

A map of Latin America is shown in the background, with countries colored in green, yellow, red, and blue. Overlaid on the map is a complex network of white lines and circles, resembling a circuit board or a digital network. A large, light yellow circle is positioned in the upper right quadrant, containing the title text.

**HOJA DE RUTA  
PARA LA  
INTEGRACIÓN  
FINANCIERA  
EN LA  
ALIANZA DEL  
PACÍFICO**

# HOJA DE RUTA PARA LA INTEGRACIÓN FINANCIERA EN LA ALIANZA DEL PACÍFICO



---

## AGRADECIMIENTOS

Este estudio fue realizado por un equipo del Centro Latinoamericano de Políticas Económicas y Sociales de la Pontificia Universidad Católica de Chile (CLAPES-UC), compuesto por Carlos Acuña y Leonardo Hernández, y contó con la coordinación de José Luis Parra, Director Ejecutivo del Observatorio Estratégico de la Alianza del Pacífico (OEAP). En las primeras etapas del proyecto también colaboraron con el equipo Pinjas Albagli y Gonzalo de la Carrera.

El trabajo no hubiese sido posible sin el valioso aporte de todos quienes dedicaron tiempo a entrevistas y/o proveyeron información específica relativa a sus sectores (véase listado en Anexo I del informe).

Queremos agradecer de manera particular a María Elena Maggi (Asociación de Aseguradores de Chile), Mónica Olivares (Banco Santander), Alejandra Saldías (LarraínVial), Jessica Soto (CONFIEP), Nicolás Almazán e Ítalo Ferrari (Bolsa de Comercio de Santiago) y Alberto Oviedo (BBVA-Scotiabank). Agradecemos también el trabajo de coordinación de Manuel José Prieto (SOFOFA) y los valiosos comentarios a versiones preliminares del informe de Daniel Fonseca (BID) y Luis Opazo (ABIF).

Todos los errores y omisiones son de exclusiva responsabilidad de los autores.

### **Edición de textos**

Antonia Campero

### **Diseño, diagramación y portada**

María Soledad Sairafi

### **Infografista**

Juan Pablo Bravo

Diciembre del 2018

## ANTECEDENTES

---

Una de las prioridades establecidas por el Consejo Empresarial de la Alianza del Pacífico (CEAP) es avanzar en la integración financiera (IF) entre los cuatro países. Para estos efectos el **CEAP constituyó un Grupo de Trabajo (GT) liderado por Chile**, el cual ha venido trabajando en la identificación de temas de interés para el sector privado, así como recomendaciones para los Ministros de Finanzas, que puedan ser susceptibles de ser analizadas conjuntamente e implementadas por los cuatro países en el corto, mediano y largo plazo.

En este contexto, en marzo de 2017 se constituyó un **Grupo Público-Privado de Integración Financiera (GPP)**, en el que participan autoridades de los gobiernos y representantes del sector privado de los cuatro países. El propósito de este grupo es justamente generar propuestas específicas, así como diseñar una agenda de trabajo conjunta que permita avanzar en la IF entre los países de la AP.

Posteriormente, en el marco de la Cumbre de Cali, Colombia, sostenida el 29 de junio de 2017, se acordó que **el GT de integración financiera** del CEAP lideraría la construcción de una **Hoja de Ruta de Integración Financiera** la que, además de las iniciativas en curso en el marco de la AP, propusiera otras acciones y recomendaciones específicas que

permitan avanzar la integración financiera entre los cuatro países de forma coordinada entre el sector público y privado.

En este contexto se solicitó el apoyo al Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y al Observatorio Estratégico de la AP (OEAP), para que, en conjunto con el Centro Latinoamericano de Políticas Económicas y Sociales de la Universidad Católica (CLAPES UC), apoyarán a los países en la elaboración de dicha Hoja de Ruta. Para ello se elaboraron Términos de Referencia (TDRs) los que fueron validados por los representantes del GT del CEAP. Asimismo, se recibió apoyo técnico y económico por parte del (BID), así como recursos económicos de la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras de Chile (ABIF) y la Fundación chilena del Pacífico.

Las propuestas y recomendaciones sugeridas en esta Hoja de Ruta son el resultado del trabajo conjunto entre la academia y los sectores privado y público. Por tratarse de propuestas preliminares, las que pueden revisarse y actualizarse en etapas posteriores, éstas requerirán de una permanente coordinación y cooperación de todos los actores relevantes para su análisis y discusión, así como para su ulterior implementación.

## RESUMEN EJECUTIVO

---

La integración financiera en la Alianza del Pacífico (AP) constituye una importante oportunidad para que las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES) del bloque logren una mayor diversificación de sus fuentes de financiamiento y los inversionistas regionales tengan más y mejores oportunidades de inversión.

Para alcanzar estos objetivos emerge, como primera prioridad, disminuir la incertidumbre y las asimetrías tributarias que existen entre los países miembros. Para esto se sugiere el establecimiento de un marco común y simple en materia tributaria, con una tasa impositiva baja, idéntica entre países AP y única para todas las rentas obtenidas por no residentes. También, para facilitar la aplicación de los tratados de doble tributación, se sugiere que se avance hacia la interconexión en tiempo (cuasi) real de las autoridades tributarias de los países AP. Además, para operar transfronterizamente se requieren procedimientos claros, simples y estandarizados en temas de registro de inversionistas, emisores y otros. Para esto se recomienda establecer un registro/código único de contribuyentes AP, así como relajar algunas normas que rigen al sector bancario. Asimismo,

los países deben avanzar hacia la adopción de los mejores estándares internacionales en materia de entrega de información a los mercados, por ejemplo, adoptando la normativa *Undertakings for the Collective Investment of Transferable Securities* (UCITS) para la iniciativa Pasaporte de Fondos. Por último, se requiere que algunos de los países miembros desarrollen sistemas de compensación y liquidación en moneda extranjera (dólar) a nivel local. Todo lo anterior puede y debe lograrse a través de un proceso de varios años, el cual requerirá de un esfuerzo importante y continuo de coordinación entre los cuatro países miembros de la AP.

Sin perjuicio de lo anterior, el análisis económico indica que para alcanzar mayor integración se necesita una jurisdicción única. Se sugiere entonces que en paralelo y/o en una segunda etapa la AP converja a un mercado regional único. Esta solución permitiría explotar mejor las economías de escala presentes en el proceso de intermediación financiera, incrementando así el atractivo del bloque tanto para inversionistas de la región como de fuera de ésta.

## CONTENIDOS

---

|   |    |
|---|----|
| Siglas y acrónimos  | 6  |
| I. Introducción   | 7  |
| II. Revisión de la literatura y diagnóstico inicial   | 9  |
| II.A. Descripción de los mercados financieros de la Alianza del Pacífico  | 10 |
| II.B. Integración Financiera de la AP con el resto del mundo  | 12 |
| II.C. Integración Financiera entre los países de la AP  | 15 |
| II.D. Beneficios de una mayor integración financiera  | 16 |
| III. Aspectos transversales: tributación, mercado cambiario y regulación  | 19 |
| III.A. Aspectos tributarios   | 19 |
| III.B. Aspectos cambiarios  | 22 |
| III.C. Aspectos regulatorios  | 24 |
| a) Mercados bursátiles  | 24 |
| b) Fondos de Pensiones  | 24 |
| c) Servicios bancarios  | 26 |
| d) Compañías de seguros   | 27 |
| III.D. Jerarquización   | 28 |
| IV. Integración vs. Intermediación financiera   | 29 |
| V. Análisis de iniciativas específicas  | 32 |
| V.A. Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)   | 32 |
| a) MILA versus otros vehículos de inversión   | 33 |
| b) MILA y Aspectos transversales  | 36 |
| V.B. Pasaporte de Fondos  | 37 |
| VI. La Alianza del Pacífico como Centro Financiero Regional   | 39 |
| VI.A. Centro financiero regional: modelos alternativos  | 39 |
| VI.B. Integración total de los mercados financieros de la AP: reducción de costos   | 39 |
| VI.C. Integración total de los mercados financieros de la AP: resolución de conflictos y marco jurídico   | 41 |
| VI.D. Integración total de los mercados financieros de la AP: competencia tributaria  | 43 |
| VII. Resumen y conclusiones: Hoja de Ruta para la Alianza Pacífico  | 45 |
| Referencias   | 50 |
| Anexo I: Listado de personas entrevistadas  | 52 |
| Anexo II: Encuestas   | 56 |
| Anexo III: Mercados cambiarios directos monedas AP  | 60 |
| Anexo IV: Tasa de impuesto aplicable a inversionistas extranjeros en centros financieros globales y países de la Alianza del Pacífico (versión detallada) | 61 |

## SIGLAS Y ACRÓNIMOS

---

|       |  |
|-------|--|
| AP    | Alianza del Pacífico   |
| PYMEs | Pequeñas y medianas empresas   |
| UCITS | <i>Undertakings for the Collective Investment of Transferable Securities</i> |
| IF    | Integración Financiera   |
| CEAP  | Consejo Empresarial de la Alianza del Pacífico                               |
| FPs   | Fondos de Pensiones  |
| MILA  | Mercado Integrado Latino Americano   |
| RUT   | RoI Único Tributario   |
| DCVs  | Depósitos Centrales de Valores   |
| FFMM  | Fondos Mutuos  |
| OICV  | Organización Internacional de Comisiones de Valores                          |
| ARFP  | <i>Asian Region Funds Passport</i>   |
| KIID  | <i>Key Investor Information Document</i>                                     |

## I. INTRODUCCIÓN

---

La Alianza del Pacífico (AP) es una iniciativa de integración regional conformada por Chile, Colombia, México y Perú. Oficialmente creada el 28 de abril de 2011, su principal objetivo es desarrollar una zona de integración económica que permita avanzar progresivamente hacia la libre circulación de bienes, servicios, capitales y personas.

La integración financiera (IF) constituye uno de los pilares fundamentales de la AP. Establecer un mercado financiero integrado de la AP, que comprenda tanto instrumentos de renta fija como variable, así como servicios financieros, es clave para lograr el objetivo estratégico acordado por los gobiernos de los países miembros.

El presente estudio pretende contribuir al logro de dicho objetivo, en particular en su dimensión financiera. Respondiendo a un mandato del grupo de trabajo público-privado de integración financiera de la AP (véase sección Antecedentes), el estudio propone una Hoja de Ruta que integra los esfuerzos conjuntos que en materia de IF deberían realizarse en el corto, mediano y largo plazo.

La metodología seguida consistió, en primer lugar, en una revisión de la bibliografía existente sobre integración financiera con especial foco en la AP, para lograr una primera aproximación sobre los beneficios potenciales, desafíos y eventuales directrices para la integración financiera en el bloque. En segundo lugar, se procedió a la realización de entrevistas presenciales en Chile y remotas en los otros países del bloque, tanto a agentes públicos como privados, con el fin de validar los hallazgos de la revisión bibliográfica, identificar las barreras más relevantes que limitan esta integración y que no son mencionadas en

la literatura y, por último, abordar posibles propuestas de solución (en el Anexo I se presenta el listado de las personas entrevistadas). Finalmente, para incorporar de mejor manera la percepción de los agentes de los restantes países en el análisis, se procedió a realizar encuestas online, las que fueron diseñadas siguiendo una estructura similar a la establecida para las entrevistas (las encuestas se presentan en el Anexo II) y se realizó una videoconferencia con representantes del sector financiero de Perú.

Cabe mencionar que los resultados obtenidos en las etapas dos y tres (entrevistas y encuestas) podrían adolecer de poca representatividad por tratarse de muestras pequeñas y, en el caso de las entrevistas, sobre-representar la visión de agentes chilenos<sup>1</sup>. Creemos, sin embargo, que este sesgo se atenúa por tratarse de encuestas a expertos las que suelen tener mayor representatividad que aquellas realizadas sobre un público general. Sin perjuicio de lo anterior, las propuestas y análisis que aquí se presentan son para su discusión entre autoridades y representantes del sector privado de todos los países de la AP.

La metodología utilizada, no permite cuantificar los efectos que la remoción de las actuales barreras financieras tendría sobre el grado de integración de los países del bloque. Estos efectos podrían estimarse en una próxima etapa usando una metodología distinta.

<sup>1</sup> Los resultados de entrevistas remotas y encuestas online creemos recogen adecuadamente las visiones de agentes de mercado en Perú y Colombia, donde la tasa de respuesta y participación fue mayor, pero no así de agentes privados de México.



Este trabajo analiza la integración financiera de la AP como un proceso compuesto de dos etapas: la etapa 1 busca la coexistencia de cuatro mercados altamente inter-conectados entre sí, mientras que la etapa 2 busca mayor integración con la economía global mediante la creación de un mercado regional único. En este sentido, al incorporar la etapa 2, este trabajo cambia la concepción y diseño de una **Hoja de Ruta** en el mediano y largo plazo.

El documento está organizado de la siguiente manera. La sección II presenta un breve resumen de la literatura y hace un diagnóstico del problema. En la sección III se discuten tres áreas específicas que directa o indirectamente limitan las transacciones financieras entre los países de la AP (aspectos tributarios, cambiarios y regulatorios). Estas áreas fueron detectadas en la revisión de la literatura y validadas en las entrevistas con agentes de mercado. La sección IV discute el marco conceptual bajo

el cual proponemos se debe analizar el proceso de integración financiera, que no es otro que el de intermediación financiera transfronteriza. Esta sección se introduce con el fin de ayudar a identificar otras dimensiones que pueden estar frenando la integración financiera dentro del bloque y de éste con la economía global. La sección V analiza, a la luz del marco conceptual, dos iniciativas específicas que han sido introducidas en el contexto de la integración financiera de la AP (Mercado Integrado Latinoamericano y Pasaporte de Fondos), con el fin de entender sus resultados. En base a los resultados de las secciones IV y V, la sección VI presenta la segunda etapa de integración, esto es, el proceso que debe ocurrir si el bloque pretende posicionarse como un centro financiero regional altamente integrado con la economía global. Finalmente, la sección VII concluye detallando la **Hoja de Ruta** para la integración financiera (IF) de los países de la AP.

