de asesoramiento así como servicios auxiliares, excluyendo a la intermediación. En el caso de los fondos de inversión, si bien se autoriza la asesoría transfronteriza, se permite a las partes exigir que una entidad establecida en su territorio conserve su responsabilidad de administración de los fondos a su cargo (anexo 11.16. compromisos específicos).

El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) constituye la segunda iniciativa importante en materia financiera. El MILA antecede de hecho la creación de la Alianza del Pacífico: después de una serie de reuniones iniciadas en 2009 y la firma de dos Memorandos de Entendimiento, el mercado integrado empezó a funcionar a finales de mayo de 2011. Se constituyó con el propósito de facilitar las transacciones en acciones listadas en los tres mercados andinos a través de un único intermediario local, buscando atraer más inversionistas y mejorar la liquidez de los títulos. No se formó a partir de una fusión de las tres bolsas o de una absorción de parte de una de las entidades, sino que es producto de acuerdos entre las tres bolsas, las tres instituciones de depósito de valores y las tres entidades de supervisión. La BMV se ha incorporado bajo las mismas premisas.⁶

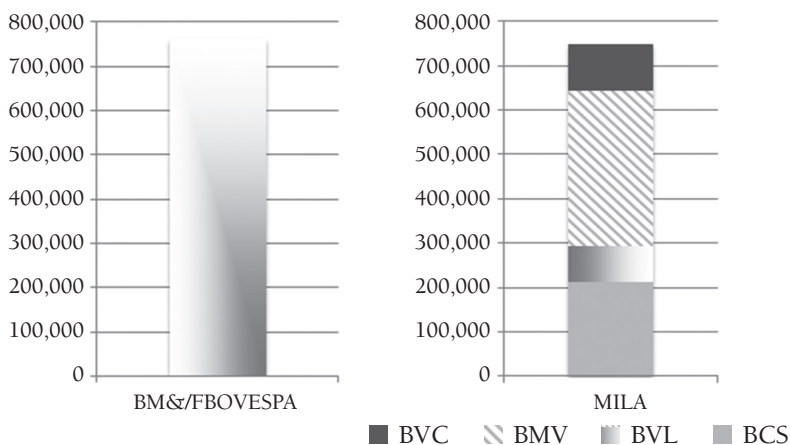
El MILA busca “promover una visibilidad internacional más amplia de la región como destino de inversión (Figuerola, 2014:300)”. Varios aspectos se relacionan con este objetivo. En primer lugar, al igual que en materia comercial, un mercado unificado más grande y diversificado puede resultar más atractivo para los inversionistas internacionales y canalizar más fondos hacia la agrupación. Se puede esperar de esta manera mejorar la calidad de los fondos recibidos —mayor permanencia, menor volatilidad al ofrecer inversiones alternativas entre los cuatro mercados— y elevar la cantidad de capitales atraídos, bajo la premisa —cuestionada a nivel teórico— de que una mayor apertura financiera beneficia al desarrollo del país. Al respecto, se plantea que las especializaciones de cada mercado nacional son complementarias, y el MILA permitiría entonces mejorar la diversificación sectorial de la cartera. La Bolsa de Comercio de Santiago tiene como sectores predominantes el retail (19% de la capitalización), la banca (18%), las empresas eléctricas (17%), forestales y de materias primas, (respectivamente 14 y 11%). En contraste, la capitalización de la Bolsa de Lima se concentra alrededor de la minería (50%), de la construcción (13%), de los valores financieros (11%) y los hidrocarburos (7%). El sector de energéticos es el que predomina ampliamente en la bolsa de Bogotá, con 37% de la capitalización, seguido de los servicios financieros (28%), los servicios públicos y los de materiales con 13% cada uno (Strategia, 2011:78-79). Estas caracterís-

⁶ La incorporación se realizó entre diciembre de 2014 y enero de 2015, con una primera transacción el 2 de diciembre y su celebración oficial en enero.

ticas autorizarían al MILA proporcionar nuevas oportunidades de inversión para las entidades de la propia AP, permitiendo diversificar riesgos, canalizar recursos de fondos de pensiones hacia la propia región, que puede aportar mejores rendimientos que los mercados internacionales.

En segundo lugar, en un contexto global de competencia, fusiones y reestructuraciones entre bolsas de valores, la constitución del MILA permite a sus socios competir en atractividad con la bolsa brasileña BM& FBOVESPA, la más importante de América Latina. En términos de capitalización de mercado, ésta alcanzaba en 2015, 758,566 millones de US\$, mientras la capitalización combinada de los mercados MILA se ubicaba en 748,197 millones de US\$ (gráfica 5). Las series accionarias enlistadas en los cuatro mercados del MILA -214 emisores chilenos, 68 colombianos, 137 mexicanos y 217 peruanos a fines de 2016, permiten sumar un mercado de 636 títulos que comparan de manera favorable con las 338 series de la bolsa brasileña. En forma separada, ninguno de los cuatro mercados puede competir con BM&FBOVESPA.

