

Avances en la Integración Financiera de la Alianza del Pacífico

ALBERTO JOSÉ HURTADO BRICEÑO*

Introducción

La integración financiera tiene por objetivo que los inversionistas puedan participar indistintamente de cualquiera de las bolsas de valores de los países participantes, bajo los mismos términos y seguridad en sus transacciones, sujetos al riesgo que puede tener cualquier operación propia de cada mercado. Su relevancia está en el impacto de la integración y la ampliación de los mercados financieros que impulsan y contribuyen al crecimiento económico, principalmente porque incrementa los beneficios de la apertura del sistema financiero de una economía y refuerza el papel de los mercados (oferta, asignación y monitoreo de los flujos de fondos). Los mercados financieros domésticos donde aumenta el flujo de inversores con motivo de ser parte de un proceso de integración financiera, evidencian: 1) entrada de capital para financiar nuevos proyectos y reducción del costo de financiación para empresas ya instaladas; 2) aumento de las alternativas de inversión para los inversores locales, con lo cual mejoran las opciones de distribución y diversificación del riesgo; y 3) mejora de la disciplina de mercado para la asignación eficiente de los recursos por parte de los agentes económicos locales (González-Páramo, 2007). En este sentido, un sistema financiero sólido e integrado, permite el funcionamiento adecuado de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, estabilidad financiera —al desarrollarse una mayor capacidad para absorber los *shocks* financieros— e incrementa las posibilidades de

* Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales, Facultad de Ciencias Económicas y Sociales, Universidad de Los Andes, Venezuela. E-mail: ajhurtado@ula.ve

financiamiento de los países más restringidos desde el punto de vista financiero.

Para que las economías participantes de la integración financiera obtengan dichas ventajas se requiere: a) aumento de la profundidad y amplitud de los mercados financieros locales, lo cual se alcanza minimizando los riesgos de tipo de interés, cambiarios, políticos y sociales; b) establecimiento de marcos jurídicos y reguladores comunes, que normen la dinámica de las decisiones de los inversores de los mercados de renta fija y variable; c) integración de la banca minorista y el mercado de crédito hipotecario, dada su importancia para los agentes económicos y las autoridades monetarias; d) esfuerzos para asegurar solidez y calidad de los acuerdos institucionales y de regulación que se alcancen en el proceso de integración; e) elevada armonización regulatoria y financiera, en un ambiente de mayor cooperación e intercambio de información entre supervisores y bancos centrales; y f) desarrollo en paralelo de los procesos de integración financiera y comercial (González-Páramo, 2007). Todo esto se puede lograr mediante políticas públicas con compromisos claros para la implementación de medidas en pro de la estabilidad macroeconómica, que faciliten el desarrollo de un marco regulatorio e institucional armonizado.

El proceso de integración financiera de los países que conforman la Alianza del Pacífico está expresado en el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). Es un mecanismo de colaboración bursátil que surgió para impulsar la negociación y la integración de los mercados accionarios de Chile, Colombia, México y Perú, como forma de protegerse y competir con mercados financieros más grandes de la región. Es una iniciativa de integración bursátil transnacional sin fusión o integración corporativa a nivel global, mediante el uso de herramientas tecnológicas, adecuación y armonización de la regulación sobre la negociación de mercados de capitales, y custodia de títulos en los países participantes, para facilitar a los inversores alternativas sobre instrumentos financieros, mayores posibilidades de inversión, reducción del riesgo de retorno y la creación de nuevas carteras. En dicha dinámica, son características relevantes del MILA: 1) la complementariedad que comparten sus miembros, al coincidir en organización, visión, y objetivos trazados, 2) la mayoría de las empresas que listan en las plazas bursátiles son altamente líquidas con un alto volumen de negociación, 3) ningún mercado pierde su independencia ni autonomía regulatoria, y 4) todas las negociaciones se realizan en moneda local, sin necesidad de salir de cada país y con registro en cuenta mediante el intermediario local (Álvaro, 2014).

Sus retos son el impulso al desarrollo y maduración de los mercados financieros locales, reconocer los beneficios de los emisores de deuda, desarrollar un marco regulatorio que rija las operaciones de los cuatro países, y converger los requisitos tributarios de las naciones participantes (Ramírez,

2011). Asimismo, corregir los factores que hacen menos competitivos a los cuatro mercados bursátiles, incentivar la oferta primaria y el nivel de transacciones, homogenizar el flujo de información de los mercados financieros, e impulsar la integración en áreas como las bolsas de comercio, banca, fondos de pensiones y sistemas tributarios.

Ante dichos desafíos, la presente investigación tiene como objetivo general analizar los avances en la integración de los mercados financieros del grupo de países de la Alianza del Pacífico. Para ello se describe el origen del MILA, se identifican los resultados desde la puesta en práctica del proyecto de mercado integrado y se reconocen los avances en la integración del mercado de capitales de la región.

Origen del MILA

La Alianza del Pacífico busca promover la cooperación entre Chile, Colombia, México y Perú. Su creación el 28 de abril de 2011 se da en el marco de un proceso de integración profundo que se sustenta en la construcción de forma participativa y consensuada de un área de integración económica-comercial que avanza progresivamente hacia la libre circulación de bienes, servicios, capitales y personas. Planteada de esta forma, la Alianza del Pacífico se corresponde con un espacio para potenciar la integración mediante la combinación de acuerdos acerca de temas comerciales y áreas de trabajo que garanticen el impulso al bienestar de las personas y el crecimiento de sus economías.