## II. REVISIÓN DE LA LITERATURA Y DIAGNÓSTICO INICIAL

Se entiende como Integración Financiera (IF) al vínculo que existe entre los mercados financieros de dos o más países (Enoch et al., 2017). La IF puede adoptar diversas formas, en particular (i) un mayor flujo de capitales transfronterizos entre los países y/o (ii) un aumento en la correlación o co-movimiento entre los precios de los activos financieros. En el caso de los capitales transfronterizos se cuentan un mayor número de demandantes de crédito (firmas, bancos) obteniendo financiamiento en mercados externos o una mayor participación de agentes extranjeros (ahorrantes) en los mercados financieros locales. Para que ocurra IF se requiere coordinación entre los agentes reguladores y la unificación de las infraestructuras de mercado, para que los pagos y liquidaciones asociadas puedan hacerse a un bajo riesgo de contraparte.

Los beneficios de una mayor IF representan una mayor competencia en el mercado de crédito (tasas más competitivas) – lo que promueve la eficiencia en el uso de los recursos y, por ende, mayor inversión y más crecimiento económico – así como mejores oportunidades para diversificar tanto inversiones como fuentes de financiamiento, lo que permite mitigar de mejor manera los efectos de shocks idiosincráticos adversos (Bekaert et al., 2006; Enoch et al., 2017).

La literatura indica que, además del adecuado funcionamiento e inter-conexión de los sistemas de compensación, liquidación y pagos, entre las dimensiones más importantes que pueden inhibir la IF se encuentran la regulación y supervisión de las instituciones financieras y el tratamiento tributario de las operaciones transfronterizas (Larrain, 2014 y 2016; Perry y Auvert, 2016; Enoch et al., 2017).

En lo que respecta a la IF en la AP, Larraín (2016) y Perry y Auvert (2016) plantean que los países

miembros deben converger a los mejores estándares en materia regulatoria y reducir las dispersiones en sus marcos tributarios. Asimismo, estos autores destacan la relevancia que las infraestructuras a cargo de los servicios de compensación, liquidación y pagos operen de manera más eficiente y segura, tal que se garantice el buen término (o cierre) de las transacciones. Enoch et al. (2017) llegan a conclusiones similares. Entre las recomendaciones específicas que adelanta la literatura están:

- **Que los emisores partícipes de un mercado integrado adopten altos estándares en materia de gobierno corporativo (Larraín, 2016);**
- **Realizar mayores avances en cuanto a los tratados para evitar la doble tributación, de manera que los inversionistas tengan mayor certeza de que no enfrentarán esta situación al realizar operaciones transfronterizas (Perry y Auvert, 2016);**
- **Converger a una Bolsa de Valores única para explotar economías de escala (Perry y Auvert, 2016);**
- **Levantar los límites sobre la inversión que pueden realizar los Fondos de Pensiones (FPs) en el exterior (Enoch et al., 2017).**

Cabe destacar, sin embargo, que esta literatura no analiza las ventajas y desventajas de la IF en la AP en comparación a la integración financiera con el resto del mundo; de hecho, la literatura especializada no discute explícitamente el problema de cómo el bloque AP se integra a la economía global.

Antes de discutir la viabilidad y racionalidad de alcanzar un mayor grado de IF al interior de la AP, vale la pena describir los mercados de los cuatro países miembros, para tener una noción de su tamaño relativo en relación a la economía global y su

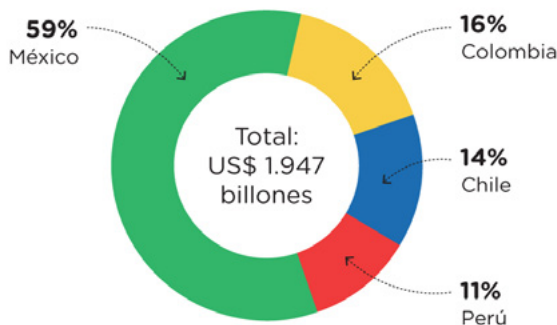
situación relativa en términos del grado de integración existente entre ellos y con el resto del mundo. Esto se hace en las subsecciones siguientes.

## II.A. Descripción de los mercados financieros de la Alianza del Pacífico

El PIB total de los países de la AP en 2017 asciende a US\$ 1.947 billones<sup>2</sup>. México es el país más grande del bloque, con un PIB de US\$ 1.150 billones, seguido en segundo, tercer y cuarto lugar por Colombia, Chile y Perú respectivamente (**Figura 1**).

Para tener mayor claridad respecto a la participación de los países de la AP en la economía global, la **Figura 2** muestra la fracción que representa el PIB total del bloque en el PIB de Estados Unidos, Alemania, Japón y Brasil. La suma de los PIB de los cuatro países de la AP equivale solo al 10% del PIB de Estados Unidos, mientras que representa el 95% del PIB de Brasil. En el caso de Alemania y Japón esta cifra alcanza el 53% y 40% respectivamente.

**Figura 1:**  
PIB de los países de la Alianza del Pacífico (US\$ billones), 2017

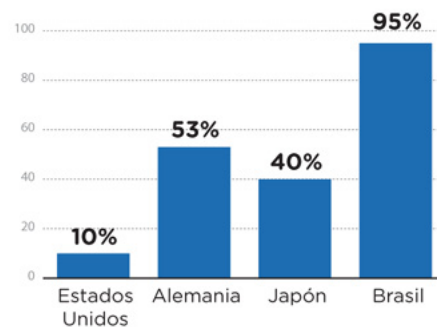


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

Respecto a la capitalización bursátil, ésta bordea los US\$ 930 billones para el conjunto de países de la AP. México mantiene el primer lugar en esta dimensión, seguido de Chile, Colombia y Perú (**Figura 3**). El diagnóstico tanto a nivel agregado como individual, es similar al analizar el crédito al sector privado (**Figura 4**).

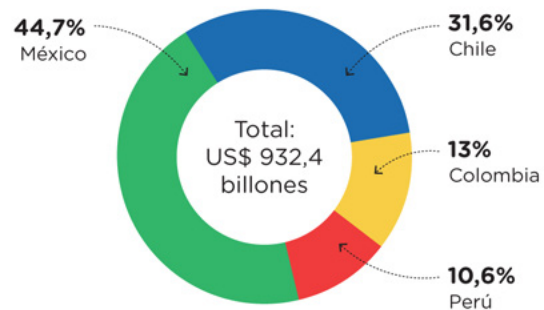
<sup>2</sup> En este documento la expresión billones se refiere al concepto anglosajón (1 billón = mil millones).

**Figura 2:**  
PIB total de la Alianza del Pacífico como porcentaje del PIB de países seleccionados, 2017



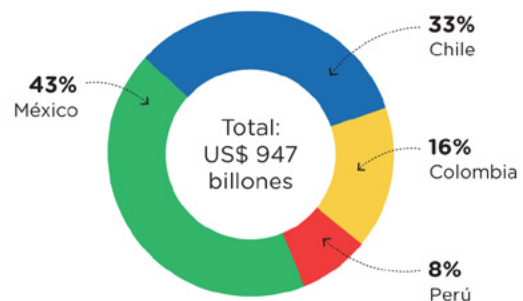
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

**Figura 3:**  
Capitalización Bursátil de los países de la Alianza del Pacífico (US\$ billones), 2017



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

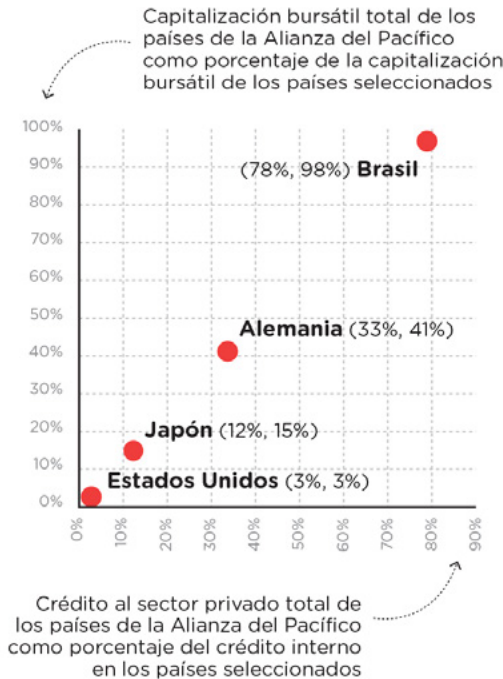
**Figura 4:**  
Crédito al sector privado en los países de la Alianza del Pacífico (US\$ billones), 2017



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

**Figura 5:**

Capitalización bursátil y crédito al sector privado total de la Alianza del Pacífico como fracción de los indicadores respectivos de países seleccionados, 2017



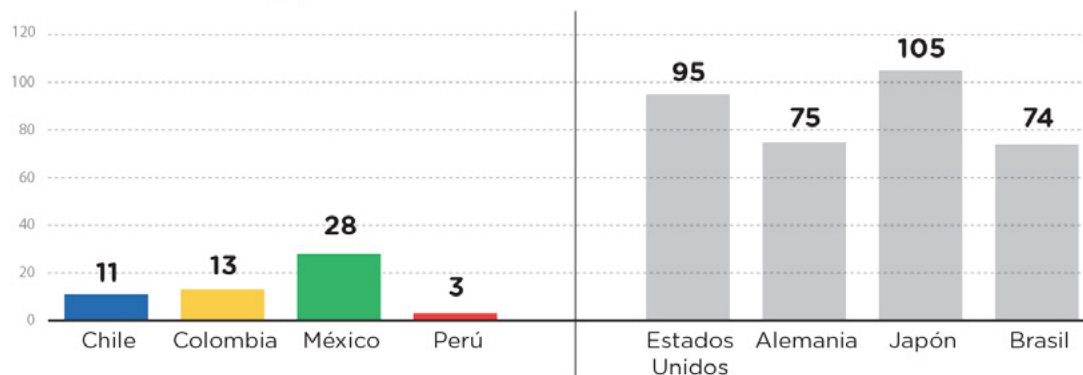
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

La **Figura 5** ilustra los porcentajes que representan la capitalización bursátil (eje vertical) y el crédito al sector privado total (eje horizontal) de los cuatro países de la AP, en los indicadores respectivos de Estados Unidos, Alemania, Japón y Brasil. El crédito al sector privado de la AP equivale al 78% del crédito de este tipo registrado en Brasil, mientras que este último país y la AP serían prácticamente iguales en cuanto a capitalización bursátil. Por otra parte, de modo similar a lo presentado en la **Figura 2**, la **Figura 5** sugiere que los mercados financieros de la AP, incluso considerados de forma conjunta, son pequeños comparados con los de Estados Unidos, Alemania y Japón.

Además del tamaño, otra dimensión relevante de los mercados bursátiles es su liquidez. La **Figura 6** muestra que los mercados bursátiles de la AP tienen una baja liquidez comparado con los de Estados Unidos, Alemania, Japón y Brasil.

**Figura 6:**

Índice de Rotación\* Accionaria del Mercado Bursátil para países de la Alianza del Pacífico y países seleccionados, 2016

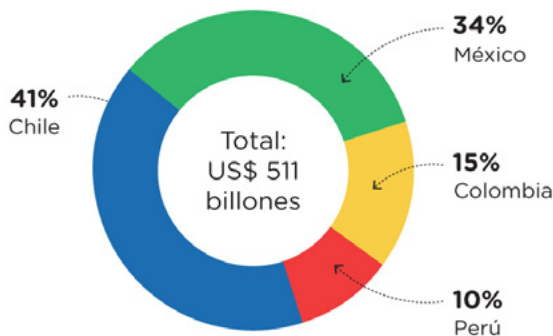


Nota: (\*) Se entiende por rotación el cociente entre transacciones totales y capitalización.  
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

La **Figura 7** muestra que, contrario a lo observado en los indicadores anteriores, Chile tiene los FPs de mayor tamaño al interior del bloque (US\$ 211 billones). México, Colombia y Perú se ubican en segundo, tercer y cuarto lugar, en línea con sus respectivos PIB. Adicionalmente, en contraste a las comparaciones previas, el tamaño total de los FPs de la AP (US\$ 511 billones) supera ampliamente al de los FPs de Alemania y Brasil (**Figura 8**).

**Figura 7:**

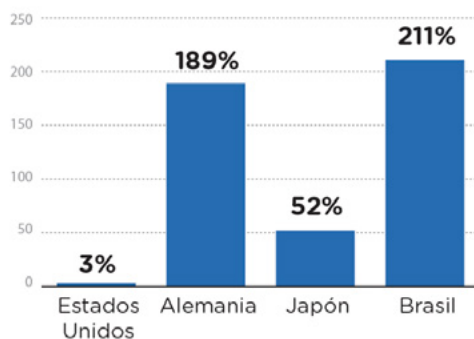
Tamaño de los Fondos de Pensiones de los países de la Alianza del Pacífico (US\$ billones), 2017



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

**Figura 8:**

Tamaño total de los Fondos de Pensiones de la Alianza del Pacífico como porcentaje del tamaño de los Fondos de Pensiones de países seleccionados, 2017



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la OCDE.

Se desprende de las figuras anteriores que la AP como bloque, si bien es pequeña respecto a la economía global, es similar a Brasil, lo que pone de manifiesto el potencial beneficio que tendría posicionar a la Alianza como un centro financiero regional, con mercados perfectamente integrados, un mayor volumen de transacciones y por ende liquidez<sup>3</sup>.

A continuación evaluamos el grado de integración financiera que existe entre los países de la AP y el mundo y los potenciales beneficios de avanzar en esta dirección.