GRÁFICA 5
CAPITALIZACIÓN DE MERCADO 2016, MILLONES US\$



FUENTE: WFE, 2017.

Cabe plantear también que mejorar la atractividad del mercado y reducir los costos de transacción pudiese eventualmente elevar la proporción de transacciones realizadas en los mercados locales frente a las transacciones que toman lugar fuera de los mercados de la AP, principalmente través de American Depositary Receipts (ADRs) de grandes empresas locales (*blue chips*) que cotizan en Nueva York.

En tercer lugar, el interés de instituciones financieras de la AP, en particular de empresas chilenas y colombianas que han realizado inversiones relevantes en los demás países —como la adquisición en 2011 de los seguros y fondos de pensiones del grupo ING en los países de la AP y en Uruguay por el grupo colombiano Grupo de Inversiones Suramericana SA (SURA, *Financial Times*, 04/01/2014)—, se ha manifestado en una serie de iniciativas posteriores o paralelas lanzadas por el CEAP. Éstas se centran en dos tipos de temas: la armonización regulatoria entre los cuatro mercados y la promoción de las inversiones de portafolio en la Alianza.

Estas iniciativas conciernen en primer lugar la uniformización del tratamiento tributario de deuda y capital, así como del tratamiento tributario de reorganizaciones empresariales y la homologación de instrumentos de oferta pública —bonos, acciones— entre los cuatro países (mayo de 2013), la convergencia de normas regulatorias y la convergencia tributaria para instrumentos financieros, así como la modificación del reglamento de los fondos de pensiones para permitir la integración de los mercados de bonos (febrero de 2014).

El Primer Encuentro público-privado sobre integración financiera entre los países de la AP que tuvo lugar el 11/03/15, fue organizado por el Capítulo de Chile del Consejo Empresarial, a cargo del tema de integración financiera en la Alianza. No sólo abordó temas relativos al mercado de valores sino también a la banca —niveles regulatorios distintos— y a los sistemas de pensiones. Finalmente, en junio de 2017, la Declaración de mandatarios de Cali propuso impulsar la creación de la Iniciativa de Facilitación de Inversiones de la Alianza del Pacífico (IFIAP) para “promover las acciones para atender y dar soluciones a las barreras a la inversión”. En el Anexo 2 de la Declaración, los ministros de Finanzas anuncian el cierre de negociaciones para la suscripción de un acuerdo de “homologación del trato tributario de los ingresos obtenidos por los fondos de pensiones reconocidos de la AP” y existen avances para permitir la oferta de fondos de inversión abiertos de la AP. Estos incluyen un acuerdo para la negociación de un Memorando de Entendimiento sobre un cronograma para establecer un pasaporte de fondos de la AP y avances normativos de Chile, seguido de Colombia y Perú, para establecer las reglas de oferta de estos fondos.⁷

⁷ Varias iniciativas recientes nacionales o bilaterales apuntan en la misma dirección. Así, se firmó el 30 de mayo de 2017 un Memorando de Entendimiento entre la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR) y la Superintendencia Financiera de Colombia para que las inversiones de portafolio de fondos de pensiones mexicanos reciban el mismo trato tributario que los de fondos nacionales. A la vez, el Banco Central de Perú (BCRP) amplió los límites para las inversiones de fondos de pensiones peruanos en el exterior.

Buena parte de estas propuestas surgieron del II Encuentro público-privado sobre integración financiera entre los países de la AP que se dio el 28/04/17 en Lima, organizado por el CEAP. Durante este encuentro, se dio un acuerdo, fundamentado en estudios realizados por la Corporación Andina de Fomento (CAF) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) para avanzar en la creación de un Fondo de Deuda de Inversión en Infraestructura (FIAP), basado en financiamiento privado. Se acordó también una Agenda de Trabajo de Largo Plazo para adoptar mejores prácticas y armonizar reglas de asociaciones público-privadas en la Alianza. Estas iniciativas sobresalen por su potencial para fortalecer el lado de la oferta de títulos, pues se vinculan con las importantes inversiones en infraestructura requeridas por los socios de la Alianza del Pacífico, en materia de carreteras, vías férreas, transporte marítimo, puertos y aeropuertos, generación y redes eléctricas, fibra óptica, que permitan volver más eficiente su interconexión entre sí y con el mundo.

UNA EVALUACIÓN DE ALGUNOS RESULTADOS INICIALES

Las principales iniciativas tomadas por los socios de la Alianza del Pacífico conciernen las inversiones y flujos financieros entre los socios, en particular a través del MILA, mientras los avances más recientes se refieren a armonización regulatoria, a fondos de inversión y de pensiones y a los mercados de bonos. En esta sección, presentaremos algunos indicios de flujos financieros entre los cuatro socios y de uso de la plataforma del MILA, tratando de comprobar si la creación de la Alianza del Pacífico ha modificado sus montos y su trayectoria. Es todavía temprano para presentar datos muy sólidos, pues se trata de acuerdos recientes, por ejemplo es imposible determinar algún impacto sobre los flujos de inversión directa de la entrada en vigor en 2016 del Protocolo Adicional. Presentaremos en primer lugar algunas evidencias acerca de flujos de inversión directa y de portafolio intra-Alianza para luego abordar el impacto del mercado MILA y discutir el potencial de estas y otras medidas para fortalecer el desarrollo financiero en la AP.