Dentro de la estrategia para facilitar la libre movilidad de capital en la región, el MILA entró en operaciones el lunes 30 de mayo de 2011, resultado del acuerdo firmado por la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa de Valores de Colombia y la Bolsa de Valores de Lima, y por los respectivos entes garantes de los depósitos de valores: Depósito Centralizado de Valores de Colombia (Deceval), Depósito Central de Valores de Chile (DCV) y la Caja de Valores de Lima (Cavali). De esta manera se logró organizar un mercado regional para la negociación de valores de renta variable y de depósitos de valores de Chile, Colombia, Perú y México⁷⁹; permitiendo a los inversionistas de los países participantes la compra y venta, mediante un intermediario

⁷⁹ La incorporación de México al MILA inició con la firma del acuerdo marco para incorporar a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México (CNBV) a los mecanismos de cooperación ya suscritos por los entes supervisores de Chile, Colombia y Perú, con lo cual se aseguró la cooperación, el intercambio de información y el fortalecimiento de la supervisión, además del reconocimiento regulatorio mutuo. Finalmente, la Bolsa Mexicana de Valores se incorporó el 1 de diciembre de 2014, sumando al MILA 136 nuevas emisoras mexicanas para totalizar más de 780 valores entre los cuatro países. (MILA, 2014).

local, de las acciones de las cuatro plazas bursátiles. El libre comercio de acciones mediante el seguimiento en ruta de las órdenes entre las casas hacia los mercados de origen es posible debido a la adecuación y armonización de herramientas tecnológicas, así como por la regulación de los procesos de negociación y custodia de valores en las cuatro naciones. Fueron antecedentes del MILA, la aproximación en 2008 por interés privado de la Bolsa de Valores de Lima y la Bolsa de Valores de Colombia, a las que se sumaron las entidades de depósitos de valores de ambos países, y luego en 2009 se añadieron la Bolsa de Comercio de Santiago y su ente de valores. Esta primera etapa de la integración financiera en los países que forman parte de la Alianza del Pacífico avanzó hasta la firma entre dichas entidades privadas de un Acuerdo de Intención, el 8 de septiembre de 2009, con la finalidad de estudiar la posibilidad de integrar los mercados de renta variable en los que las referidas organizaciones actúan y definen el modelo de integración a seguir. El proyecto resultado de dicho Acuerdo de Intención fue comunicado por las bolsas y depósitos de valores de Colombia, Perú y Chile a sus respectivos mercados y reguladores, dejando claro como premisas a seguir: a) que las plataformas tecnológicas de cada ente participante se mantendrían independientes y que operarían de manera interconectada, asegurándose las operaciones en la plataforma del país donde estuvieran inscritos los valores; b) que los valores se mantendrían en custodia en el depósito del país origen del valor; y c) que las entidades que participen en el mercado integrado serían supervisadas por el regulador del país de origen de dichas personas (Seraylán, 2012).

Considerando el impacto positivo de referido proyecto de integración sobre cada uno de los mercados de valores, los entes reguladores de cada país suscribieron un primer Memorado de Entendimiento entre ellos, el 28 de octubre de 2009, con el propósito de asumir un compromiso común para la ejecución de las actividades y tareas que se concretaran para facilitar el desarrollo del proyecto. Luego el 15 de enero de 2010 con el objetivo de garantizar una supervisión oportuna, eficiente y efectiva sobre los agentes que participarían en el mercado integrado, e impulsar las acciones de supervisión e investigación en el ámbito de cada mercado local, los reguladores suscribieron un segundo Memorando de Entendimiento, considerado el instrumento que aclararía las funciones regulatorias en el caso de que el proyecto de integración se concretara (Seraylán, 2012).

A razón de los avances del plan de trabajo, los resultados de la evaluación del proyecto de integración y el impacto tecnológico y jurídico del modelo considerado, las bolsas y depósitos de valores de Colombia, Perú y Chile informaron a sus respectivos reguladores la decisión de replantear el desarrollo del proceso de integración en dos fases: Fase 1. Integración mediante enrutamiento intermediado de órdenes; los intermediarios extranjeros

acceden al mercado local a través de mecanismos tecnológicos desarrollados por las bolsas y los depósitos bajo la responsabilidad del intermediario local en la negociación, compensación y liquidación de las operaciones. Se permite la oferta local de valores extranjeros debido al reconocimiento en los mercados locales de los entes emisores extranjeros. Fase 2. Integración mediante el acceso directo de los intermediarios extranjeros al mercado local siguiendo reglas de negociación armonizadas o estandarizadas, que incluyen un modelo de compensación y liquidación intrarregional (Buendía y Giraldo, 2012; Seraylán, 2012).

Finalmente, el 9 de noviembre de 2010 se da el lanzamiento del MILA, el anuncio público por parte de las bolsas y depósitos de valores de la suscripción del acuerdo de integración, así como la fecha estimada para el inicio de operaciones. En este sentido, los entes mencionados firmaron el Acuerdo de Implementación de la primera fase del proyecto de integración, alcanzándose un compromiso para realizar el estudio de viabilidad de la segunda fase. La integración de mercados lograda de esta forma se diseñó para potenciar los volúmenes de renta variable negociados en los tres países, así como para dar a los inversionistas opciones adicionales de inversión y diversificación de riesgo, en un marco de protección y transparencia del mercado (Seraylán, 2012).

Planteado de esta forma, el MILA se creó con el propósito de constituirse en un mercado de renta variable diversificado, en atractivo para cualquier tipo de inversionista, en garantía de acceso a mayores alternativas de instrumentos financieros, en mejora del balance riesgo-rentabilidad mediante la posibilidad de diversificación, y en oportunidad para acceder a mercados bursátiles con presencia de emisores posicionados en el sector energético y financiero (Colombia, México), minero (Perú, Chile), y *retail* (Chile). Con este tipo de proceso de integración los intermediarios de valores encuentran plazas bursátiles más atractivas y competitivas, aumenta el tipo y número de productos a distribuir, posibilidad de ofrecer nuevos portafolios diversificados y oportunidad de fortalecer el sector tecnológicamente replicando estándares internacionales. Para los emisores de valores se reducen los costos de capital, aumenta la demanda y mejora la competitividad al identificarse la oportunidad para hacer comparaciones con pares regionales (Buendía y Giraldo, 2012).