## II.B. Integración Financiera de la AP con el resto del mundo

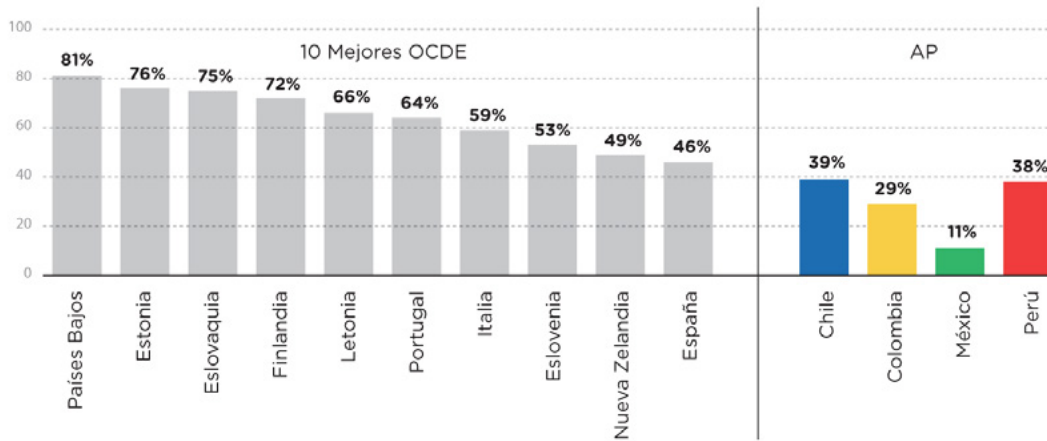
En lo que respecta a los precios de activos, los hallazgos de Sandoval et al. (2015) indican que los índices accionarios de los países de la AP están altamente correlacionados con, y por ende los mercados bursátiles altamente integrados a, la economía global<sup>4</sup>. No obstante, cabe notar que los índices accionarios están compuestos por las empresas de mayor tamaño de cada uno de los países de la AP y, en consecuencia, lo encontrado para los índices accionarios no es necesariamente extensible al resto de los agentes y/o instrumentos que forman parte de los países de la AP. En efecto, otros indicadores sugieren que los países de la AP están escasamente integrados con el resto del mundo en términos financieros. Por ejemplo, la inversión en activos extranjeros que realizan los Fondos de Pensiones y las compañías de seguros de los países del bloque es baja respecto a estándares internacionales (ver **Figuras 9 y 10** respectivamente). Lo mismo ocurre con otros indicadores como el volumen de operaciones de *factoring* in-

<sup>3</sup> Cabe destacar que, con el fin último de integrar y aumentar la profundidad y liquidez de los mercados regionales, durante los últimos cuatro años la Bolsa de Valores de Sao Paulo (Bovespa) ha incrementado su participación accionaria en las Bolsas de Valores de los países de la AP, teniendo en la actualidad participaciones de 10,4%, 9,9%, 8,59% y 4,1% en las Bolsas de Valores de Chile, Colombia, Perú y México respectivamente (El Economista, 26 de enero de 2017).

<sup>4</sup> Una alta integración significa que los precios de los activos en el mediano plazo se explican sólo por sus movimientos con la economía (o el mercado) global, lo cual implica que sus precios muestren una alta correlación.

**Figura 9:**

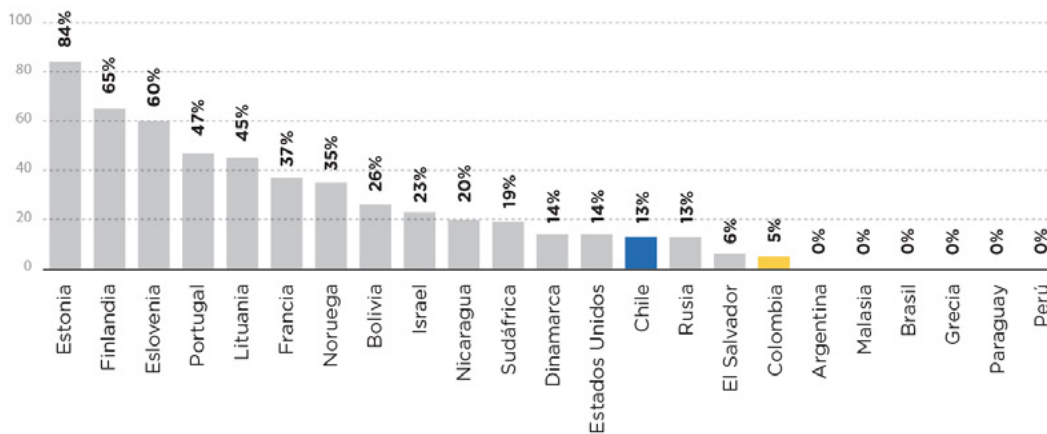
Inversión de los fondos de pensiones en el extranjero como porcentaje del total de activos del fondo, 2016



Fuente: OCDE.

**Figura 10:**

Inversión de las compañías de seguros en el extranjero como porcentaje de la inversión total, 2016



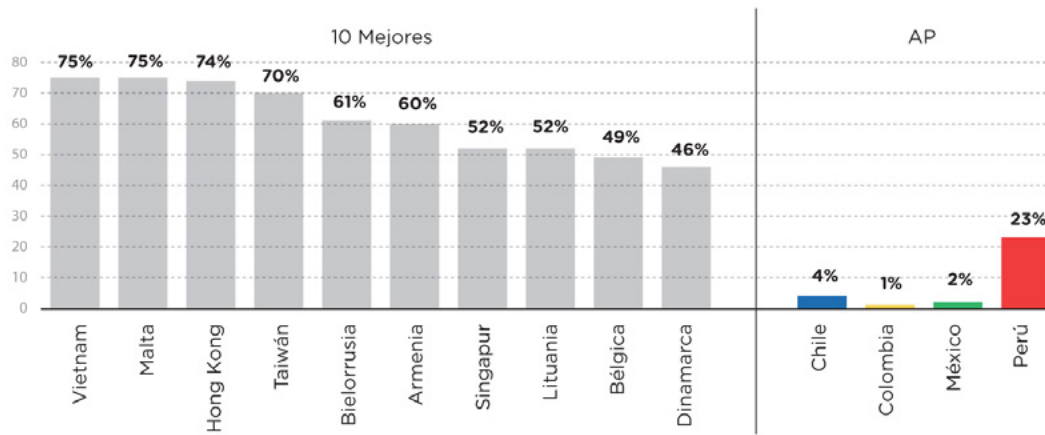
Nota: En el caso de México no es posible realizar este ejercicio porque no se distingue entre las inversiones realizadas en activos domésticos y extranjeros. Fuente: OCDE.

ternacional y los préstamos bancarios internacionales<sup>5</sup> (ver Figuras 11 y 12 respectivamente). Estos antecedentes sugieren que hay espacio para una mayor integración financiera de los países de la AP con la economía global.

5 Enoch et al. (2017) llegan a la misma conclusión utilizando indicadores macroeconómicos, tales como la suma de activos y pasivos en el exterior y el total de inversiones de portafolio en el extranjero.

**Figura 11:**

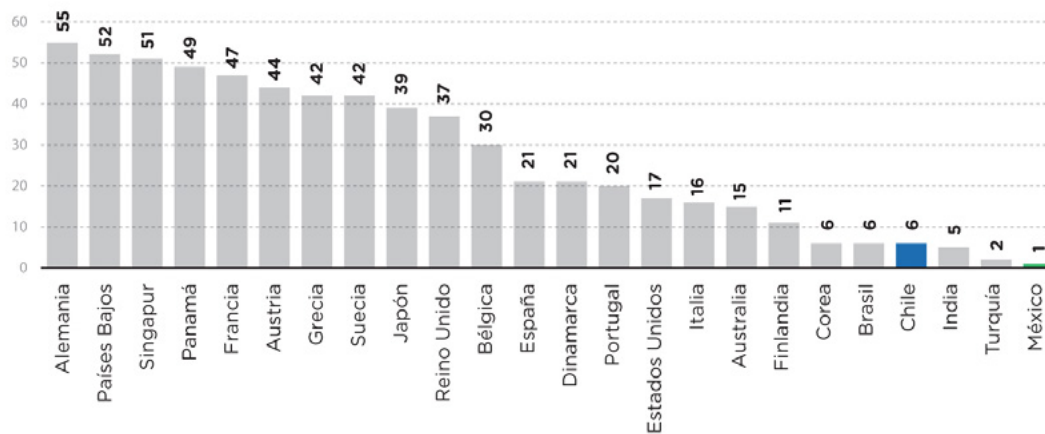
Volumen Operaciones de Factoring Internacional como porcentaje del Volumen Total de Operaciones de Factoring, 2016



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Factors Chain International y Banco Mundial.

**Figura 12:**

Préstamos Internacionales como porcentaje de Activos del Sector Bancario, 2015



Nota: No es posible realizar este ejercicio para Colombia y Perú porque no se cuenta con información acerca de los préstamos internacionales realizados por estos países. Fuente: Elaboración propia en base a datos del Bank for International Settlements, Banco Mundial y FMI.

## II.C. Integración Financiera entre los países de la AP

Es plausible que, a pesar de estar escasamente integrados con la economía global en términos financieros, los países de la AP estén altamente integrados entre sí.

En este contexto, la **Tabla 1** muestra la inversión de portafolio que cada país de la AP realiza en activos domésticos (aproximada ésta mediante la inversión de este tipo que realizan los FPs) y en los restantes países del bloque. Los elementos que se encuentran en la diagonal de esta tabla (en rojo) muestran, en línea con las **Figuras 9 a 12**, que en todos los países miembros la inversión doméstica supera notoriamente la inversión en los otros países del bloque<sup>6</sup>. Esto último no implica necesariamente que los otros países estén sub-representados en los portafolios de cada país AP – en otras palabras, aunque sustancialmente menores a los US\$ 106,4 billones invertidos domésticamente, no se puede concluir que los montos que Chile tiene invertidos en Colombia, Perú y México sean “bajos”.

Para determinar si la inversión que cada país realiza en el resto de los miembros del bloque es

“baja” o “alta” se requiere un portafolio de referencia. Para este propósito usamos el porcentaje que cada país representa en el PIB mundial, bajo el supuesto que en un portafolio bien diversificado globalmente, la participación de los activos de cada país no debiera diferir significativamente de la fracción que éste representa en la economía mundial.

La **Tabla 2** muestra la distribución que tendrían las inversiones domésticas y en los países AP si cada país diversificara sus inversiones de acuerdo a las participaciones de los respectivos PIB en el PIB mundial. El contraste de la **Tabla 2** con la **Tabla 1** sugiere que las inversiones domésticas debieran reducirse de manera significativa<sup>7</sup>. Por otra parte, sí habría espacio para que Colombia incremente su exposición a Chile y México, y para que este último país aumente su exposición en cada uno de los restantes miembros del bloque (ver valores destacados en rojo en **Tabla 2**). Estos hallazgos sugieren que hay espacio para una mayor integración financiera (vía mayor inversión transfronteriza) entre los países de la AP.

Dados los resultados anteriores – que habría espacio para una mayor integración financiera de los países de la AP con la economía global, así como

**Tabla 1**

Inversiones de portafolio domésticas y entre países de la Alianza del Pacífico (US\$ millones), 2016

|                 |          | País de Origen |               |                |               |
|-----------------|----------|----------------|---------------|----------------|---------------|
|                 |          | Chile          | Colombia      | México         | Perú          |
| País de Destino | Chile    | <b>106.433</b> | 163           | 41             | 1.516         |
|                 | Colombia | 1.347          | <b>45.850</b> | 141            | 1.504         |
|                 | México   | 3.987          | 267           | <b>139.288</b> | 718           |
|                 | Perú     | 1.437          | 325           | 10             | <b>25.530</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la OCDE y del Fondo Monetario Internacional.

<sup>6</sup> Este sesgo doméstico de las inversiones está en línea con los hallazgos del clásico trabajo de Feldstein y Horioka (1980).

<sup>7</sup> Como los valores de la Tabla 2 se basan en subestimaciones del stock total susceptible de ser invertido, no puede concluirse que la inversión doméstica en cada caso debiese ser menor a la real, aunque la magnitud de las diferencias entre las Tablas 1 y 2 así lo sugiere.



**Tabla 2**

Distribución inversiones de portafolio domésticas y entre países de la Alianza del Pacífico en base a participaciones en PIB Global (US\$ millones), 2016

|                 |          | País de Origen |          |        |      |
|-----------------|----------|----------------|----------|--------|------|
|                 |          | Chile          | Colombia | México | Perú |
| País de Destino | Chile    | 851            | 250      | 607    | 162  |
|                 | Colombia | 954            | 280      | 680    | 181  |
|                 | México   | 3.667          | 1.075    | 2.613  | 696  |
|                 | Perú     | 652            | 191      | 465    | 124  |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la OCDE y del Fondo Monetario Internacional.

dentro del bloque -, cabe preguntarse cuáles podrían ser los potenciales beneficios de avanzar hacia una mayor integración financiera (global o de la AP). Esto se analiza a continuación.

#### II.D. Beneficios de una mayor integración financiera

La IF, al aumentar la disponibilidad de fondos provenientes desde el exterior, permite que las instituciones financieras otorguen financiamiento a tasas más competitivas, promoviendo de esta manera la inversión y el crecimiento económico (Enoch et al., 2017)<sup>8</sup>. Por otra parte, al ofrecer mayores alternativas para diversificar tanto las inversiones como las fuentes de financiamiento, la integración financiera permite mitigar los efectos de shocks macroeconómicos idiosincráticos adversos (Beckaert et al., 2006).

La diversificación de una cartera será más efectiva mientras menor sea el co-movimiento o correlación entre los activos que la componen. Esto, porque cuanto menor sea la correlación entre estos activos, mayor será la diferencia en su comportamiento cuando existan movimientos de mercado. En una cartera compuesta por activos con baja correlación, la caída en la cotización de un determinado activo no necesariamente estará acom-

pañada por una merma en la misma de los otros activos, pudiendo éstos incluso aumentar su cotización y así compensar la pérdida generada por la reducción en el precio del activo en cuestión.