LOS FLUJOS FINANCIEROS INTRA-ALIANZA

Hemos procurado estimar la trayectoria de los flujos de inversión directa (ID) y de inversión de portafolio intra-Alianza del Pacífico, sobre la base de datos nacionales e internacionales. Para la ID recibida por Chile y México,

se utilizan datos reportados por el FMI, a través del Coordinated Direct Investment Survey, mientras para Colombia y Perú se recurrió a fuentes nacionales.⁸ Para la inversión de portafolio, se utilizaron los datos proporcionados por el Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) del FMI para todos los países.⁹

El plazo del cual disponemos para evaluar un primer impacto de la creación de la AP sobre la ID —2012/2013 a 2015/2016— abarca los primeros años de existencia del mecanismo, un periodo de cierta euforia entre los socios y de rápidos avances que antecede la entrada en vigencia de los acuerdos de liberalización contenidos en el Protocolo Adicional. ¿Cuánto representan las inversiones bilaterales intraalianza en el acervo total de IED de los países miembros? ¿Qué países reciben más inversiones de sus socios? ¿Es posible identificar un primer impacto de la creación de la Alianza sobre los *stocks* de ID registrados?

El cuadro 4 muestra que las inversiones de los socios de la AP son bastante pequeñas frente al *stock* agregado de IED de cada país, con las excepciones de Colombia y Perú, donde constituían respectivamente 7% y 13% del *stock* de IED registrado. En valor, Colombia y Chile eran los países con mayor acervo de inversiones de sus socios, con respectivamente 8 685 y 5 959 millones de US\$, mientras México apenas recibía en 2012 un magro 0.35% de su IED de sus socios de la AP (1 272 millones de US\$). El panorama en 2012-2013 mostraba un mayor nivel de inversiones bilaterales entre los tres países andinos, producto en los casos de Colombia y Perú de su anterior proceso de integración a través del Pacto Andino y de su sucesora, la Comunidad Andina de Naciones (CAN), que estimuló comercio, encadenamientos productivos y flujos de inversiones. México se encontraba poco vinculado tanto comercial como productivamente, y financieramente con estos países, con la excepción de ID mexicana en Colombia por un

⁸ Colombia no reporta y los datos de Perú no están actualizados. Cabe mencionar que los datos de IED son difíciles de estimar con precisión debido a la magnitud que representan las inversiones realizadas desde paraísos fiscales que son meros intermediarios o a las insuficiencias de los sistemas estadísticos nacionales, o a la ausencia de obligación de reportar la inversión en un plazo determinado, como en el caso de Perú.

⁹ Las estadísticas recopiladas en el CPIS provienen de datos nacionales proporcionados por los bancos centrales, que a su vez los colectaron a partir de declaraciones de las instituciones financieras, no-financieras y de los hogares. Para la mayoría de países abordados en este texto, es obligatorio para los bancos y demás instituciones financieras domésticas reportar sus inversiones de cartera en títulos extranjeros, pero la cobertura de las corporaciones no-financieras y de los hogares es variable y en el caso de México reportar estas inversiones a la autoridad monetaria sólo se hace sobre una base voluntaria. La calidad y el grado de cobertura de esta información son variables. Chile estima un grado de cobertura de 90 a 100%, con un mínimo de cinco millones de US\$ para el registro de inversiones de hogares y corporaciones no-financieras. Colombia y México no incluyen información relativa a inversiones de hogares.

CUADRO 4
 INVERSIÓN DIRECTA ENTRE PAÍSES DE LA ALIANZA DEL PACÍFICO
 MILLONES DE US\$ Y % CON DATOS REPORTADOS POR PAÍSES RECEPTORES

2012		<i>Colombia</i>	<i>México</i>	<i>Perú</i>
Chile	US\$	2,819.88	2,317.37	822.16
	% del total	1.54%	1.27%	0.45%
	Valor AP	5,959.41		
	%AP	3.26%		
2015		<i>Colombia</i>	<i>México</i>	<i>Perú</i>
Chile	US\$	681.86	915.97	-648.72
	% del total	0.32%	0.43%	-0.30%
	Valor AP	949.11		
	%AP	0.45%		
2013		<i>Chile</i>	<i>México</i>	<i>Perú</i>
Colombia	US\$	4,682.79	3,459.33	543.42
	% del total	3.79%	2.80%	0.44%
	Valor AP	8,685.54		
	%AP	7.04%		
2016		<i>Chile</i>	<i>México</i>	<i>Perú</i>
Colombia	US\$	5,897.60	4,523.88	961.60
	% del total	3.56%	2.73%	0.58%
	Valor AP	11,383.09		
	%AP	6.87%		
2012		<i>Chile</i>	<i>Colombia</i>	<i>Perú</i>
México	US\$	819.91	353.94	98.29
	% del total	0.23%	0.10%	0.03%
	Valor AP	1,272.14		
	%AP	0.35%		
2015		<i>Chile</i>	<i>Colombia</i>	<i>Perú</i>
México	US\$	1,751.90	1,258.51	412.98
	% del total	0.34%	0.25%	0.08%
	Valor AP	3,423.39		
	%AP	0.67%		