En este sentido, el MILA permite que cada mercado mantenga su independencia y autonomía regulatoria, con la finalidad de impulsar las complementariedades de estos a nivel individual y mantener la premisa de crecimiento en conjunto como mercado integrado. Todas las negociaciones se realizan en moneda local y mediante anotaciones en cuenta, facilitando las operaciones internacionales sin necesidad de salir de cada país. El conjunto de transacciones que se realizan en el mercado integrado buscan capitalizar y

optimizar el mercado como medio para efectuar transacciones de títulos; de esta manera, se buscan los objetivos de: a) facilitar el flujo de capitales entre los países miembro de la Alianza del Pacífico, y b) incrementar las transacciones de títulos de renta variable (acciones y cuotas de fondos mutuos, entre otros).

Así, la integración financiera que se desarrolla en el marco de la Alianza del Pacífico tiene que ver con la creación de un mercado donde el capital puede asignarse a las oportunidades de inversión más rentables, sin importar la localización del prestamista y del prestatario. Con esa finalidad se tiene un mercado único de papeles de renta variable, donde cada inversionista puede mediante su corredor de bolsa adquirir acciones en cualquiera de los cuatro países integrados, facilitándose el acceso a mercados internacionales desde el mercado local. Este esfuerzo de integración busca avanzar hasta garantizar el acceso directo de los intermediarios al MILA, integrar los mercados de renta fija y de derivados, tener reglas uniformes de negociación y permitir el trato de inversionista local a los inversionistas extranjeros (Alianza del Pacífico, 2015).

Resultados de la integración en el MILA

Con la firma de compromisos y garantía de acompañamiento por parte de cada uno de los reguladores, se llevaron a cabo las adecuaciones tecnológicas y los acuerdos comerciales necesarios que permitieron la puesta en práctica de la Fase 1 del proyecto de integración, quedando claro los modelos de negociación, compensación y liquidación a seguir en el MILA. Lo cual, en un contexto económico marcado por la profundización de la crisis de deuda en Europa (que llevó a la reducción de las expectativas de crecimiento y recuperación del mercado de valores europeo), y la rebaja en la calificación de la deuda de Estados Unidos (que impactó negativamente el mercado bursátil mundial), hicieron del nuevo mercado integrado una alternativa más rentable y menos riesgosa de inversión en la región. En sus inicios, el referido mercado donde operan las Bolsas de Valores de Chile, Perú, Colombia y México, terminó 2011 con un total de 15.553.860 millones de dólares negociados en 611 operaciones, destacando la Bolsa de Comercio de Chile como la plaza bursátil que más operaciones negoció a través de la infraestructura del mercado integrado (50,5% del total); los valores que más se intercambiaron fueron los colombianos (US\$ 7.769.022), los chilenos (US\$ 7.626.415) y los peruanos (US\$ 158.423). En cuanto al tamaño medido por la capitalización bursátil, para el mes de diciembre alcanzó los US\$ 599.271 millones, de los cuales Chile aportó 45,83%, Perú 34% y Colombia 20,17%. El número total de emisores en el mercado primario para dicho año fue de 546 firmas, 235 empresas en el mercado peruano, 227 en el chileno y 84 en el colombiano.

Como parte de la integración financiera, entre los tres mercados se crearon ocho fondos mutuos, que realizaron operaciones por 40.625 millones de dólares (MILA, 2011).

A pesar de estos resultados, el objetivo de hacer del MILA un mercado más amplio, transparente y sencillo se vio limitado por las siguientes dificultades: a) emisores restringidos de participar ante la necesidad de cumplir los criterios exigidos por los entes reguladores locales; b) funcionamiento susceptible a las coyunturas locales, debido a que en cada país fueron distintos los factores que influyeron en la evaluación del mercado de valores (situación política, confianza de los inversores en ciertos sectores, o conflictos sociales internos); c) volatilidad, la sensibilidad de las acciones a factores exógenos hicieron al mercado de valores más volátil; d) problemas técnicos, dificultades tecnológicas que interfirieron momentáneamente en el funcionamiento del MILA; e) poca claridad acerca del tema tributario, debido a que cada país planteó situaciones tributarias distintas; y f) fluidez de la información acerca de cómo era el comportamiento de los demás mercados y la manera cómo el inversionista podía enfrentar los riesgos a los que se exponía.

Con la intención de ampliar las oportunidades en los ámbitos de acción de los inversionistas se realizaron esfuerzos para superar las limitaciones antes mencionadas y en 2012 se implementaron políticas locales que favorecieron el funcionamiento de los mercados bursátiles e impactaron de manera positiva en los resultados del MILA. Así, en Chile la Superintendencia de Valores y Seguros emitió nueva normativa dirigida a incentivar la liquidez y profundidad del mercado de capitales chileno, generando incentivos para que emisores y corredores de bolsa promovieran la liquidez de los valores que tenían a disposición (Alvarado y Cuevas, 2014); en Colombia se incrementaron los esfuerzos para mejorar el flujo de información y la transparencia en la actividad bursátil, para así evitar la manipulación de cifras por parte de empresas que cotizaban en bolsa con el fin de captar nuevos recursos y facilitar el movimiento de fondos; y en Perú se implementaron políticas para bajar los costos de las transacciones (la Bolsa de Valores de Lima es la plaza más costosa de las tres que conforman el mercado integrado), regular los *trusts* de inversión inmobiliarios y permitir a los inversionistas remitir directamente sus órdenes de inversión al sistema de negociación del mercado bursátil peruano (BVL, 2012). Luego de esas medidas, se realizaron 2.132 operaciones que alcanzaron los US\$ 96.114.758; los valores que más se intercambiaron fueron los chilenos (US\$ 73.797.601), los colombianos (US\$ 15.476.725) y los peruanos (US\$ 6.840.433). Aumentó la capitalización bursátil de los mercados del MILA, alcanzándose para diciembre de 2012 un monto de 739.671 millones de dólares (incremento de 23,43% respecto a diciembre 2011), de los cuales el aporte de las compañías listadas por

mercado fue: Chile 42,38%, Colombia 36,88% y Perú 20,74%, destacando el rol preponderante de la plaza bursátil chilena la mayor parte del año. En cuanto a la evolución del volumen total negociado, para diciembre se alcanzó un monto de US\$ 8.338 millones. Durante los doce meses de 2012 el mercado integrado contó con un total de 554 emisores, ocho firmas más que el período anterior, distribuidas en 225 empresas chilenas, 82 empresas colombianas y 247 empresas peruanas; 41 intermediarios (con 47 convenios) reportaron operaciones mediante la infraestructura MILA. Durante 2012 solo se mantuvieron vigentes siete fondos mutuos en las tres plazas bursátiles, alcanzando operaciones por US\$ 57,14 millones (MILA, 2012).