El coeficiente de correlación es la métrica estadística usualmente utilizada para cuantificar el grado de co-movimiento entre dos variables, estando su valor contenido en el intervalo entre +1 y -1. Los valores cercanos a cero indican que no existe asociación entre las variables. Por el contrario, cuando el coeficiente es cercano a +1 se está en presencia de correlación fuerte, mientras que los valores próximos a -1 indican una correlación negativa alta. Cuando los coeficientes de correlación son más bajos existe un mayor beneficio potencial de diversificación.

La **Tabla 3** muestra los coeficientes de correlación entre las tasas de crecimiento económico anual de los países de la AP y la economía mundial para el periodo 1980-2017, mientras que la **Tabla 4** muestra lo mismo entre los cambios de los índices accionarios de los países de la AP con el índice Dow Jones estadounidense - el cual se utiliza como *proxy* de un índice accionario global - para el periodo agosto 2002-noviembre 2018. No se espera que los valores contenidos en las **Tablas 3** y **4** sean iguales porque (1) los índices accionarios no son representativos de la economía de los países como un todo y (2) porque la integración financiera con la economía mundial no está

<sup>8</sup> Bajo el supuesto que la tasa de interés que se materializaría en autarquía es superior a la tasa de interés (corregida por riesgo) que equilibra el mercado de fondos a nivel global.

**Tabla 3**

Coefficientes de correlación entre tasas de crecimiento anual de países AP y economía mundial, 1980-2017

|          |             |
|----------|-------------|
| Chile    | <b>0,42</b> |
| Colombia | <b>0,38</b> |
| México   | <b>0,29</b> |
| Perú     | <b>0,08</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

**Tabla 4**

Coefficientes de correlación entre los cambios porcentuales de los índices accionarios de países AP y el índice Dow Jones, agosto 2002- noviembre 2018 (frecuencia mensual)

|          |             |
|----------|-------------|
| Chile    | <b>0,41</b> |
| Colombia | <b>0,27</b> |
| México   | <b>0,60</b> |
| Perú     | <b>0,42</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a series históricas de los índices accionarios en cuestión.

capturada completamente debido a que el Dow Jones representa solamente a Estados Unidos. En efecto, al contrastar las **Tablas 3 y 4** se desprende que sólo Chile presenta el mismo grado de integración con el mundo tanto en términos reales como financieros. Al analizar los restantes países con mayor detalle, se observa que Colombia está más integrada en términos reales que financieros, mientras que ocurre lo contrario con México y Perú<sup>9</sup>. Las correlaciones presentadas en las **Tablas 3 y 4** sugieren potenciales ganancias en términos de diversificación de una mayor integración real de los cuatro países y financiera de tres de ellos con el mundo.

De manera análoga, la **Tabla 5** muestra los coeficientes de correlación entre los shocks idiosincráticos<sup>10</sup> de los países de la AP para el periodo 1980-2017, mientras que la **Tabla 6** muestra las correlaciones entre los shocks idiosincráticos experimentados por los mercados (índices) accionarios

de la AP en el periodo agosto 2002-noviembre 2018<sup>11</sup>. Más importante que lo reportado por las **Tablas 3 y 4**, las bajas correlaciones presentadas en las **Tablas 5 y 6** sugieren potenciales beneficios en cuanto a diversificación de una mayor integración real y financiera entre los cuatro países del bloque.

Estas potenciales ganancias en diversificación están en línea con el apetito por mayor integración regional que sugieren los resultados de una encuesta realizada a 52 agentes de los mercados de la AP (de ahora en adelante Encuesta I), quienes en un 75% de los casos señalaron que su organización ve un potencial de incrementar su inversión y/o volumen de negocios en los demás países del bloque (ver **Figura 13**).

9 Lo encontrado para México podría explicarse por la cercanía de este país con EE.UU. y por estar utilizándose el Dow Jones como métrica financiera de la economía global.

10 Para identificar los shocks idiosincráticos se estimó la regresión  $Crecimiento\_PIB\_Real_t = \beta_1 + \beta_2 Crecimiento\_PIB\_Global_t + \varepsilon_t$  en cada uno de los países de la AP, donde  $\varepsilon_t$  agrupa el conjunto de shocks idiosincráticos ocurridos en el año  $t$ . El  $R^2$  promedio de estas regresiones es igual a 10,3%, lo cual sugiere que los shocks idiosincráticos desempeñan un rol importante para explicar las variaciones en las tasas de crecimiento de los países de la AP.

11 Para estimar los shocks idiosincráticos asociados a los mercados (índices) accionarios de los países de la AP se utilizó una metodología similar a la descrita para las tasas de crecimiento, siendo la variación porcentual del índice Dow Jones la variable explicativa de referencia en este caso.

**Tabla 5**

Coeficientes de correlación entre shocks idiosincráticos de países AP, 1980-2017

|                 | Shocks Chile | Shocks Colombia | Shocks México | Shocks Perú |
|-----------------|--------------|-----------------|---------------|-------------|
| Shocks Chile    | 1            |                 |               |             |
| Shocks Colombia | 0,39         | 1               |               |             |
| Shocks México   | 0,29         | 0,31            | 1             |             |
| Shocks Perú     | 0,19         | 0,33            | 0,02          | 1           |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

**Tabla 6**

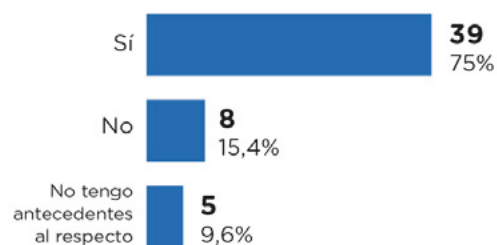
Coeficientes de correlación entre shocks idiosincráticos de los mercados (índices) accionarios de países AP, agosto 2002-noviembre 2018

|                 | Shocks Chile | Shocks Colombia | Shocks México | Shocks Perú |
|-----------------|--------------|-----------------|---------------|-------------|
| Shocks Chile    | 1            |                 |               |             |
| Shocks Colombia | 0,26         | 1               |               |             |
| Shocks México   | 0,30         | 0,43            | 1             |             |
| Shocks Perú     | 0,30         | 0,30            | 0,34          | 1           |

Fuente: Elaboración propia en base a series históricas de los índices accionarios en cuestión.

**Figura 13:**

Apetito por mayor integración regional. Respuestas a la pregunta “¿Su organización ve potencial de incrementar sus inversiones y/o volumen de negocios en los demás países de la Alianza del Pacífico?”



Fuente: Elaboración propia.

### III. ASPECTOS TRANSVERSALES: TRIBUTACIÓN, MERCADO CAMBIARIO Y REGULACIÓN

Del análisis anterior se desprende que, a pesar de existir potenciales beneficios de una mayor integración financiera en la AP, la integración de este tipo entre los países del bloque aún es baja. Esto sugiere la existencia de factores (barreras) que directa o indirectamente incrementan los costos de hacer transacciones financieras entre los países del bloque.

En este contexto y en base a la revisión de la literatura, entrevistas y resultados de encuestas a agentes de mercado, se procede a analizar tres áreas que por medio de su impacto en los costos de transacción podrían estar mermando la integración financiera en la AP: aspectos tributarios, cambiarios y regulatorios.

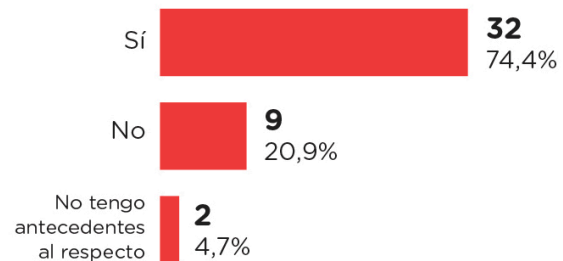
#### III.A. Aspectos tributarios

La **Figura 14** muestra que el 74% de quienes respondieron la Encuesta I consideran que en las operaciones transfronterizas en la AP existe un alto grado de incertidumbre tributaria (riesgo de surgimiento de contingencias tributarias), lo cual es congruente con lo planteado por la mayoría de los agentes del mercado chileno en las entrevistas.

El tratamiento tributario de las operaciones transfronterizas no sólo es poco claro, sino que también difiere entre países, lo que incrementa el costo y riesgo para inversionistas de dar cabal cumplimiento a sus obligaciones tributarias. **Si bien existen tratados de doble tributación entre países de la AP, éstos son bilaterales (no hay un marco tributario común), no eliminan la doble tributación completamente (los créditos tributarios tienen topes y restricciones), no existe un procedimiento estandarizado y simple para ob-**

**Figura 14:**

Respuestas a la pregunta “¿Considera usted que las operaciones transfronterizas en la Alianza del Pacífico enfrentan un grado importante de incertidumbre tributaria (riesgo de contingencias tributarias)?”



Nota: Nueve encuestados omitieron su respuesta a esta pregunta. Fuente: Elaboración propia.

tener los certificados de pagos de tributos y las autoridades tributarias no reconocen fácilmente los documentos emitidos por sus contrapartes (o entidades responsables) en otros países (las entidades tributarias no están interconectadas o en línea), lo que aumenta el costo para el contribuyente de acogerse a los beneficios de los tratados para evitar la doble tributación.

Para ilustrar los puntos anteriores, la **Tabla 7** muestra el tratamiento tributario que tienen los dividendos y las ganancias de capital, para inversionistas no nacionales en los países de la AP cuando estas inversiones transfronterizas se realizan vía el Mercado Integrado Latino Americano (MILA). La tabla también muestra el o los procedimientos para la obtención de los certificados tributarios necesarios para acogerse a los tratados de doble tributación. Se concluye que, con excepción del caso de dividendos pagados en México, el sistema

**Tabla 7**

Aspectos tributarios para inversionistas no-nacionales en países AP a través de MILA

| Inversionista no nacional que invierte en: | Dividendos  | Ganancia de capital   | Obtención de Certificado Tributario   |
|--|---|---|---|
| <b>Chile</b>                               | Dos regímenes dependiendo si hay o no convenio de doble tributación                               | Dos regímenes con tasas de 0% o 35% dependiendo del tipo de instrumento (acción con o sin presencia bursátil) | Enajenación de acciones: la responsabilidad recae en el inversionista; Pago de dividendos: responsabilidad recae en el emisor – no hay emisión automática por la autoridad tributaria                     |
| <b>Colombia</b>                            | Cuatro regímenes tributarios  | Tres regímenes tributarios con tasas de 0%, 10% o 17%   | Inversionista debe solicitarlo al emisor o a través de DECEVAL (depósito de valores) – no hay emisión automática por autoridad tributaria   |
| <b>México</b>                              | Régimen único con tasa de 10% (convenios de doble imposición, CDI, tienen tasas entre 0% y 10%)   | Tres regímenes distintos con tasas de 0%, 10% o 35%   | Sin información   |
| <b>Perú</b>                                | Régimen único con tasa que ha variado en el tiempo (aumentado de 6,8% en 2016 hasta 9,3% en 2019) | Dos regímenes con tasas de 0% (hasta diciembre 2018) o 5% (con primer tramo exento)                           | Si el importe está afecto a impuesto a la renta, el agente retenedor es responsable de emitir el certificado – depósito de valores (CAVALI) para enajenación de acciones y emisor para pago de dividendos |

Fuente: MILA; KPMG.

como un todo presenta un grado de complejidad que encarece el costo de transacción para las inversiones transfronterizas dentro del bloque.

Para promover la integración financiera en la AP se propone que las autoridades tributarias estén inter-conectadas de tal manera que puedan compartir información en línea sobre los contribuyentes<sup>12</sup>. Así, la autoridad tributaria del país donde reside el inversionista puede conocer con exactitud qué impuestos se pagaron (retuvieron) en el país donde está localizada la inversión, facilitando de este modo al contribuyente la aplicación de los tratados de doble tributación – la autoridad puede proponer al contribuyente una declaración de impuestos donde ya se incluyen (descuentan) los impuestos pagados (retenidos) en el país anfitrión, como ocurre en Chile con los impuestos persona-

les anuales. Al mismo tiempo los contribuyentes debieran poder obtener certificados de cumplimiento tributario en línea y a bajo costo.

Sin perjuicio que los países miembros de la AP puedan avanzar hacia la armonización y simplificación de sus respectivos marcos tributarios – proceso que puede tomar un período largo de tiempo –, se sugiere que las rentas obtenidas desde países del bloque donde el contribuyente no es residente, se rijan por normas muy simples y uniformes. **Por ejemplo, se sugiere aplicar un impuesto único, parejo y bajo (digamos 5%) a todas las rentas del país fuente (dividendos, ganancias de capital o intereses), idéntico entre países y con 100% de crédito en el país de residencia.**

En lo referente a la doble tributación, cabe notar que en Chile se encuentra en primer trámite legislativo un convenio de homologación impositiva para evitar la doble tributación de los FPs en los

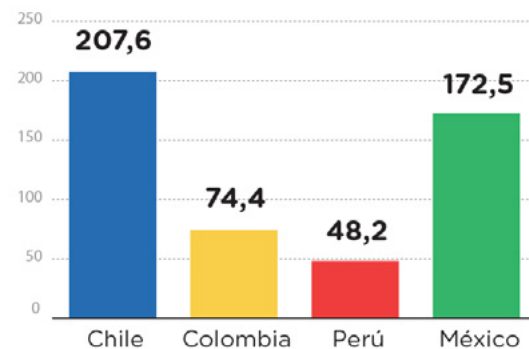
<sup>12</sup> Esta propuesta debe entenderse en conjunto con la creación de un registro tributario único AP discutido en la sección III.C. a)

países de la AP<sup>13</sup>. Ésta se produce porque los tratados de doble tributación pueden ser utilizados exclusivamente por los contribuyentes de cada país. Los FPs sin embargo no satisfacen esta condición, pues están exentos de impuesto a la renta, lo que implica que sí tributarían en los otros países AP, a pesar de no tributar en su país de origen. El convenio aludido, suscrito por los cuatro países de la AP, intenta corregir esta distorsión dándoles el carácter de contribuyente a los FPs para estos fines<sup>14</sup>.