CUADRO 4 (CONTINUACIÓN)

2013		Chile	Colombia	México
Perú	US\$	1,422.08	1,067.85	476.76
	% del total	6.29%	4.72%	2.11%
	Valor AP	2,966.68		
	%AP	13.12%		
2016		Chile	Colombia	México
Perú	US\$	2,532.79	1,124.09	487.03
	% del total	10.26%	4.55%	1.97%
	Valor AP	4,143.92		
	%AP	16.79%		

FUENTE: CDIS (Chile, México), y fuentes nacionales (Colombia, Perú).

valor de 3 459 millones de US\$ en 2013 (2.8% de la IED acumulada en Colombia entre 1994 y 2013).

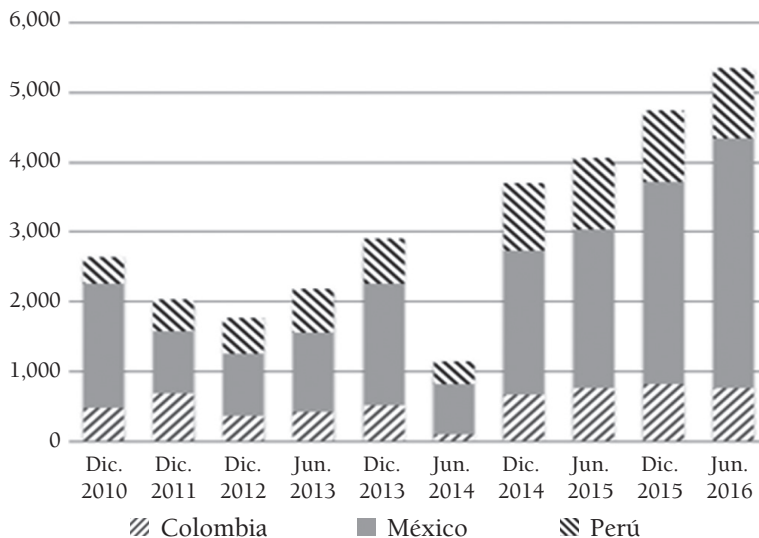
La Alianza del Pacífico llevó a un aumento en valor de la ID proveniente de los socios en tres de los países: Colombia, México y Perú, que muestra un dinamismo notable, de 31, 169 y 39% en tres años. En porcentaje de la IED total declarada por estos países, el peso de las inversiones intra-Alianza se mantiene en Colombia, mientras se eleva en México —de 0.35 a 0.67% del total— y en Perú de 13 casi 17% del total. El caso de Chile es paradójico y merece un análisis más profundo pues la posición neta de ID de los socios de la AP ha disminuido sensiblemente.

La trayectoria de las inversiones de portafolio entre los socios de la Alianza del Pacífico muestra indudablemente una tendencia ascendente, pero partiendo de situaciones iniciales bastante distintas tanto en montos como en ritmos de crecimiento (gráficas 6). Dos países se destacan por la importancia en valor de sus inversiones: Chile con 5 362 millones de US\$ en 2016, dedica 3.75% de su portafolio a inversiones en los socios de la AP, y Perú, cuyas inversiones de portafolio empezaron a registrarse en el CPIS en 2015, contaba en 2016 con cerca de 3 800 millones de US\$ invertidos, una proporción esta vez muy relevante de 16% del total de sus activos de portafolio externos. Colombia y México muestran una tendencia similar pero con niveles de inversión muy bajos, y un cambio muy reciente en el caso de México (2016). En todos los casos, los principales destinos de las inversiones de portafolio son los Estados Unidos y Luxemburgo, domicilio de numerosos fondos de inversión globales.