Los resultados hasta aquí conseguidos permiten destacar el incremento del volumen y número de transacciones, así como el aumento del número de instrumentos y de emisores, lo cual representó mayores opciones de inversión y de financiamiento para las empresas de la región en un escenario de bajas tasas de interés que impulsaron la compra de activos de renta variable en países emergentes como los que integran el MILA. Aun así, 2012 correspondió al inicio de un proceso de consolidación, con aspectos positivos en cuanto a los temas de regulación y detalles técnicos para cerrar operaciones, pero se avanzó lentamente en atraer inversionistas, intermediarios y facilitar sus negociaciones mediante un mejor flujo de información de los mercados. Reto por atender es incentivar la creación de fondos de inversión integrado por empresas de cada uno de los países para asegurar el aumento en el volumen de operaciones y la liquidez del sistema integrado; además siguen pendientes temas como la negociación directa de monedas entre Chile, Perú y Colombia, y el conocimiento por parte de los inversionistas de las empresas listadas (Díaz Urrea, 2013).

Tomando en cuenta que los mercados de valores modernos y eficientes son la respuesta para seguir manteniendo crecimiento económico sostenible en el tiempo y una fuente confiable y alternativa de financiamiento, los países participantes del MILA implementaron localmente políticas que influyeron en la dinámica del mercado integrado. De esta forma, en Chile se siguió la discusión del proyecto de ley para mejorar el gobierno, transparencia e independencia de la Superintendencia de Valores y Seguros, y se presentó una reforma a la Ley Única de Fondos para captar inversión extranjera en los fondos de inversión colectiva y facilitar una mayor integración internacional del mercado financiero chileno (OCDE, 2013); en Colombia el Banco de la República insistió con aumentos en las tasas de interés (decisión contraria a la tomada por sus socios en el mercado) y la Bolsa de Valores de Colombia continuó dando incentivos a la implementación de buenas prácticas en la gestión de la información en las empresas que cotizan para facilitar a los inversionistas la toma de decisiones (por ejemplo, el Reconocimiento

Emisores-IR) (BVC, 2013); y en Perú se implementó una nueva normativa que eliminó la exoneración tributaria que beneficiaba a las personas que negociaban valores mobiliarios de empresas peruanas y se creó el régimen especial para emisiones de empresas corporativas con el propósito de facilitar el acceso a pequeñas y medianas compañías al mercado de valores mediante el denominado mercado alternativo de valores (BVL, 2013). En este sentido, los resultados del mercado integrado en 2013 describieron una disminución del 18,62% en el tamaño del MILA, dado que la capitalización bursátil de estos mercados pasó de US\$ 739.671 millones en diciembre de 2012 a US\$ 601.953 millones en diciembre de 2013. La participación de las compañías listadas en el mercado se distribuyó de la siguiente manera: Chile 44,19%, Colombia 35,77% y Perú 20,04%, continuando el mercado de valores chileno teniendo el mayor aporte a pesar del incremento en el último semestre del año de la contribución de la plaza bursátil colombiana. El volumen total negociado en los mercados del MILA fue US\$ 75.462 millones. Para 2013 el MILA alcanzó un total de 590 emisores, distribuidos en: 227 emisores chilenos, 81 emisores colombianos y 282 emisores peruanos. 347 intermediarios (con 45 convenios) se mantuvieron activos para llevar a cabo operaciones mediante la infraestructura MILA. Para dicho año solo seis fondos mutuos se mantuvieron vigentes en las tres plazas bursátiles, alcanzando a recaudar para operaciones solo US\$ 17,13 millones (MILA, 2013).

Durante 2013 se logró acumular la mayor cantidad de emisores dentro de la infraestructura del MILA, con lo cual se concretó una mayor oferta de empresas cotizadas por acciones, se impulsó la creación de valor para reforzar la senda de crecimiento que tenían las empresas oferentes de títulos, y se dio profundidad al mercado; se logró la complementación de los mercados al agruparse diferentes industrias y sectores de la economía en un mismo lugar; se incentivó la división del trabajo debido a los requerimiento de personas calificadas y especializadas en los temas de cada sector empresarial participante del mercado integrado; y se facilitó la diversificación del portafolio de los inversionistas (Vargas y Bayardo, 2013). A pesar de estos logros, en esta primera etapa el impacto del MILA en el sistema financiero latinoamericano fue marginal al mantenerse rezagada en términos de capitalización bursátil (segundo) y volumen tranzado (tercero) en comparación con la Bolsa de Valores de Sao Pablo y la Bolsa Mexicana de Valores (AMV, 2013). En este sentido los avances logrados resultaron mínimos en comparación con los desafíos que aún enfrentaba dicho proceso de integración: 1) armonizar los requerimientos fiscales, 2) eficiencia operacional para minimizar los costos relacionados con las transacciones y comisiones, 3) medidas para minimizar la fluctuación del tipo de cambio, y 4) homogenización de la información de los mercados.