De acuerdo a dicho convenio, de ser aprobado, los FPs sólo tributarían por ganancias de capital en el país donde están constituidos o del que son residentes (vale decir, no tributarían en el país fuente de la ganancia si no residen en él), siempre que las operaciones de compra/venta de acciones sean a través de MILA. Por otra parte, respecto de dividendos e intereses, la potestad tributaria sería compartida entre el país fuente de los ingresos y aquel donde los FPs son residentes. Cuando se trate de intereses, el país fuente del ingreso no puede cobrar más de un 10%<sup>15</sup>. En el caso de dividendos la tasa no puede exceder el 10%, aunque Chile se reserva el derecho de aplicar tasas mayores a 10%. En su forma actual el convenio genera una distorsión por cuanto induce a los inversionistas vía MILA a vender sus posiciones en acciones antes del pago de dividendos, para recomprarlas después que éste ha ocurrido.

Actualmente los FPs de la AP invierten en los países del bloque por medio de fondos constituidos en Nueva York o Luxemburgo debido, entre otras causas, a la mayor complejidad de los sistemas tributarios de los países AP. En consecuencia, el convenio de homologación tributaria puede ser un

**Figura 15:**  
Activos Fondos de Pensiones países de la Alianza del Pacífico (Billones de USD), 2018



Fuente: Elaboración propia en base a último dato disponible para cada uno de los países.

camino para aumentar a corto plazo la inversión directa de los FPs en activos de la región, lo cual debido al tamaño de estos inversionistas (**Figura 15**) podría significar un impulso relevante para el desarrollo de la industria financiera de los países AP (*Quick Win*). Esta Hoja de Ruta sugiere, entonces, que las autoridades avancen en la aprobación del convenio de homologación tributaria en todos los países miembros, aprovechando de homologar las tasas impositivas tanto para ganancias de capital como para intereses y dividendos. Esto, con el propósito de simplificar la aplicación de los tratados de doble tributación.

<sup>13</sup> Boletín 11871-10 del 5 de julio de 2018, Cámara de Diputados de Chile. Para más detalle véase [https://www.camara.cl/pley/pley\\_detalle.aspx?prmID=12387&prmBoletin=11871-10](https://www.camara.cl/pley/pley_detalle.aspx?prmID=12387&prmBoletin=11871-10)

<sup>14</sup> A fines de septiembre el convenio de homologación tributaria para los Fondos de Pensiones se encontraba en trámite legislativo en Chile y México, mientras que en Colombia y Perú las autoridades estaban trabajando para próximamente presentar el proyecto de ley ante sus respectivos Congresos.

<sup>15</sup> En el caso de Chile el porcentaje dependerá de la naturaleza de los mismos; por ejemplo, si se trata de los intereses indicados en el art. 59, inciso 4, número 1, de la Ley de Impuesto a la Renta, la tasa debiera ser del 4%.

### III.B. Aspectos cambiarios

Actualmente no existen mercados cambiarios entre monedas de los países de la AP, por lo que se debe recurrir al uso de dólares para realizar operaciones financieras entre los países del bloque (para convertir  $\$A^{\text{país}}$  en  $\$B^{\text{país}}$  se necesita comprar dólares en A y luego venderlos en B, y viceversa). Lo anterior implica que en la actualidad existe un doble cobro de *spreads* asociados a la compra y venta de dólares, lo que podría estar mermando el desarrollo de la integración financiera en la AP – pagar dos *spreads* en vez de uno disminuiría el atractivo (rentabilidad) de las operaciones transfronterizas. En este contexto cabe preguntarse (1) cuál es el posible impacto económico del doble *spread* y (2) qué medidas podrían tomarse para aminorar este efecto.

Respecto del impacto económico que el doble *spread* pudiese tener en la integración financiera de los países de la AP, agentes de mercado coinciden que éste es difícil de estimar porque los *spreads* efectivos cobrados varían de operación en operación (no son visibles). Agentes entrevistados indicaron, respecto de operaciones minoristas (remesas), que en un mercado líquido y profundo – por ejemplo, \$-US\$ y envío de remesa a EE.UU. – el *spread* cobrado podría bordear un 2% (unidireccional). Sin embargo, una remesa pasando por el dólar a un mercado poco líquido y de bajo volumen (a un país vecino) podría tener un costo en torno a 8-10% (unidireccional). Esta relación de 1:4 aproximada debe entenderse como una cota superior, por cuanto los *spreads* se reducirían significativamente para operaciones de mayor volumen y/o con clientes grandes (según los mismos agentes el *spread* unidireccional pagado por inversionistas institucionales estaría más cerca del 2% que del 8-10%).

**Más importante aún es si procede o no hacer recomendaciones para reducir este costo por la vía de promover un mercado cambiario directo para monedas de países AP.** Al respecto cabe señalar que no hay restricciones para que agentes puedan ofrecer operaciones de cambio directas entre monedas AP, por lo que la inexistencia de

estos mercados se explica porque los volúmenes para este tipo de operaciones son pequeños, lo que no permitiría pagar los costos de operar un mercado de este tipo – en otras palabras, la suma de los *spreads*  $\$A^{\text{país}}/US\$$  y  $\$B^{\text{país}}/US\$$  no alcanza para pagar los costos de operar dichos mercados<sup>16</sup>. Los mercados cambiarios de monedas AP podrían surgir endógenamente en el futuro si los volúmenes transados directos son lo suficientemente grandes y/o los avances tecnológicos (Fintech) reducen los costos de operarlos<sup>17</sup>, pero la percepción generalizada entre los agentes es que la existencia de un mercado cambiario entre monedas AP es inviable en el corto y mediano plazo. Esto implica que durante los próximos años se seguirá recurriendo al dólar para realizar operaciones transfronterizas entre los países de la AP. **Con todo, no es evidente que proceda hacer recomendaciones para promover estos mercados, toda vez que su inexistencia no obedece a una distorsión o externalidad, sino sólo a un problema de costos.**

Por otra parte, los sistemas de pago de los países de la AP no están interconectados, lo que dificulta que pagos transfronterizos en dólares se puedan realizar con un riesgo de contraparte bajo y acotado (*payment vs. payment* y *delivery vs. payment*). Cabe destacar que 63% de quienes contestaron la Encuesta I consideran la falta de un sistema de liquidación en moneda extranjera (dólar) para los intermediarios de la AP como una barrera importante para la integración financiera del bloque. Más aún, en dos países de la AP – Colombia y Chile – no operan sistemas de pagos en dólares

<sup>16</sup> Por arbitraje, en equilibrio el tipo de cambio entre monedas de los países de la AP debiera ser igual al cociente de sus respectivos tipos de cambio contra el dólar. Así, por ejemplo, si los tipos de cambio de las monedas de los países A y B son  $\$A/100/\text{dólar}$  y  $\$B/200/\text{dólar}$ , respectivamente, tiene que cumplirse que el tipo de cambio entre ellas ( $\$B/\$A$ ) sea 2. Por otra parte, si el tipo de cambio de  $\$A$  es 105 para la compra (de dólares) y 95 para la venta (*spread* de 10,5%), y el de  $\$B$  es 205 para la compra y 195 para la venta (*spread* de 5,1%), el tipo de cambio  $\$A/\$B$  no puede ser menor que 1.86 (para la venta de  $\$A$ ) ni mayor que 2.16 (para la compra de  $\$A$ ) – *spread* máximo de 16,1%. En consecuencia, si el costo de operar un mercado cambiario directo es mayor a 16,1%, éste no va a existir. Para mayor detalle véase Anexo III.

<sup>17</sup> Un mayor volumen transado podría sin embargo comprimir los *spreads* de los mercados primarios \$A-US\$ y \$B-US\$, inhibiendo la creación de un mercado \$A-\$B. De todos modos, este resultado tendría el mismo efecto (positivo) sobre la integración financiera al interior del bloque.

**Tabla 8**

Existencia de sistemas de compensación y liquidación en dólares en países AP

|                        | Chile* | Colombia | México | Perú |
|------------------------|--------|----------|--------|------|
| Cámara de compensación | No     | Sí       | Sí     | Sí** |
| Liquidación            | No     | No       | Sí     | Sí   |

Notas: (\*) El Banco Central de Chile se encuentra elaborando una propuesta para desarrollar un sistema de compensación y liquidación en dólares para los bancos locales. (\*\*) Sólo para operaciones de bajo valor (hasta USD 60 mil).

a nivel local. Esto obliga a usar bancos corresponsales en otras plazas (Nueva York) para que pagos locales en dólares puedan llevarse a buen término, lo que implica un incremento en los costos de transacción y, más importante, un mayor riesgo operacional (el cierre de la operación no es en tiempo real si no en  $t+2$ ). La **Tabla 8** muestra el desarrollo de cada país de la AP en lo que respecta a sistemas de compensación y liquidación en moneda extranjera (dólares) en el mercado local.

Se requiere, entonces, disminuir los riesgos de contraparte y los costos de transacción asociados al uso de dólares en este tipo de transacciones. **En este sentido se sugiere que cada país establezca un sistema de liquidación y compensación en dólares a nivel local, lo cual constituye una condición mínima - y posiblemente de bajo costo - para promover la integración financiera en la AP.** En este caso y a diferencia del anterior, sí se

requiere la intervención del sector público, en particular del Banco Central, por tratarse del sistema de pagos de cada país (hay una provisión de un bien público asociado). En una primera etapa Chile debe avanzar en crear sistemas de compensación y liquidación dólar, mientras Colombia debe desarrollar un sistema de liquidación en esa moneda y Perú extender los servicios de compensación de moneda extranjera entre bancos a operaciones de alto valor. Posteriormente podría avanzarse en la interconexión de estos sistemas entre países de la AP (por ejemplo, interconectando Combank Chile-Combank Perú). Esta etapa, sin embargo, requiere de mayor análisis de sus costos y beneficios, entre otros motivos porque involucra la coordinación entre las autoridades monetarias de los cuatro países del bloque. Este análisis puede ser objeto de un estudio posterior.



### III.C. Aspectos regulatorios

En las subsecciones III.A y III.B se presentan y analizan las barreras más relevantes en materia tributaria y cambiaria, que limitan la integración financiera en la AP, y se adelantan algunas propuestas de solución. Sin embargo, debido a la especificidad de las regulaciones imperantes, en esta subsección distinguimos cuatro segmentos: mercados bursátiles, Fondos de Pensiones, servicios bancarios y compañías de seguros. La motivación para realizar este ejercicio radica en que incluso de concretarse las propuestas discutidas previamente, la integración financiera en la AP no alcanzaría su máximo desarrollo debido a la existencia de barreras regulatorias específicas a estos segmentos. En efecto, la importancia de estas limitantes no debe subestimarse: el 65% de quienes respondieron la Encuesta I estima que existen aspectos regulatorios significativos que inhiben la integración financiera en la AP (**Figura 16**). La mayoría de estos aspectos se vincula directa o indirectamente a los segmentos mencionados.

#### a) Mercados bursátiles

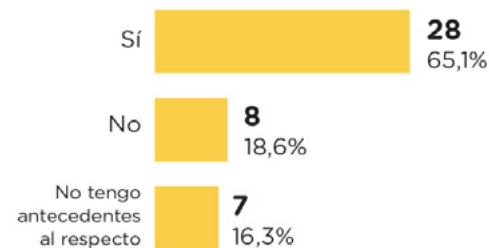
Respecto a los factores regulatorios presentes en los mercados bursátiles, destaca el hecho que los inversionistas deben registrarse y obtener un código o número de identificación tributario (RUT en Chile) en cada país AP<sup>18</sup>. En efecto, el 80% de quienes respondieron la Encuesta I señalaron que esta restricción es una de las dos principales barreras regulatorias para la integración financiera en la AP.

El incremento en los costos de transacción derivado de la obligación de registrarse como contribuyente afecta principalmente a inversionistas pequeños, para quienes dado su volumen de operación resulta muy costoso invertir en ADRs o en fondos constituidos en las principales plazas financieras globales que toman posición en activos de la AP, debiendo por ende canalizar su inversión en los mercados locales de cada país. Para disminuir los costos de transacción asociados a los requisitos de registro que enfrentan los inversionistas,

<sup>18</sup> Esta restricción no aplica en el caso de inversiones vía MILA (ver sección V.A.)

**Figura 16:**

Respuestas a la pregunta “¿Considera usted que existen aspectos regulatorios significativos (ej.: necesidad de obtener permisos en cada mercado de la Alianza del Pacífico) que no permiten una mayor integración financiera en el bloque?”



Nota: Nueve encuestados omitieron su respuesta a esta pregunta. Fuente: Elaboración propia.

se recomienda establecer un registro tributario único para inversionistas de la AP, de modo que un inversionista autorizado para operar en uno de los países quede automáticamente habilitado para operar en los otros tres.

#### b) Fondos de Pensiones

En cuanto a los Fondos de Pensiones (FPs), cabe preguntarse si existen regulaciones que podrían estar inhibiendo la integración financiera en la AP, porque limitan las inversiones que éstos pueden realizar en países del bloque. Suponiendo que los FPs encuentran un portafolio óptimo ( $P^*$ ) que maximiza su función objetivo combinando en alguna proporción activos domésticos con activos externos de países AP y de países no-AP,  $P^* = [A_{Dom}^*; A_{AP}^*; A_{No-AP}^*]$ , donde  $A^*$  es un monto de inversión óptimo, la pregunta relevante es si los FPs tienen espacio para aumentar su inversión en el exterior sin romper esta proporción; vale decir, si  $A_{AP}^* + A_{No-AP}^* \leq \overline{Inv}_{Ext}$ , donde  $\overline{Inv}_{Ext}$  es el límite a la inversión externa que pueden realizar los FPs. Si la restricción anterior no es activa ( $A_{AP}^* + A_{No-AP}^* \ll \overline{Inv}_{Ext}$ ), no corresponde recomendar ninguna acción. Por el contrario, si los límites

establecidos por la autoridad sobre la inversión que pueden realizar los FPs en el extranjero son restricciones activas, es indicativo de que podrían lograrse ganancias en cuanto a diversificación de inversiones si estos límites fuesen relajados.