GRÁFICAS 6

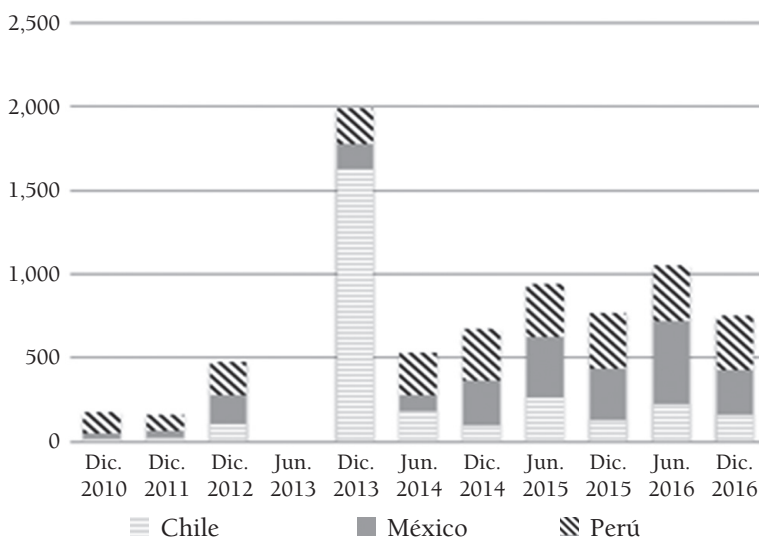
INVERSIONES DE PORTAFOLIO INTRA-ALIANZA DEL PACÍFICO: 2010-2016

Chile: inversiones de portafolio en países
de la Alianza del Pacífico: 2010-2016



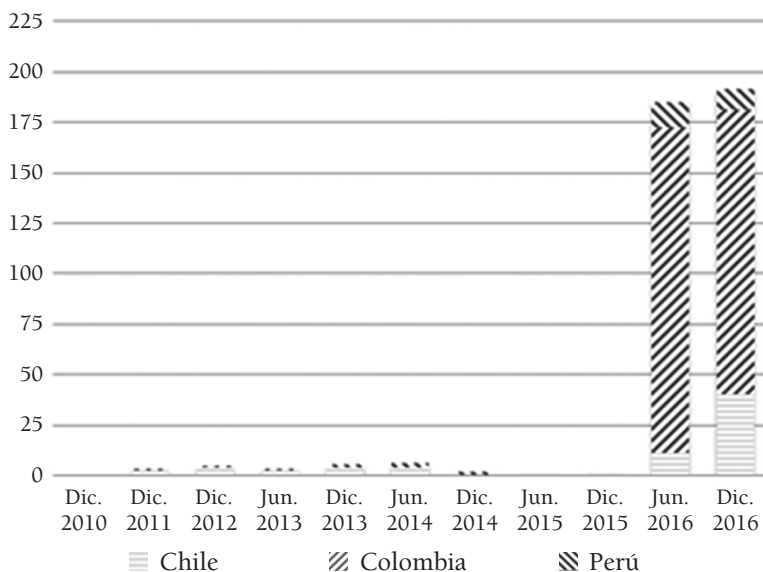
FUENTE: CPIS, FMI.

Colombia: inversiones de portafolio en países
de la Alianza del Pacífico: 2010-2016



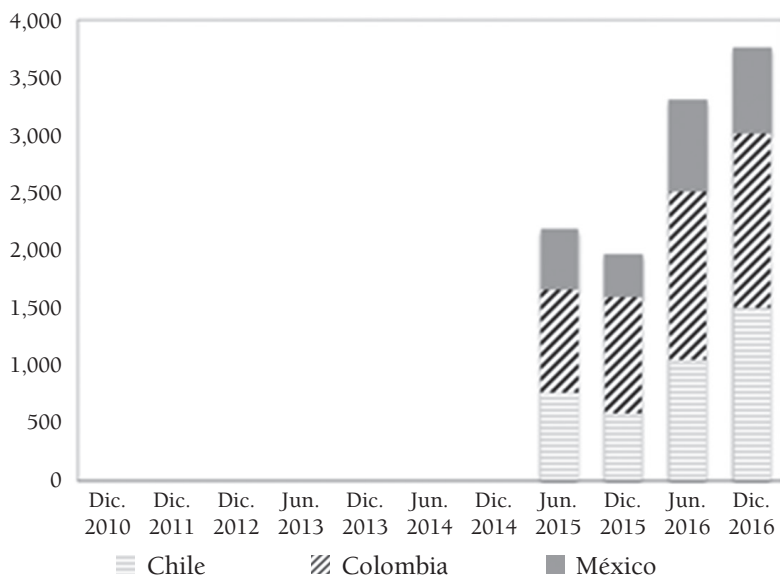
FUENTE: CPIS, FMI.

México: inversiones de portafolio en países de la Alianza del Pacífico: 2010-2016



FUENTE: CPIS, FMI.