Ante los cambios en las realidades locales (menor crecimiento de la actividad y de la demanda interna, ajuste a la baja en los niveles de inversión y depreciación de las monedas domésticas) y la modificación del panorama de la economía mundial (reducción de los precios de las materias primas, entorno de bajo crecimiento global y mayor interés por la regulación de los mercados financieros), la iniciativa de integración financiera de la Alianza del Pacífico fue reimpulsada con la incorporación de México al MILA, ampliándose de esta forma las oportunidades de diversificación a los inversionistas y reforzándose la infraestructura financiera regional. Así, ante la ausencia de coordinación de políticas económicas en este proceso de integración, en cada país se implementaron medidas que condicionaron los resultados del mercado integrado. De esta manera, en Chile la Bolsa de Comercio de Santiago emprendió cambios tecnológicos para el desarrollo de nuevos productos y servicios para inversionistas, emisores e intermediarios, se firmaron acuerdos (inicialmente con *TSX Venture Exchange*, filial de la Bolsa de Toronto, Canadá) para la creación de un nuevo mercado *venture* enfocado al financiamiento del capital para empresas en etapas tempranas de desarrollo, se comenzó con la negociación y liquidación de instrumentos extranjeros en moneda local y se inició el servicio de ruteo de órdenes para el mercado de renta fija e instrumentos de intermediación financiera (BCS, 2015); en Colombia el rebalanceo por parte de JP Morgan de los índices de la Bolsa de Valores de Colombia favoreció la inversión en dicha plaza bursátil, mientras que la incertidumbre acerca de la política económica ante un posible cambio de gobierno y la salida de algunas empresas corrigió a la baja el comportamiento del mercado financiero colombiano (Dinero, 2014); en Perú se lanzaron nuevos índices bursátiles con el propósito de aumentar la transparencia del mercado financiero peruano, se iniciaron estrategias para incentivar la práctica corporativa entre las empresas que cotizan, y el Banco Central de Reserva continuó con su política de bajas tasas de interés y medidas para controlar la volatilidad del tipo de cambio y fomentar la desdolarización (BVL, 2014); y en México, país que se incorporó al MILA en el último mes de 2014, se continuaron implementando reformas estructurales en la economía iniciadas en 2013, se inició una reforma fiscal y se dieron recortes en la tasa de interés por parte del Banco de México (Rojas y Huerta, 2015).

Por estas razones, 2014 representó el despegue de la capitalización bursátil de los mercados que componen el MILA hasta alcanzar los US\$ 987.841 millones, monto para el cual se evidenció una participación distribuida de la siguiente manera: México 48,69%, Chile 23,59%, Colombia 15,5% y Perú 12,22%, tomando el rol preponderante en la infraestructura financiera regional la plaza bursátil mexicana. El volumen total negociado en los mercados MILA durante ese año fue US\$ 246.593 millones, monto superior

al alcanzado en años previos debido al impulso dado por el volumen de las transacciones realizadas en el mercado bursátil mexicano. Durante 2014 el mercado integrado contó con un total de 738 emisores, distribuidos de la siguiente manera: 230 empresas chilenas, 74 empresas colombianas, 275 empresas peruanas y 159 empresas mexicanas. Con la participación de los intermediarios mexicanos, el MILA alcanzó la cantidad de 37 intermediarios activos (con 48 convenios), habilitados para operar dentro del mercado financiero regional y de esta forma facilitar el acceso a los inversionistas. Los seis fondos mutuos vigentes en el MILA captaron US\$ 8,54 millones de patrimonio (MILA, 2014).

Con el ingreso pleno del mercado bursátil mexicano a la infraestructura financiera del MILA, este proceso según el presidente de la Bolsa de Valores de Lima, Christian Laub, “se convirtió en el mayor mercado bursátil de la región, con más de 950.000 millones de dólares de capitalización bursátil, y más de 700 empresas inscritas” (Mariluz, 2015), y trajo como beneficios para los inversionistas: mayores alternativas de instrumentos financieros, incremento de las posibilidades de diversificación, oportunidad para crear nuevas carteras para distribuir a clientes locales; asimismo los emisores lograron acceso a un mercado más amplio y aumento de la demanda para su financiamiento tomando el interés de mayor número de inversionistas; y los intermediarios consiguieron acceso a nuevas plazas bursátiles, aumento de la gama de productos para distribuir a sus clientes y adopción de estándares internacionales de gestión de valores. Pero a pesar de estos avances, son temas pendientes la armonización tributaria (debido a las diferencias en los enfoques tributarios utilizados por los países), facilitar condiciones para el trabajo de intermediarios, definir marcos regulatorios para los fondos de inversión y seguros, y la implementación de esquemas de control de los riesgos de inversión (Contreras, 2014).

Esta nueva realidad incrementó la necesidad de atender los retos pendientes en el proceso de integración financiera y aumentó la necesidad de mayor participación de las autoridades de los cuatro países para concretar la manera como se fortalecerán los procesos de armonización, supervisión y profundización de las operaciones y el volumen operado mediante la plataforma del MILA. En este sentido, se implementaron políticas locales que condicionaron los resultados del mercado integrado. En Chile se realizaron las primeras operaciones en el nuevo Mercado *Venture* de la Bolsa de Comercio de Santiago, se firmaron acuerdos con la empresa alemana SAP para desarrollar una nueva solución tecnológica de gestión financiera y comercial para las instituciones del mercado de capitales regional, se lanzó el primer índice de sostenibilidad en Chile (el *DJSI Chile Index*) y se inició la difusión de recomendaciones para fortalecer la transparencia del mercado

bursátil chileno y perfeccionar los flujos de información que las compañías listadas proveen a sus inversionistas (BCS, 2016); en Perú la Bolsa de Valores de Lima aprobó la inscripción automática de valores extranjeros, se puso en práctica un nuevo marco regulatorio del modelo de préstamo de valores, y se aprobó la ley que reestablece la exoneración del impuesto a la ganancia de capital a partir del 2016 (BVL, 2016); en Colombia se incorporó el mercado financiero colombiano al sistema de custodios globales y se implementaron cambios metodológicos en la negociación de renta variable para dinamizar el mercado, mejorar la liquidez y ajustarse a los estándares internacionales de negociación. Finalmente, en México se concretó la emisión de 17 nuevos certificados de capital de desarrollo y se incorporaron nuevos vehículos de inversión a la oferta de la bolsa con el propósito de darle mayor tamaño y profundidad (Román, 2015).