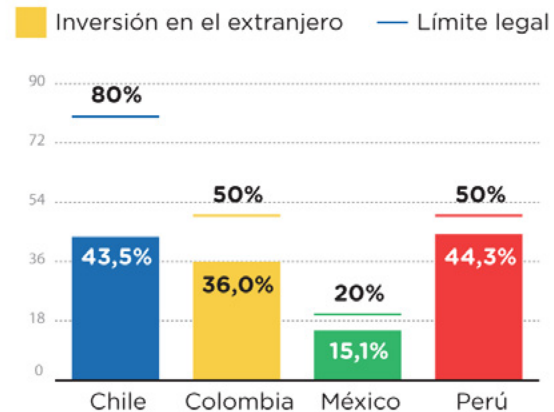
La relajación de estos límites no garantiza que los FPs necesariamente incrementen su inversión en países AP, pues podrían aumentar su exposición en activos no-AP, pero el que la restricción sea activa sugiere que podría haber espacio para alcanzar una mayor integración al interior del bloque. De la misma manera, el que la restricción sea activa no significa necesariamente que los FPs no puedan invertir más en países AP, pero esa inversión adicional (a costa de menor inversión en países no AP), sería sub-óptima en tanto rompe la proporción preferida [ $A_{AP}^*$ ;  $A_{No-AP}^*$ ].

La **Figura 17** muestra para cada uno de los países de la AP el monto invertido por los FPs en el extranjero, como porcentaje del total de activos, y el límite de inversión permitida en el exterior. Se observa que el límite sería (casi) restrictivo en los casos de México y Perú. Se sugiere, entonces, que los reguladores de estos países monitoreen esta situación y aumenten el límite a la inversión de los FPs en el exterior<sup>19</sup>.

Más importante aún, creemos debe revisarse toda regulación basada en límites cuantitativos, como existen actualmente en varios países de la AP (para FPs y otros segmentos), por cuanto éstas pueden resultar en barreras artificiales que merman la integración financiera al interior del bloque. Estos límites, cuyo objetivo es contener el riesgo del portafolio o similar (regulación prudencial), deben irse reemplazando por evaluaciones de riesgo que consideren correlaciones de precios – incluido riesgo cambiario – y retornos. Por ejemplo, hasta hace poco en Perú ningún inversionista (doméstico o extranjero), incluido institucionales, podía tener una participación superior al 10% en fondos mutuos constituidos en el país. Este límite, que intenta forzar la diversificación de las fuentes de financiamiento de los fondos mutuos peruanos, no

**Figura 17:**

Inversión de los fondos de pensiones de la Alianza del Pacífico en el extranjero como porcentaje del total de activos, 2018



Fuente: Elaboración propia en base a último dato disponible para cada uno de los países.

distingue entre inversionistas y sus horizontes propios de inversión y/o naturaleza de su negocio. El usar restricciones cuantitativas rígidas, sin evaluar adecuadamente los riesgos subyacentes, puede estar limitando artificialmente la integración financiera entre países AP. Así, la restricción mencionada restringe la inversión de FPs chilenos en Perú, los que por su tamaño terminan realizando inversiones (aún en instrumentos representativos de inversiones en la región) en centros financieros globales como Luxemburgo, desviando inversión pro-IF de la AP a otras plazas. Esto, a pesar que el horizonte (de largo plazo) y la estabilidad de sus inversiones conllevan un riesgo bajo comparado con otros inversionistas.

**Es importante señalar que esta hoja de ruta no sugiere subordinar la regulación prudencial de los países de la AP al objetivo de integración financiera.** Lo que se sugiere es migrar hacia una regulación basada en riesgo/solvencia, medida a nivel de portafolio considerando correlaciones de precios y retornos, de modo tal que sin relajar la regulación prudencial se evite artificialmente restringir la integración financiera.

<sup>19</sup> Cabe destacar que el regulador peruano ha aumentado progresivamente este límite durante los últimos años.

### c) Servicios bancarios

En lo que respecta al sector bancario, el foco de la discusión y la preocupación de los partícipes en los mercados no ha estado en aumentar el volumen de créditos transfronterizos, sino en establecer medidas para facilitar la apertura y movilidad de cuentas corrientes, así como también el otorgamiento de boletas de garantía. Es importante notar que ésta ha sido una preocupación que nace de los clientes bancarios más que de los propios bancos.

Al respecto, es necesario mencionar que las regulaciones bancarias de los países AP no permiten abrir cuentas corrientes a clientes domiciliados en el extranjero. Esta restricción afecta principalmente a las pequeñas y medianas empresas (PYMES) –constituir domicilio puede representar un gasto significativo para este tipo de empresas –, pero también puede inhibir la integración financiera por otros canales. Por ejemplo, el requisito de constituir domicilio ha impedido la apertura de cuentas corrientes en Chile por parte de los custodios (DCVs) de los restantes países de la AP, debiendo los agentes extranjeros recurrir a los custodios internacionales tradicionales para invertir en activos chilenos por medio del MILA. En consecuencia, se sugiere que los supervisores bancarios autoricen domicilios en países AP, quedando la decisión de apertura de cuentas corrientes sujeta estrictamente a la evaluación de cada institución financiera.

El problema de asimetrías de información inherente a los procesos de intermediación financiera –los bancos requieren conocer el historial y comportamiento crediticio de sus potenciales y actuales clientes (*know your client*) – es un factor que inhibe la participación de la banca en la integración financiera en la AP<sup>20</sup>. Debido a la dificultad para mitigar satisfactoriamente el problema de asimetrías de información, resulta difícil que bancos locales ofrezcan cuentas corrientes y emitan boletas de garantía a potenciales clientes domiciliados en o provenientes del exterior. En efecto, los bancos locales optan por no emitir boletas de garantía

directamente a potenciales clientes extranjeros, debiendo estos últimos recurrir a la intermediación de sus bancos domésticos o connacionales para obtenerlas. La solución encontrada por el mercado consiste en que los bancos del país donde se necesita la boleta de garantía la emiten con cargo a las líneas de crédito del banco extranjero de donde es residente el cliente final –en la práctica la emisión de boletas de garantía es un negocio entre bancos. Sin embargo, el costo asociado a esta intermediación – el cual según un banco en Santiago bordea los US\$ 500 – puede ser elevado para las PYMES.

Para disminuir el problema de asimetrías de información se propone que los bancos locales compartan información de sus clientes, previa anuencia de éstos, con bancos extranjeros. Esto reduciría los costos de evaluación de los potenciales clientes y, por ende, de ofrecer cuentas corrientes y emitir boletas de garantía. Debe tenerse presente, sin embargo, que la transmisión de información entre bancos podría requerir de modificaciones legales, pues normativas relativas a la protección de datos personales (secreto bancario) pueden inhibir el avance de este tipo de iniciativas. Así, no solo clientes y bancos, sino que también autoridades, desempeñan un rol importante para promover la participación del sector bancario en la integración financiera en la AP. La extensión de la práctica de compartir información (con la anuencia del cliente) podría promover la competencia entre bancos y, además, ser beneficiosa para la industria en su conjunto debido al potencial incremento en el volumen de negocios.

Cabe destacar también que dado que en los cuatro países dominan en términos de cuota de mercado bancos multinacionales que cumplen los estándares internacionales en materia de prevención de lavado de activos (**Tabla 9**), la transmisión de información además permitiría reducir el costo y/o facilitar el dar cumplimiento a las obligaciones de *compliance* relacionadas con la prevención y control de este delito.

<sup>20</sup> El problema de asimetrías de información se describe con mayor detalle en la sección IV.

**Tabla 9**

Participación en colocaciones de los principales bancos internacionales al interior de los países de la AP (en porcentaje)

| Chile*                 | Colombia                 | México                   | Perú                     |
|------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| (junio-2018)           | (octubre-2018)           | (octubre-2018)           | (octubre-2018)           |
| <b>70%<sup>a</sup></b> | <b>70,4%<sup>b</sup></b> | <b>71,6%<sup>c</sup></b> | <b>82,2%<sup>d</sup></b> |

Nota: (a) Banco Santander, BICE, Banco de Chile, Itaú Corpbanca y Scotiabank. (b) Bancolombia, Davivienda, Banco de Bogotá, BBVA y Scotiabank Colpatría. (c) BBVA Bancomer, Banorte, Banco Santander, Banamex y HSBC. (d) Banco de Crédito del Perú, BBVA Continental, Scotiabank e Interbank. Fuente: Elaboración propia en base a último dato reportado por los supervisores bancarios de los países de la AP.

#### d) Compañías de seguros

En lo que se refiere a Compañías de Seguros chilenas, no existen restricciones para la inversión que éstas pueden realizar en el extranjero excepto por las dos siguientes: (1) no pueden exceder de un tope máximo, que actualmente alcanza al 30% de la reserva técnica, y (2) las empresas no pueden invertir directamente en algunos activos como bienes raíces y proyectos de infraestructura, créditos sindicados donde el banco líder es un banco extranjero (no supervisado por la autoridad chilena respectiva) o créditos bancarios extranjeros (otorgados por bancos no supervisados por la autoridad chilena correspondiente). Respecto del primer límite, en la actualidad éste no representa una restricción activa, aunque podría llegar a serlo para algunas compañías en el mediano plazo<sup>21</sup>. Por Ley este límite es fijado por el Banco Central de Chile, para lo cual la industria debe levantar una solicitud al instituto emisor. Respecto del segundo límite, inversiones en esos mismos activos pueden realizarse indirectamente a través de fondos que los incluyan. Adicionalmente, las posiciones en monedas distintas del peso chileno

21 A septiembre del 2018, la industria mantenía inversiones en el exterior por aproximadamente el 12% de las reservas técnicas, en promedio (simple), mostrando un incremento de casi 1.5 puntos porcentuales desde diciembre 2017. Sin embargo, este promedio (simple) esconde grandes diferencias entre compañías: el máximo valor es de 25% (y el mínimo de cero), mientras la desviación standard es de 7 puntos porcentuales.

tienen límites sobre los cuales deben tomarse coberturas con derivados cambiarios. Actualmente la cobertura cambiaria no hace atractivo aumentar la exposición a activos externos. En suma, no hay restricciones activas en Chile que inhiban la participación de las compañías de seguros en la integración financiera en la AP, excepto aquellas de tipo prudencial que pretenden limitar el riesgo de la cartera de activos.

Respecto de otros países de la AP, en Perú la inversión externa de las compañías de seguros no puede exceder del 50% de sus obligaciones técnicas, pero a septiembre de 2018 el monto total invertido era algo menos de la mitad de ese límite<sup>22</sup>.

Al igual que en el caso de los FPs y aun cuando no hay en la actualidad restricciones que inhiban la integración financiera al interior de la AP, se recomienda que la regulación prudencial que rige a las compañías de seguros migre hacia una basada en riesgo, en vez de límites cuantitativos. Este proceso de cambio se espera se inicie prontamente en el caso de Chile. Debe, por ende, asegurarse que estas modificaciones regulatorias no sufran reversos en su tramitación. Más allá de estos cambios no hay ninguna recomendación específica que pueda

22 A la fecha no ha sido posible obtener información respecto a los límites máximos y exposición efectiva a activos externos aplicables a las compañías de seguros en Colombia y México.

hacerse, referente a compañías de seguros, para promover la integración financiera a nivel de la AP.

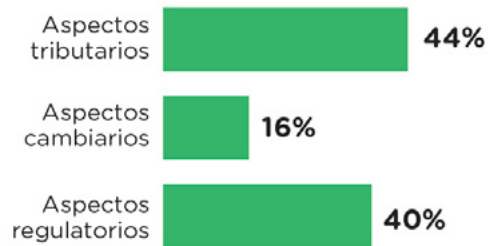
### III.D. Jerarquización

Los resultados anteriores, sin embargo, no permiten jerarquizar los aspectos transversales analizados. La **Figura 18** muestra la importancia relativa de los aspectos tributarios, cambiarios y regulatorios, de acuerdo a su rol inhibitor para la integración financiera en la AP, que le asignan los agentes de mercado de los cuatro países. Entre quienes respondieron la Encuesta I, el 44% declaró que los aspectos tributarios son el factor inhibitor más significativo, seguido por los aspectos regulatorios con el 40% de las preferencias. Así, estas cifras ratifican que no basta sólo con considerar los aspectos tributarios y cambiarios, pues eventuales progresos en estas dimensiones podrían tener impactos acotados ante la ausencia de avances en materia regulatoria.

Los resultados anteriores indican una senda clara: *los países deben avanzar hacia una mayor simplificación de sus regímenes tributarios aplicables a inversiones transfronterizas en la AP y hacia la creación de mecanismos de compensación y liquidación de pagos en moneda extranjera (excepto México). Además, la regulación prudencial debe migrar hacia una basada en riesgo y no en límites cuantitativos rígidos que puede restringir artificialmente la integración financiera de los países del bloque.* Sin embargo, cabe preguntarse si esto es suficiente; es decir, si falta alguna otra dimensión que no ha sido propiamente recogida en la literatura o reconocida por los agentes de mercado, la que debe ser considerada si se quiere avanzar hacia una mayor integración financiera. Para avanzar en este diagnóstico creemos necesario revisar los fundamentos económicos que subyacen al proceso de integración financiera, que no es otra cosa que intermediación financiera transfronteriza. La sección siguiente analiza estos elementos.

**Figura 18:**

Importancia relativa de los aspectos transversales a partir de Encuesta I. Distribución de percepciones en torno al principal factor inhibitor de la integración financiera en la Alianza del Pacífico



Nota: Nueve encuestados omitieron su respuesta a esta pregunta. Fuente: Elaboración propia.

## IV. INTEGRACIÓN VS. INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

---

Uno de los principales desafíos que enfrenta cualquier proceso de intermediación financiera es la resolución de asimetrías de información, en particular por los potenciales problemas de selección adversa y riesgo moral que ésta genera y que son inherentes a cualquier contrato de crédito.