Perú: inversiones de portafolio en países de la Alianza del Pacífico: 2010-2016

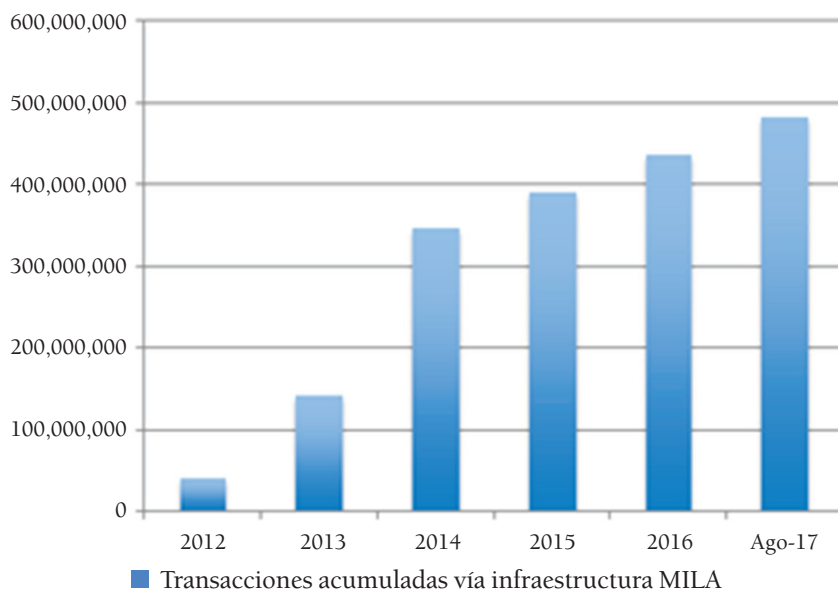


FUENTE: CPIS, FMI.

LAS TRANSACCIONES A TRAVÉS DEL MILA

Ahora bien, ¿cuánto explican de estas tendencias las transacciones en MILA? ¿Qué impacto tuvieron sobre el desempeño de los mercados? Los datos proporcionados por el mercado señalan una progresión modesta pero sostenida del valor de las transacciones realizadas (gráfica 7). Las tasas de crecimiento iniciales de tres dígitos —2012-2013— han sido reemplazadas por una expansión del orden del 11% en promedio entre 2014 y 2017, con tendencia ligeramente decreciente. Las operaciones acumuladas realizadas señalan una doble asimetría notoria: la mayoría de operaciones se realizan desde Perú (75%) seguido de Chile (16%) y conciernen sobretodo valores chilenos (63%) y colombianos (28%). Las inversiones peruanas en activos chilenos representan por sí solas 57% del volumen total de transacciones realizadas vía la infraestructura MILA, confirmando las tendencias ya señaladas por las estadísticas de inversiones de portafolio. En contraste, Colombia realiza muy pocas operaciones en los demás mercados y México recibe pocas inversiones de sus socios a través de la infraestructura MILA (cuadro 5). En conjunto, estas operaciones sumaban en 2017 sólo 3.1% del volumen total negociado en los cuatro mercados.

GRÁFICA 7
TRANSACCIONES ACUMULADAS VÍA INFRAESTRUCTURA MILA (US\$)



FUENTE: MILA, 2017.

CUADRO 5
RESUMEN DE OPERACIONES REALIZADAS MEDIANTE LA INFRAESTRUCTURA MILA A AGOSTO DE 2017, US\$

	Valores chilenos	Valores colombianos	Valores mexicanos	Valores peruanos
Op. realizadas por Chile		43.359,075.00	11.436,055.00	23.006,197.00
Op. realizadas por Colombia	6.020,049.00	-	-	1.105,849.00
Op. realizadas por México	24.389,967.00	559,133.00	-	7.032,627.00
Op. realizadas por Perú	247,754,657.00	86,042,406.00	268,121.00	37,013,927.00
Total	305,164,673.00	134,992,814.00	11,704,176.00	361,065,184.00
<i>En % del total</i>				
Op. realizadas por Chile		8.98%	2.37%	4.76%
Op. realizadas por Colombia	1.25%	-	-	0.23%
Op. realizadas por México	5.05%	1.16%	-	1.46%
Op. realizadas por Perú	56.88%	17.82%	0.06%	-
Total	63.18%	27.95%	1.42%	6.45%
Volumen negociado en los 4 mercados en agosto de 2017:	15,588,927,196.00			
Volumen acumulado en la infraestructura como %	3.10%			

FUENTE: MILA News 71, septiembre 2017.

El impacto sobre los mercados es por lo tanto muy modesto. Cabe señalar que esto se explica en parte debido a la coyuntura adversa en los cuatro mercados a partir de 2012, año en el cual la capitalización culmina para luego contraerse en forma continua, con una recuperación modesta en 2016. Estos mercados a la baja, poco atractivos, han visto contraerse también el número de empresas que cotizan y disminuir su nivel de actividad, estructuralmente bajo: la razón de *turnover* (valor de transacciones/capitalización de mercado) cercana a 0.35 en la BMV en 2016, no sobrepasaba 0.12 en Chile y Colombia en y 0.027 en Perú.¹⁰