El 2015 inició con una caída de 4,67% en el valor de la capitalización bursátil de los mercados que forman parte del MILA, al pasar de los US\$ 987.841 millones con que finalizó 2014 hasta US\$ 941.727 millones en enero de 2015; la contribución a este último valor fue de la siguiente manera: México 49,13%, Chile 23,93%, Colombia 14,75% y Perú 12,2%. Esto fue debido a un entorno condicionado por aumento en las tasas de interés de largo plazo, incremento en los incentivos al riesgo en la mayoría de los países del mundo, caída en los flujos de capital a las economías emergentes, movimientos mixtos en los precios de las materias primas y apreciación de la moneda estadounidense (Marshall, 2015), que llevó al rebalanceo de las carteras globales de inversión hacia mercados avanzados en detrimento de mercados como el que conforman Chile, Colombia, Perú y México.

En conjunto, el tamaño del MILA medido por la capitalización bursátil descendió hasta US\$ 770.803 millones en diciembre de 2015, lo que representó una caída de 28,16% respecto a diciembre de 2014. El volumen total negociado en los mercados MILA durante 2015, alcanzó los US\$ 186.881 millones, de los cuales 79,38% provino de la Bolsa Mexicana de Valores, 11,80% de la Bolsa de Comercio de Santiago, 7,80% de la Bolsa de Valores de Colombia y 1,02% de la Bolsa de Valores de Lima, resultados obtenidos principalmente por la caída en los volúmenes de las operaciones realizadas en los mercados bursátiles de Colombia y Perú. Al cierre de 2015, el mercado integrado alcanzó un total de 746 emisores, distribuidos de la siguiente forma: 224 empresas chilenas, 73 empresas colombianas, 173 empresas peruanas y 276 empresas mexicanas. Se contó con 37 intermediarios activos (con 49 convenios). Se crearon siete fondos mutuos adicionales para invertir en el mercado integrado, llegando a la mayor cifra (13) de fondos de inversión privado creados para dinamizar las operaciones que se dan en los mercados del MILA (MILA, 2015, 2016).

Retos del MILA

A cuatro años del inicio de operaciones y con los resultados antes señalados, la infraestructura que agrupa los mercados que conforman el MILA aún enfrenta retos por superar en el desarrollo de la Fase 1 del proyecto de integración financiera de la Alianza del Pacífico. Dentro del proceso mediante el cual se producen cambios regulatorios y políticos para que los mercados financieros de los diferentes países de la región se entrelacen más, se ven claros los acuerdos entre autoridades para avanzar en la plataforma del MILA (ámbito político), pero todavía no se ha hecho suficiente en cuanto a la eliminación de barreras directas e indirectas con el propósito de que las instituciones financieras e inversionistas externos operen en el ámbito local y viceversa en los mercados financieros de Perú, Chile, Colombia y México (ámbito regulatorio).

Asimismo, es tema pendiente la homogenización del tratamiento tributario a las ganancias de capital y los costos de transacción. Homologar, clarificar y coordinar entre las autoridades de cada país los tratamientos tributarios para evitar que las diferencias impositivas incentiven el arbitraje. En este sentido, una opción puede ser el uso de exenciones tributarias en relación a las ganancias de capital asociadas a la compra y venta de títulos valores (Agostini y Siravegna, 2014).

Otros desafíos pendientes del proceso de integración financiera de la Alianza del Pacífico son:

- a. Corregir los factores que hacen que los mercados bursátiles de Perú, Chile, Colombia y México no sean competitivos (por ejemplo, los elevados costos para listar una empresa en cualquiera de estas plazas).
- b. Se debe dar un rol activo a los bancos centrales de los países miembros para monitorear constantemente la evolución de los precios de los activos financieros y establecer mecanismos de intervención coordinada en caso de que sea necesario (Díaz Urrea, 2013).
- c. Luego del reimpulso dado por la inclusión del mercado de valores mexicano, es necesario buscar una nueva forma de incentivar la oferta primaria y el nivel de transacciones para lo cual puede ser útil el uso de regímenes especiales que permitan la participación de las Pymes.
- d. Se deben impulsar mayores cambios en las regulaciones para que haya más uso de mecanismos de cobertura que contrarresten la existencia de riesgo cambiario en los mercados de valores de la región.
- e. Asegurar el cumplimiento de los acuerdos acerca del movimiento de capitales alcanzados en la Declaración de Paracas, que incluye:

identificación de buenas prácticas para la atracción de inversiones; evaluar las barreras y oportunidades de inversión en los países de la Alianza del Pacífico; y elaborar proyectos que contribuyan a mejorar el clima de inversión y de comercio de servicios en los países miembros (Alianza del Pacífico, 2015).

- f. Homogenizar el flujo de información de los mercados financieros del MILA a inversionistas, intermediarios y reguladores para aumentar el volumen negociado en la plataforma financiera regional.

Como todo proceso gradual, la viabilidad del proyecto de integración financiera de la Alianza del Pacífico y el desarrollo de su Fase 2 requiere de la superación de los desafíos antes mencionados, debido a que de esta manera el proceso de liberalización e integración iniciado favorecerá la entrada de inversión extranjera directa para apalancar la actividad comercial de la región.

Conclusiones

La integración de los mercados de valores y el desarrollo de un mercado regional de capitales como objetivo de avanzada de las regiones que llevan esfuerzos de integración económica, se corresponde con un paso importante para mejorar la eficiencia en la asignación de recursos, disminuir los costos del financiamiento y reestructurar el financiamiento de las empresas que hacen vida en las economías, favoreciendo el aumento del capital y reduciendo el papel del endeudamiento. En este sentido, la integración bursátil mediante el MILA ha favorecido la eficiencia mediante economías de escala (ampliando la oferta y liquidez de los valores) y ha generado una alternativa competitiva de financiamiento para las organizaciones empresariales, mediante la emisión de valores en un mercado ampliado, trayendo beneficios adicionales a inversionistas e intermediarios bursátiles que en este participan.