La selección adversa tiene su origen en la incapacidad del acreedor de distinguir entre proyectos de alto riesgo (con baja probabilidad de pago) y proyectos de bajo riesgo (con alta probabilidad de pago). El acreedor, pese a estar consciente que ambos tipos de proyectos existen, es incapaz de identificar ex-ante qué tipo de proyecto pretende realizar un determinado empresario al solicitar financiamiento. Así, el acreedor desinformado fijará una tasa de interés uniforme para otorgar financiamiento, la que tendrá un valor intermedio entre las tasas que prevalecerían en ausencia de información asimétrica, situación en la cual las tasas serían proporcionales al riesgo de los proyectos. Así, respecto a la situación con información perfecta, la existencia de asimetrías de información genera una caída en el costo de financiamiento para los proyectos de alto riesgo, pero un incremento en la tasa cobrada a los proyectos de bajo riesgo. De esta manera, el atractivo de solicitar financiamiento aumenta para los proyectos más riesgosos y disminuye para los proyectos más seguros, pudiendo en consecuencia el acreedor incurrir en selección adversa (otorgamiento de financiamiento a proyectos que, dado el valor de la tasa uniforme exigida, son menos favorables para él).

Por su parte, el problema de riesgo moral se refiere al riesgo a que el deudor incurra en prácticas inapropiadas una vez otorgado el financiamien-

to. Por ejemplo, el deudor podría invertir en un proyecto de mayor riesgo que el acordado con el acreedor.

La solución para resolver los problemas de asimetrías de información aludidos consiste en exigir a las empresas la entrega periódica de información financiera, la existencia de un ente regulador y supervisor y en establecer un marco legal que resguarde los derechos de inversionistas. Las entidades reguladoras/supervisoras son las instituciones a cargo de velar por que las empresas entreguen información fidedigna al mercado, imponiendo sanciones en representación de los inversionistas a aquellas empresas que incurren en faltas en esta materia, así como vigilar que las empresas no incurran en riesgo moral. En este sentido, para reducir los costos de intermediación, las compañías de un determinado país tienden a utilizar los mismos estándares contables, los cuales a su vez son reconocidos por el regulador. Bajo esta misma lógica y para facilitar la integración global de los mercados, los países desarrollados han convergido a estándares globales en materia de reporte de información (IFRS<sup>23</sup>) y otros, así como en términos de ofrecer productos financieros estandarizados.

Además, con el objetivo de promover el desarrollo de los mercados financieros, las naciones avanzadas también han establecido altos estándares en materia de protección de derechos de inversionistas y entregan mayor certeza legal para facilitar la resolución de conflictos, ya sea que éstos se originen por prácticas inapropiadas del deudor o por un deficiente desempeño operacional debido a condiciones de mercado desfavorables. Así, por

23 La convergencia a IFRS presenta variaciones entre países.

**Tabla 10**

Empresas de países de la Alianza del Pacífico con ADRs

|          | Empresas con ADRs | Total de empresas de listadas | Porcentaje de empresas listadas con ADRs |
|----------|-------------------|-------------------------------|--|
| Chile    | 11                | 361                           | 3%                                       |
| Colombia | 5                 | 69                            | 7%                                       |
| Perú     | 4                 | 274                           | 1%                                       |
| México   | 13                | 145                           | 9%                                       |

Fuente: Elaboración propia en base a último dato disponible para cada uno de los países.

ejemplo, los inversionistas que adquieren productos estandarizados (ADRs, bonos corporativos, deuda soberana, etc.) en la Bolsa de New York tienen certeza que, de ocurrir algún conflicto, sus intereses estarán debidamente resguardados y los conflictos resueltos en las cortes de esa ciudad<sup>24</sup>.

Si bien las empresas grandes de los países de la AP han adoptado normas internacionales (por ejemplo, IFRS) y algunas han accedido al mercado global emitiendo ADRs y bonos en las principales plazas financieras del mundo, emitir este tipo de instrumentos resulta muy caro para las empresas PYMEs dado su volumen de operación. En otras palabras, debido a los elevados costos fijos y de transacción asociados, la integración financiera a nivel global excluye a PYMEs. Así lo ilustra el hecho que sólo 11 de las 30 acciones más transadas en la Bolsa de Comercio de Chile tengan ADRs emitidos en USA, y que el número de firmas chilenas con ADR haya disminuido a la mitad en los últimos 20 años debido a los elevados costos asociados a la mantención de estos instrumentos (Diario Financiero, 26 de julio de 2018)<sup>25</sup>. Lo mismo ocurre en los restantes países de la AP, donde

solo un número acotado de empresas tienen ADRs (ver **Tabla 10**).

En consecuencia, la integración financiera en la AP y el desarrollo del Mercado Integrado Latinoamericano MILA<sup>26</sup> ofrecen una alternativa para que las compañías pequeñas y medianas logren mayor diversificación de fuentes de financiamiento y para que los inversionistas tengan mejores y más variadas oportunidades de inversión.

Cabe notar que las PYMES son las empresas que suelen enfrentar las mayores dificultades para obtener financiamiento externo (Hadlock and Pierce, 2010), factor que a su vez representa una de las barreras más relevantes para su crecimiento (Wang, 2016). Considerando estos antecedentes y la importancia de las PYMES en el mercado laboral de los países de la AP (ver detalles en **Figura 19**), resulta pertinente continuar realizando esfuerzos para promover la integración financiera en la AP.

A su vez, la evidencia presentada en la **Tabla 5** en la sección II.D sugiere que los inversionistas de la AP que no tengan los recursos suficientes para acceder a los mercados globales, podrán obtener ganancias en términos de diversificación

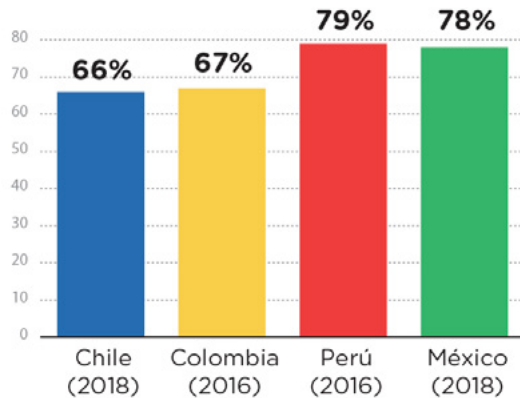
24 El connotado caso del default de Argentina y el fallo en contra de ese país en 2014, por un juez federal en la corte del distrito Sur de Nueva York, Thomas P. Griesa, dejan de manifiesto la importancia de la jurisdicción donde se resuelven estos conflictos.

25 Esto sin perjuicio de que eventos macroeconómicos globales, como la crisis subprime, hayan también incidido en las decisiones de deslistar los ADRs.

26 El MILA es el resultado de la interconexión de las Bolsas y la firma de acuerdos entre los Depósitos de Valores de Chile, Colombia, Perú y México. En las siguientes secciones se abordarán en detalle las ventajas comparativas del MILA y los principales desafíos para impulsar su desarrollo (sección V).

**Figura 19:**

Puestos de Trabajo generados por Pequeñas y Medianas Empresas en los países de la Alianza del Pacífico como porcentaje del total de empleos



Fuente: Elaboración propia en base a estadísticas oficiales.

transando los instrumentos financieros emitidos por PYMES de la AP.

Resulta evidente de los párrafos anteriores que un proceso de integración financiera exitoso se va a dar sólo si se encuentran mecanismos que resuelvan a bajo costo los problemas de asimetrías de información entre agentes de distintos países – para que ocurra intermediación financiera

transfronteriza – y de resolución de conflictos para que, si se da un resultado adverso, las partes involucradas tengan certeza jurídica y no perciban que sus derechos puedan ser vulnerados. En este sentido la solución consiste en la convergencia hacia altos estándares regulatorios y legales y la estandarización de procedimientos y productos. Así se lograría reducir las asimetrías de información y los costos de transacción de operaciones transfronterizas.

Sin embargo, para explotar economías de escala en la resolución de conflictos se requiere, además, la existencia de un mercado o jurisdicción única. No es viable económicamente pensar en un equilibrio donde se transan instrumentos financieros adscritos a distintos marcos y jurisdicciones legales, pues esto conlleva duplicidad de costos. Aunque las transacciones financieras, incluyendo su correcto registro y liquidación, puedan ocurrir de modo no presencial y a bajo costo con el apoyo de nuevas tecnologías y aplicaciones como *blockchain* y otras (desarrollos de Fintech), los procesos legales necesitan una jurisdicción – no se puede litigar “en la nube”. Por ende, para reducir los costos de transacción asociados a la resolución de conflictos, la integración financiera debiera implicar la convergencia a un mercado o jurisdicción única.



## V. ANÁLISIS DE INICIATIVAS ESPECÍFICAS

En esta sección analizamos dos iniciativas específicas que han sido introducidas en el contexto de la integración financiera de la AP, una de las cuales aún no está implementada en todos los países, e intentamos hacer una evaluación crítica de sus resultados (potenciales en el segundo caso).

### V.A. Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)

Los orígenes del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) se remontan a 2009, año en que la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa de Valores de Colombia, la Bolsa de Valores de Lima, así como los Depósitos Centrales de Valores (DCVs) correspondientes – Deceval (Colombia), DCV (Chile) y Cavali (Perú) –, establecieron los primeros lineamientos para el futuro funcionamiento de un mercado bursátil integrado. Así, el MILA nace como una iniciativa del sector privado y no una política pública implementada por las autoridades de los países de la AP, en parte como una reacción frente a la amenaza de Brasil (Bovespa) de transformarse en el mercado bursátil dominante en la región<sup>27</sup>. En mayo de 2011 se efectuaron las primeras transacciones entre Bolsas y luego en junio de 2014 la Bolsa Mexicana de Valores e Indeval (DCV-México), respectivamente, se unieron al MILA (Sabbah, 2017). El MILA solo considera instrumentos de renta variable y fondos mutuos abiertos, pero se pretende incorporar instrumentos de renta fija en el futuro cercano.

Actualmente las cuatro Bolsas están interconectadas mediante un sistema de “*order-routing*”, de tal forma que cada integrante de una bolsa observa

en sus terminales los instrumentos de las otras tres bolsas y puede realizar una operación colocando órdenes de compra y venta a través de un corredor corresponsal. En otras palabras, el MILA brinda la posibilidad de visualizar precios y operar en las otras tres bolsas (Sabbah, 2017). De esta manera, el MILA promueve la integración financiera en la AP pues, bajo esta plataforma, los inversionistas no necesitan registrarse en todos los mercados para realizar operaciones transfronterizas.

Los contratos firmados entre los distintos DCVs permiten – previa aprobación del regulador en el caso de los FPs<sup>28</sup> – que éstos actúen como custodios internacionales, dando a las inversiones transfronterizas el mismo tratamiento que las inversiones locales. Así, por ejemplo, al utilizar MILA la adquisición de instrumentos colombianos por parte de inversionistas chilenos es custodiada por el Depósito Central de Valores de Chile mediante una cuenta ómnibus de éste en Deceval (Sabbah, 2017), mientras que la misma operación por fuera de MILA requiere de la contratación de un custodio internacional tradicional.

No obstante, pese a reducir barreras regulatorias como son los requisitos de registro, los volúmenes transados en MILA han sido significativamente inferiores a los volúmenes negociados en las distintas Bolsas. Por ejemplo, mientras que en abril del año 2018 se transó un volumen de US\$ 3.431 millones en la Bolsa de Comercio de Santiago, los

<sup>27</sup> Véase pie de página 3.

<sup>28</sup> Cabe notar que a la fecha solo una AFP chilena ha solicitado al regulador poder usar el proveedor local (DCV) como custodio internacional para operaciones vía MILA, autorización que aún se encuentra en trámite. Esto demuestra que, dado el tamaño de sus operaciones y el hecho que ya existen canales establecidos para sus inversiones internacionales, para inversionistas institucionales como las AFPs el MILA es poco atractivo.

corredores colombianos, peruanos o mexicanos sólo transaron US\$ 3,1 millones en acciones chilenas mediante MILA, lo que representa menos del 0,1% del volumen total transado. Al repetir este ejercicio en las restantes Bolsas se constatan situaciones similares. En efecto, en el mes en cuestión se transaron a través de MILA sólo US\$ 1.723 en acciones de Colombia y US\$ 0 en acciones de México (**Figura 20**).

Sin embargo, no debe concluirse que la causa tras el bajo volumen transado en MILA sea la falta de apetito por integración bursátil. En efecto, el 77% de quienes respondieron la Encuesta I señalaron que su organización tiene interés por aumentar su

exposición en instrumentos de renta variable en los demás países de la AP<sup>29</sup>.

#### a. MILA versus otros vehículos de inversión

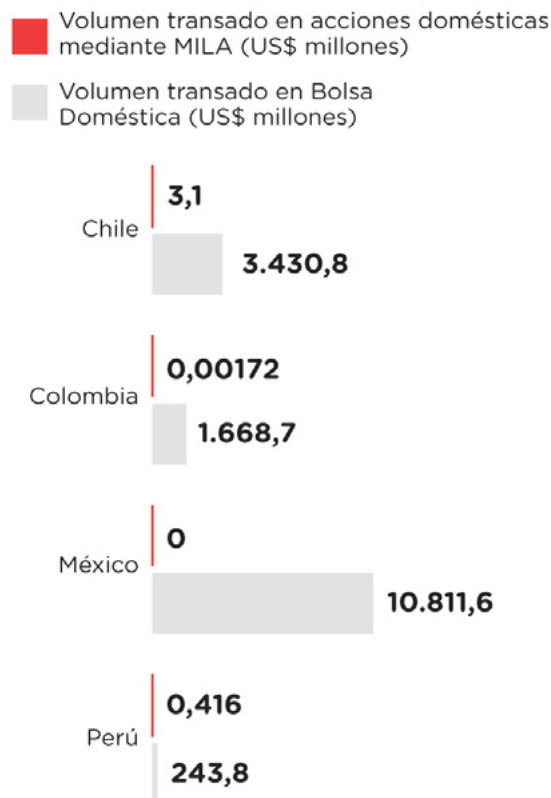
Una razón que explicaría la escasa utilización del MILA es que bajo la infraestructura actual esta plataforma no genera suficiente valor agregado para inversionistas institucionales, comparado con otros vehículos de inversión (ejemplo: ADRs de empresas AP).