En suma, los datos disponibles señalan un impacto positivo, si bien modesto, de la creación de la Alianza del Pacífico sobre los flujos de inversión directa y de portafolio entre los socios, asociado a una expansión también modesta del uso de la infraestructura MILA para invertir en los demás países. Las características de los mercados accionarios sugieren que sólo cambios estructurales de largo plazo pudieran dinamizarlos y volverlos una fuente relevante de financiamiento del desarrollo. En efecto, del lado de la oferta, los emisores comprenden principalmente grandes empresas, mientras las empresas medianas prefieren permanecer de propiedad familiar. Los mercados se concentran en torno a algunas *blue chips*: en 2015, el 5% de empresas más capitalizadas explicaban 47% de la capitalización de mercado en Chile, 61% en Colombia, 41% en México y 48% en Perú. Al mismo tiempo, el 5% de compañías más negociadas concentraban el 47% del valor de transacciones en Chile, 59% en Colombia, 48% en México y 60% en Perú, unas cifras a la baja pero muy elevadas (WFE, 2017). Como lo hemos señalado, una parte significativa de las transacciones se realiza en el extranjero, sobre todo para las empresas más importantes, a través de ADRs negociados en Nueva York. Por el contrario, muchos valores son ilíquidos y se comercian sólo unos pocos días al año, la oferta de nuevos valores es baja y las bolsas apenas financian una proporción muy reducida de la inversión fija interna. En el lado de la demanda, los fondos de pensiones nacionales ya son inversores importantes en algunos mercados —Chile, Perú—, y explican los altos precios y los bajos niveles de liquidez de estos mercados. Por último, desde 2007, el alza en la participación de los inversionistas extranjeros encareció los precios y aún no se ha producido un nuevo “círculo virtuoso” que llevara a nuevas OPI, mayor actividad y mayores niveles de liquidez. En resumen, a pesar de que sin duda puede atraer nuevas inversiones de portafolio del extranjero con la integración de la Bolsa Mexicana de Valores, MILA requerirá tiempo para contribuir mejor a la financiación de la inversión interna.

¹⁰ Cálculos propios con datos de la World Federation of Exchanges, 2017.

En el mediano plazo, las iniciativas que más pudieran contribuir a mejorar el financiamiento interno de la Alianza son aquellas que buscan vincular la demanda de activos de calidad de parte de los fondos de inversión y de pensiones de la región y una nueva oferta de títulos vinculados con los mercados de bonos y en especial con los requerimientos de financiamiento de las inversiones productivas o en infraestructura requeridas por la AP. Ello implicaría canalizar hacia estos proyectos parte de los fondos procedentes de los ahorros a largo plazo generados por los sistemas de pensiones de los países de la entidad. En concreto, ello significaría introducir iniciativas, como las creadas en el Este de Asia para desarrollar los mercados de bonos locales y regionales. Instrumentos financieros innovadores podrían movilizar estos ahorros para financiar las inversiones en infraestructuras, el desarrollo de cadenas de valor en la entidad, o el fomento de las MPyMEs. Movilizar el ahorro interno de largo plazo de la Alianza proveería una fuente de financiamiento más estable que el recurso a volátiles inversiones de portafolio extranjeras. El reto común que enfrentan los socios de la AP es el de orientar estos fondos hacia inversiones directa o indirectamente productivas en la región.

CONCLUSIÓN

En este texto se analizaron los aspectos financieros del proceso de integración lanzado por la Alianza del Pacífico. En primer lugar, se analizó la inserción financiera de los cuatro países, resaltando algunas de sus vulnerabilidades, que provienen de las características de su integración en la economía internacional. Aun cuando su perfil comercial difiere, las economías de la Alianza del Pacífico comparten una necesidad estructural de financiamiento externo. Su crecimiento se fundamentó en sostenidas entradas de capitales, algunas de las cuales, los préstamos de corto plazo y los flujos de portafolio, han resultado volátiles y riesgosas y las puede exponer a fenómenos de “*sudden stops*”. Desde 2007, la posición financiera internacional de los cuatro países se ha vuelto más deficitaria, al volverse receptores de inversiones de portafolio de tipo “*carry-trade*”, asociadas a los programas de facilitación monetaria estadounidenses. Estas entradas han compensado parcialmente en Colombia, México y Perú la debilidad del sistema financiero doméstico, y en particular en estos dos últimos países la pequeñez de su sistema bancario.

Dentro del conjunto de las iniciativas lanzadas por la Alianza para impulsar sus miembros sobre una senda de desarrollo superior, los acuerdos tomados en materia financiera presentan rasgos innovadores, como el mer-

cado MILA, las negociaciones de armonización regulatoria, los proyectos en curso para facilitar los flujos de fondos de inversión o de pensiones, y más aún, si se concretizan, las iniciativas que permitirían relacionar el financiamiento de las inversiones en infraestructura y los mercados de bonos, que podrían inspirarse de las iniciativas de los mercados de bonos en Asia del Este. En esto, la Alianza del Pacífico recibe la asesoría de organismos regionales como la CAF y el BID. ¿En qué medida estas iniciativas pueden contribuir a alcanzar los resultados esperados en materia de integración comercial y productiva?