En una primera etapa del proceso de integración financiera (período 2011-2013) se llevaron a cabo los procesos de adecuación y armonización de herramientas tecnológicas, así como la regulación de los procesos de negociación y custodia de valores, lo cual hizo del MILA un mercado más amplio, transparente y sencillo, lográndose un incremento del volumen y número de transacciones, además del aumento del número de instrumentos y de emisores (durante 2012). Se impulsó la creación de valor para reforzar la senda de crecimiento que tenían las empresas oferentes de títulos y se dio profundidad al mercado (durante 2013). Todos estos logros estuvieron condicionados por las siguientes dificultades: a) emisores restringidos de participar, b) funcionamiento de la infraestructura susceptible a coyunturas locales, c) incremento de la volatilidad de los mercados de valores, d)

problemas técnicos, e) poca claridad acerca del tema tributario, y f) escasa información acerca de la evolución de los mercados.

La segunda etapa del desarrollo de la infraestructura del MILA (período 2014-2015) incluyó el ingreso pleno del mercado bursátil mexicano que produjo mayores alternativas de instrumentos financieros, incremento de las posibilidades de diversificación y oportunidad para crear nuevas carteras para distribuir a clientes locales; asimismo los emisores lograron acceso a un mercado más amplio e incremento de la demanda para su financiamiento; y los intermediarios lograron acceso a nuevas plazas bursátiles, aumento de la gama de productos para distribuir a sus clientes y adopción de estándares internacionales de gestión de valores. Esta nueva realidad aumentó la obligación de atender los desafíos pendientes e incrementó la necesidad de mayor participación de las autoridades locales para definir los procesos de armonización, supervisión y profundización de las operaciones.

En ese panorama, son retos actuales del proceso de integración financiera de la Alianza del Pacífico: incrementar los cambios en el ámbito regulatorio, armonizar el tratamiento tributario, aumentar la competitividad de los mercados de valores locales, otorgar un rol activo a los bancos centrales de los países miembros, buscar nuevas formas de incentivar la oferta primaria y el nivel de transacciones, asegurar el cumplimiento de los acuerdos políticos acerca del movimiento de capitales, y homogenizar el flujo de información de los mercados financieros del MILA.

Referencias

- Alvarado, C. y Cuevas, C., 2014. *Market makers y provisión de liquidez en Chile*. [En línea] Superintendencia de Valores y Seguros. Disponible en: <https://www.svs.cl/portal/publicaciones/610/articles-16538_doc_pdf.pdf> [Consultado 15 marzo 2016].
- Agostini, C. y Siravegna, M., 2014. Efectos de la exención tributaria a las ganancias de capital en el precio de las acciones en Chile. *Revista Análisis Económico*, octubre, 29(2), pp. 25-46.
- Alianza del Pacífico. 2015. *Declaración de Paracas*. [En línea] X Cumbre de la Alianza del Pacífico, 3 de julio. Disponible en: <<https://alianzapacifico.net/?wpdmdl=4078>> [Consultado el 28 septiembre 2015].
- Álvaro, C. 2014. *La Alianza del Pacífico completa su integración financiera*. [En línea] Capital Madrid, 27 de agosto. Disponible en: <<https://www.capitalmadrid.com/2014/8/27/35029/la-alianza-del-pacifico-completa-su-integracion-financiera.html>> [Consultado el 05 abril 2015].

- AMV, 2013. *Mercado Integrado Latinoamericano MILA y plan de Monitoreo (Principios Rectores)*. [En línea] Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, 24 de octubre. Disponible en: <<http://www.supervalores.gov.pa/informacion-general/asuntos-internacionales/iarccosra/1281-mercado-integrado-latinoamericano-mila-y-plan-de-monitoreo-principios-rectores/file>> [Consultado el 25 septiembre 2015].
- BCS, 2015. *Memoria Anual 2014*. [En línea] Bolsa de Comercio de Santiago. Disponible en: <<http://www.bolsadesantiago.com/labolsa/Relacion%20Inversionistas/Memoria%20Anual%20de%20la%20Bolsa%20de%20Comercio%20de%20Santiago%202014.pdf>> [Consultado el 15 marzo 2016].
- BCS, 2016. *Estadísticas Anuales 2015*. [En línea] Bolsa de Comercio de Santiago. Disponible en: <<http://www.bolsadesantiago.com/Sintesis%20y%20Estadisticas/Estad%3%ADsticas%20Anuales%202015.pdf>> [Consultado el 15 marzo 2016].
- Buendía, A. y Giraldo, J., 2012. *Efectos del MILA en el mercado de activos financieros colombiano (año 2012)?* Tesis de maestría. Pontificia Universidad Javeriana. Bogotá, Colombia. Disponible en: <<http://repository.javeriana.edu.co/bitstream/10554/9026/1/BuendiaMayaAndresHernan2012.pdf>> [Consultado el 25 junio 2015].
- BVC, 2013. Índice de Reconocimiento IR. [En línea] Bolsa de Valores de Colombia, agosto. Disponible en: <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/indicesbursatiles?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=7ac6439c_140cb00145f_15fc0a0a600b&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-8750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b> [Consultado el 11 septiembre 2015].
- BVL, 2012. *Memoria Anual 2011*. [En línea] Bolsa de Valores de Lima. Disponible en: <<http://www.bvl.com.pe/hhii/SP0010/20120313165601/MEMORIA32SEAL322011.PDF>> [Consultado el 11 marzo 2016].
- BVL, 2013. *Memoria Anual 2012*. [En línea] Bolsa de Valores de Lima. Disponible en: <<http://www.bvl.com.pe/ceff/J00171/20130514181901/MEJ001712012AIA01.PDF>> [Consultado el 11 marzo 2016].
- BVL, 2014. *Memoria Anual 2013*. [En línea] Bolsa de Valores de Lima. Disponible en: <<http://www.bvl.com.pe/ceff/002766/20140328163701/ME0027662013AIA01.PDF>> [Consultado el 11 marzo 2016].

- BVL, 2016. *Memoria Anual 2015*. [En línea] Bolsa de Valores de Lima. Disponible en: <<http://www.bvl.com.pe/hhii/BV0001/20160226133801/MEMORIA32ANUAL322015.PDF>> [Consultado el 11 marzo 2016].
- Contreras, S. [2014]. *Alianza del Pacífico trabaja en reducción de restricciones fiscales para inversiones*. [En línea] Gestión, 24 de noviembre. Disponible en: <<http://gestion.pe/mercados/alianza-pacifico-trabaja-reduccion-restricciones-fiscales-inversiones-2114793>> [Consultado el 28 septiembre 2015].
- Díaz Urrea, C., 2013. *El MILA, el mercado financiero de la Alianza del Pacífico*. [En línea] Revista Dinero, 12 de noviembre. Disponible en: <<http://www.cid.unal.edu.co/cidnews/index.php/noticias/2295-el-mila-el-mercado-financiero-de-la-alianza-pacifico.html>> [Consultado el 15 septiembre 2015].
- Dinero, 2014. *BVC se alinea con bolsas regionales*. [En línea] Dinero, Inversionistas, 18 de junio. Disponible en: <<http://www.dinero.com/inversionistas/articulo/desvalorizacion-bolsas-latinoamericanas-2014/197563>> [Consultado el 11 septiembre 2015].
- González-Páramo, J. M., 2007. *La experiencia de integración financiera de la Unión Europea*. [En línea] II Foro Perú-Unión Europea: Una perspectiva del Perú, América Latina y Europa. Fundación Euroamérica. Lima, Perú, 29 de octubre. Disponible en: <<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2007/html/sp071029.es.html>> [Consultado el 05 abril 2015].
- Mariluz, O., 2015. *Bolsa brasileña se podría integrar al MILA*. [En línea] Gestión, 19 de marzo. Disponible en: <<http://gestion.pe/mercados/bolsa-brasilena-se-podria-integrar-al-mila-2126620>> [Consultado el 21 julio 2015].
- Marshall, Enrique (2015). “Banco Central: objetivos y políticas”. Banco Central de Chile, junio. Disponible en: <<https://fschoess.files.wordpress.com/2015/09/banco-central.pdf>> [Consultado el 11 noviembre 2015].
- MILA, 2011. *Noticias de los Mercados MILA*. [En línea] MILA News Mensual. Secretaría MILA. Disponible en: <<http://www.mercadomila.com/newsletter>> [Consultado el 10 octubre 2015].
- MILA, 2012. *Noticias de los Mercados MILA*. [En línea] MILA News Mensual. Secretaría MILA. Disponible en: <<http://www.mercadomila.com/newsletter>> [Consultado el 10 octubre 2015].
- MILA, 2013. *Noticias de los Mercados MILA*. [En línea] MILA News Mensual. Secretaría MILA. Disponible en: <<http://www.mercadomila.com/newsletter>> [Consultado el 11 octubre 2015].

- MILA, 2014. *Noticias de los Mercados MILA*. [En línea] MILA News Mensual. Secretaría MILA. Disponible en: <<http://www.mercadomila.com/newsletter>> [Consultado el 11 octubre 2015].
- MILA, 2015. *Noticias de los Mercados MILA*. [En línea] MILA News Mensual. Secretaría MILA. Disponible en: <<http://www.mercadomila.com/newsletter>> [Consultado el 11 octubre 2015].
- MILA, 2016. *Noticias de los Mercados MILA*. [En línea] MILA News Mensual. Secretaría MILA. Disponible en: <<http://www.mercadomila.com/newsletter>> [Consultado el 11 marzo 2016].
- OCDE, 2013. *Estudios económicos de la OCDE: Chile*. [En línea] OCDE. Disponible en: <<https://www.oecd.org/eo/surveys/Overview%20Chile%20spanish.pdf>> [Consultado el 11 septiembre 2015].
- Ramírez, S., 2011. *MILA: una oportunidad para todos*. Profundiza. Bogotá: Centro del Sistema Financiero, Universidad Sergio Arboleda.
- Rojas, J. y Huerta, J., 2015. Repercusiones de la volatilidad en la Bolsa Mexicana de Valores en 2014. *Economía Actual*, enero-marzo, 8(1), pp. 35-40. Disponible en: <http://www.uaemex.mx/feconomia/Publicaciones/e801/EA_ENE_MAR47.pdf> [Consultado el 11 septiembre 2015].
- Román, R., 2015. *Anuario 2015: el 2015, con magra renta para la BMV*. [En línea] El Economista, 26 de diciembre. Disponible en: <<http://eleconomista.com.mx/mercados-estadisticas/2015/12/26/anuario-2015-2015-magra-renta-bmv>> [Consultado el 11 marzo 2016].
- Seraylán, M., 2012. La integración de mercados y depositarios centrales: experiencia del MILA. En: F. Garcimartín, ed. 2012. *Estudio sobre los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores en Iberoamérica*. Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores-CNMV de España. pp. 215-232. Disponible en: <<http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2014/11/CAPITULO-7.pdf>> [Consultado el 02 julio 2015].
- Vargas, W. y Bayardo, J., 2013. El MILA. Mercado de integración entre Chile, Perú y Colombia. *Revista de Relaciones Internacionales, Estrategia y Seguridad*, enero-junio, 8(1), pp. 113-133. Disponible en: <<http://www.redalyc.org/pdf/927/92729194006.pdf>> [Consultado el 11 septiembre 2015].