Como se demostró, las transacciones en el mercado MILA tuvieron unos inicios modestos en un contexto macroeconómico poco favorable, y debido a sus características estructurales, el mercado requerirá tiempo para mejorar su contribución al financiamiento de la inversión interna, si bien puede atraer y estabilizar mayores flujos de inversión internacionales. En este sentido, se plantea que la creación de nuevos mecanismos para canalizar tanto el ahorro interno como los fondos externos hacia las inversiones productivas y de infraestructura pueden dinamizar más el crecimiento económico y la integración de la entidad. Todos estos son retos muy exigentes y de largo plazo, que requieren políticas públicas proactivas y un nivel alto de cooperación y concertación que resultan cruciales para mejorar las perspectivas de las economías de la Alianza del Pacífico.

BIBLIOGRAFÍA

- Alianza del Pacífico (2011), *Declaración presidencial sobre la Alianza del Pacífico 2011*, disponible en <http://alianzapacifico.net/documents/AP_Declaracion_Lima_I_Cumbre.pdf>, consultado el 10/02/2014.
- Alianza del Pacífico (2012), *Acuerdo Marco de la Alianza del Pacífico*, disponible en <http://alianzapacifico.net/documents/2014/Acuerdo_Comercial.pdf>, consultado el 10/02/2014.
- Alianza del Pacífico (2013), *Acuerdo para el establecimiento del fondo de cooperación de la Alianza del Pacífico*, disponible en <http://apw.cancilleria.gov.co/tratados/AdjuntosTratados/24fb4_alianzapacifico_m-fondo-decooperacion2013-texto.pdf>, consultado el 10/02/14.
- Alianza del Pacífico (2014), *Declaración Presidencial de Cartagena de Indias*, disponible en <<http://alianzapacifico.net/documentos-de-interes-de-la-viii-cumbre-de-la-alianza-del-pacifico/>>, consultado el 20/02/2014.
- Alianza del Pacífico (2014), *Declaración Presidencial de Punta de Mita*, disponible en <<http://alianzapacifico.net/declaracion-de-punta-mita/>>, consultado el 20/07/14.

- Alianza del Pacífico (2014), *Protocolo adicional al Acuerdo Marco de la Alianza del Pacífico*, disponible en <http://alianzapacifico.net/documents/2014/PROTOCOLO_COMPLETO.pdf>, consultado el 20/07/2014.
- Alianza del Pacífico (2017), *Declaración de Cali*, disponible en <<https://alianzapacifico.net/?wpdmdl=9850>>, consultado en septiembre de 2017.
- Banco Mundial, *Global Financial Development Database*, disponible en <<http://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/global-financial-development-database>>, consultado en septiembre de 2017.
- Banco de la República de Colombia, disponible en <<http://www.banrep.gov.co>>.
- Estrategia (2011), *El MILA muestra las acciones preferidas de la región*, n° 23, año 6, 2011, pp. 78-79.
- Figueroa, Dante (2014), “Integrating Latin American Stock Markets, The Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), Innovations and perspectives”, *American University Business Law Review*, vol. 3, Issue 2, pp. 277-303.
- FMI, *Coordinated Direct Investment Survey*, disponible en <<http://data.imf.org/CDIS>>.
- FMI, *Coordinated Portfolio Investment Survey*, disponible en <<http://data.imf.org/CPIS>>.
- FMI, *International Financial Statistics*, disponible en <<http://www.imf.org/IFS>>.
- Financial Times (2014), *Report “The new trade routes, Pacific Alliance”*, abril, London, disponible en <<http://www.ft.com/intl/reports/trade-pacific-alliance>>.
- Financial Structure Database*, Banco Mundial, disponible en <<http://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/financial-structure-database>>, consultado en 2014.
- George, Samuel (2014), *The Pacific Pumas, an Emerging Model for Emerging Markets*, Bertelsmann Foundation.
- Lane, Philip R. & Gian Maria Milesi-Ferretti (2017), “International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis”, *IMF Working Paper*, WP/17/115, Washington DC.
- Marchini Geneviève (2015), “La Alianza del Pacífico, integración comercial y financiera y vulnerabilidad externa, ¿qué puede cambiar?”, en Luz Alicia Jiménez Portugal & Santos López Leyva (coords.). *Integración de México a las dinámicas globales y la potencialidad de la Alianza del Pacífico*, UdG, RedRI&DG y UABC, Guadalajara.
- MILA News 71 (septiembre 2017), disponible en <<http://www.mercadomila.com/home/>>, consultado en septiembre de 2017.

Proinversión (2011), *Memorando de Entendimiento sobre la plataforma de cooperación del Pacífico*, disponible en <www.tlc.gov.co>, consultado el 10702/2014.

Proinversión (2017), disponible en <www.proinversion.gob.peTLC>.

Vargas Pulido, William & José Bayardo Gómez (2013), “El MILA, Mercado de integración entre Chile, Perú y Colombia”, *Revista de Relaciones Internacionales, Estrategia y Seguridad*, vol. 8, n° 1, enero-junio, pp. 113-133.

World Federation of Exchanges, disponible en <<http://www.world-exchanges.org>>, consultado en 2017 y años anteriores.