En este contexto es preciso aclarar que el MILA no integró los mercados bursátiles de la AP, sino que sólo los interconectó, por lo que éstos aún operan como cuatro mercados separados. Esto implica que no se generaron ahorros por concepto de corretaje, dado que aún se requiere operar mediante un corredor “corresponsal” en la bolsa extranjera para poder llevar a cabo operaciones transfronterizas<sup>30</sup>. Asimismo, la no integración de los mercados impide aprovechar potenciales economías de escala en la provisión de servicios de custodia. Para ilustrar los conceptos anteriores, a modo de ejemplo la **Figura 21** muestra la adquisición de una acción colombiana por parte de un inversionista chileno por fuera del MILA (**figura 21.1**) y bajo el esquema MILA (**figura 21.2**).

Para tener mayor claridad respecto a la competitividad relativa del MILA, la **Tabla 11** muestra los costos de custodia y *trading* que enfrenta un inversionista chileno al operar vía MILA o al invertir en los mismos activos subyacentes, pero mediante ADRs. Los valores reportados en la **Tabla 11** sugieren que, salvo para montos pequeños, invertir en ADRs es significativamente más barato que hacerlo mediante MILA<sup>31</sup>. Así, es improbable que los

**Figura 20:**

Volúmenes transados en las Bolsas de los países de la Alianza del Pacífico y en MILA (US\$ millones), abril 2018



Fuente: Elaboración propia en base a las Bolsas y MILA.

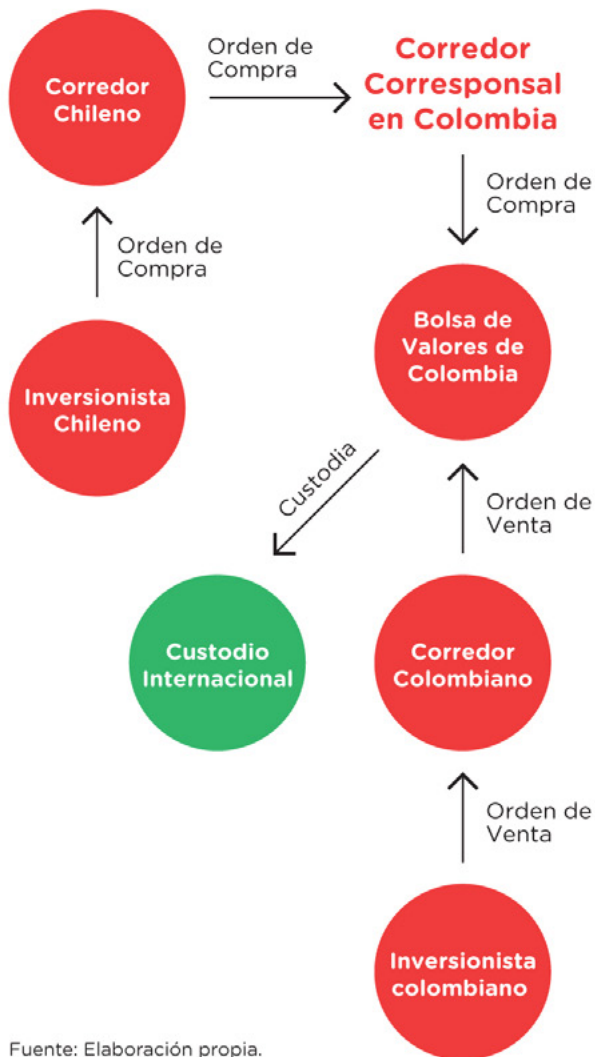
29 Este cálculo se realizó a partir de las respuestas a la pregunta “¿Su organización tiene interés por aumentar su exposición a la renta variable en los demás países de la Alianza del Pacífico?”, sin considerar a aquellos individuos que respondieron “No aplica”.

30 Este mayor costo explicaría por qué, en la práctica, en el mercado chileno sólo operan mediante MILA empresas que tienen subsidiarias en los otros mercados (operar vía subsidiarias reduce los costos de corretaje).

31 Los montos o movimientos que igualan los costos de custodia (break-even) entre MILA y ADRs para inversiones en Colombia, Perú y México son US\$ 69 mil, US\$ 61 mil y US\$ 208 mil, respectivamente. Los costos de *trading* se igualan con un monto transado de US\$ 6 en todos los casos.

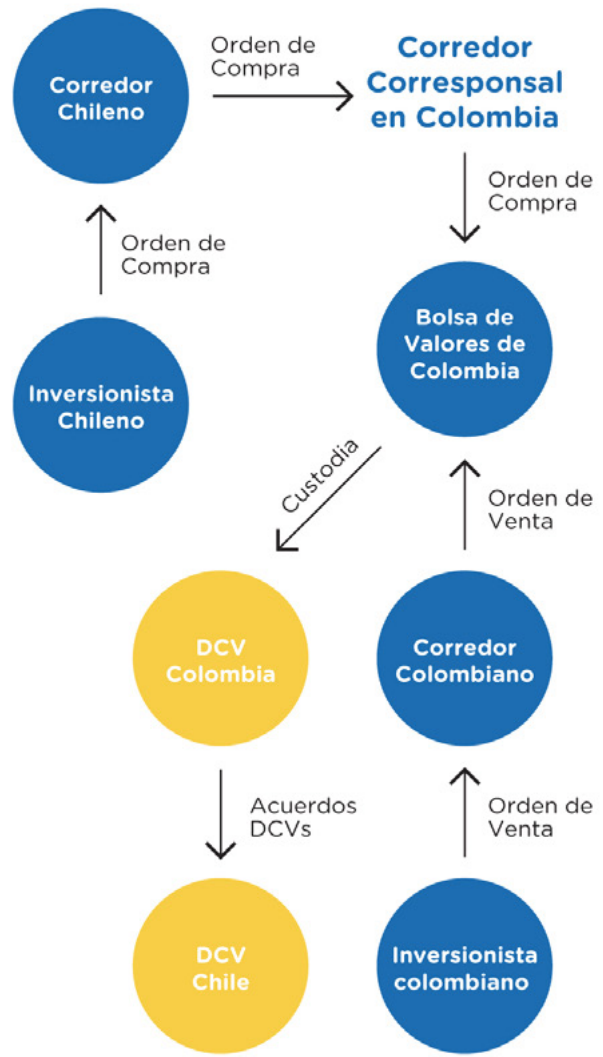
**Figura 21:**  
MILA vs. no MILA

**Figura 21.1:**  
Compra de acción colombiana por parte de inversionista chileno por fuera del MILA



Fuente: Elaboración propia.

**Figura 21.2:**  
Compra de acción colombiana por parte de inversionista chileno mediante MILA



Fuente: Elaboración propia.

inversionistas institucionales de la AP disminuyan su exposición a los ADRs de la región para comprar los activos subyacentes por medio de MILA.

Sin embargo, debe tenerse en consideración que, tal como se reportó en la sección IV (Tabla 10), son pocas las empresas de la AP que tienen ADRs.

Resulta pertinente entonces evaluar la competitividad del MILA en comparación a invertir directamente en la región por fuera de MILA, utilizando los servicios ofrecidos por los custodios internacionales tradicionales, para acciones de empresas que no emiten ADRs.

**Tabla 11**

Costos de custodia y trading para un inversionista chileno, ADRs vs. MILA

|          | ADRs                                  | MILA                               |                                    |                                   |
|----------|---------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|-----------------------------------|
|          |                                       | Colombia                           | Perú                               | México                            |
| Custodia | <b>Cobro por movimiento US\$ 12,5</b> | <b>0,018% del monto invertido</b>  | <b>0,0205% del monto invertido</b> | <b>0,006% del monto invertido</b> |
| Trading  | <b>US\$ 0,03</b>                      | <b>0,5% del monto invertido(*)</b> |                                    |                                   |

Nota: (\*) Comisión por operación; incluye el costo del corredor corresponsal.

Fuente: Elaboración propia en base a datos reportados por la Bolsa de Comercio de Santiago.

**Tabla 12**

SalDOS de deuda en el mercado doméstico (US\$ billones), 2018

|                        | Chile*                  | Colombia                 | México                   | Perú                    |
|------------------------|-------------------------|--------------------------|--------------------------|-------------------------|
| Renta Fija Corporativa | <b>29,9<sup>a</sup></b> | <b>24,4<sup>a</sup></b>  | <b>43,3<sup>b</sup></b>  | <b>28,7<sup>a</sup></b> |
| Deuda Pública Interna  | <b>79,3</b>             | <b>103,7<sup>c</sup></b> | <b>351,0<sup>d</sup></b> | <b>33,9</b>             |
| Total                  | <b>109,2</b>            | <b>128,1</b>             | <b>394,3</b>             | <b>62,6</b>             |

Nota: (a) SalDOS de renta fija corporativa en las bolsas de los respectivos países. (b) Emisiones de deuda en el mercado local de las instituciones no financieras. (c) Deuda interna bruta del sector público no financiero. (d) Emisiones de deuda en el mercado local del Gobierno General. Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg y último dato reportado por los bancos centrales de los países de la AP.

Según estimaciones de un importante agente del mercado chileno, a un inversionista residente en Chile que pretende adquirir acciones mexicanas le convendría recurrir a un custodio internacional para transacciones inferiores a los US\$ 13,55 millones, mientras que para inversiones superiores a este monto le resultaría más atractivo utilizar MILA<sup>32</sup>. Se concluye entonces que MILA no es un vehículo de inversión atractivo para inversionistas de *retail* (inversiones menores a US\$ 13,55 millones) y que en principio podría serlo para inversionistas institucionales cuando se trate de instrumentos que no tienen ADRs. Sin embargo, dados los volúmenes transados por estos últimos, es altamente probable que la estimación anterior

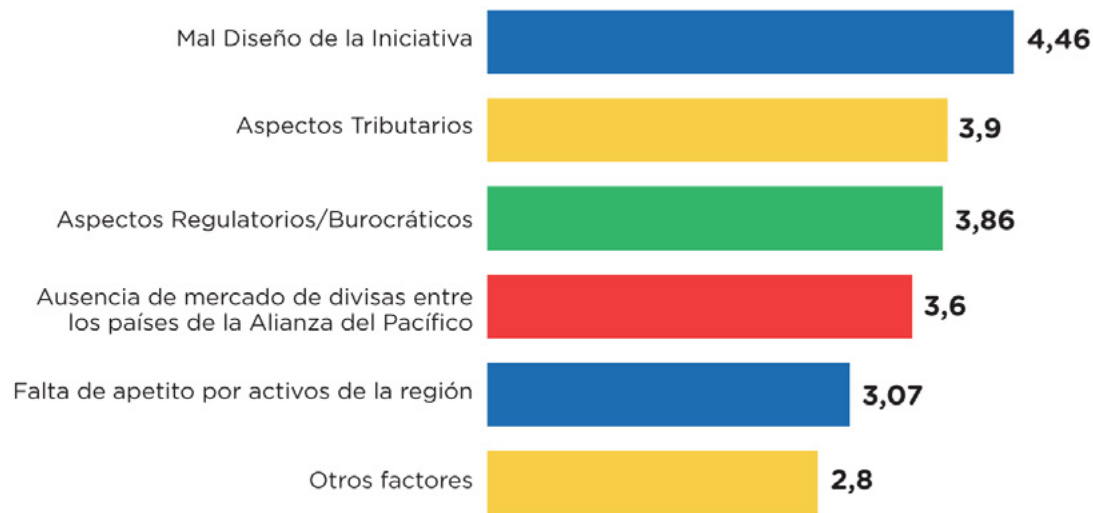
sobreestime sus costos de custodia efectivos (su poder de negociación les permitiría acceder a tarifas marginales más bajas que las asumidas en la simulación). Además, dado que los inversionistas institucionales no pueden prescindir de los servicios de custodia internacional para sus otras inversiones, es altamente improbable que les resulte conveniente separar las custodias para inversiones en la AP (usando custodios MILA) del resto.

La escasa competitividad que presenta MILA versus otros canales de inversión, en la medida que se explique por ausencia de economías de escala, podría atenuarse si los volúmenes transados fuesen mayores, lo que a su vez podría lograrse si se incluyeran en su operación instrumentos de renta fija. Aun cuando no es posible construir un contra-factual, resulta intuitivo que podrían lograrse economías de escala significativas por esta vía,

<sup>32</sup> El ejercicio consiste en calcular los gastos anuales para un total de 60 transacciones, considerando cargos (fijos y variables) por infraestructura, gestiones de cobro, custodia y transacción.

**Figura 22:**

Factores que inhiben el desarrollo del MILA según orden de importancia



Nota: A los encuestados se les solicitó ordenar los factores según su importancia utilizando una escala de 1 a 6, siendo 1 la mínima importancia y 6 la máxima importancia". Veintidós personas en Colombia respondieron esta pregunta.  
Fuente: Elaboración propia.

toda vez que los mercados de renta fija domésticos de los países de la AP equivalen aproximadamente al 75% de la capitalización bursátil del bloque (contrastar **Tabla 12** con **Figura 3**).

#### b. MILA y Aspectos transversales

Además de la no integración de los mercados, existen otros motivos por los cuales MILA no es un vehículo de inversión atractivo. Para tener mayor claridad en esta materia, la **Figura 22** muestra el resultado de una encuesta de percepción entre veintidós agentes del mercado colombiano (de ahora en adelante Encuesta II) consultados respecto a seis factores que inhiben el desarrollo del MILA. Los factores fueron ordenados por cada uno de estos agentes según su importancia relativa, siendo 1 la mínima importancia y 6 la máxima importancia. En línea con lo planteado, la **Figura 22** muestra que las deficiencias en el diseño del MILA sería el principal factor que inhibe su desarrollo<sup>33</sup>.

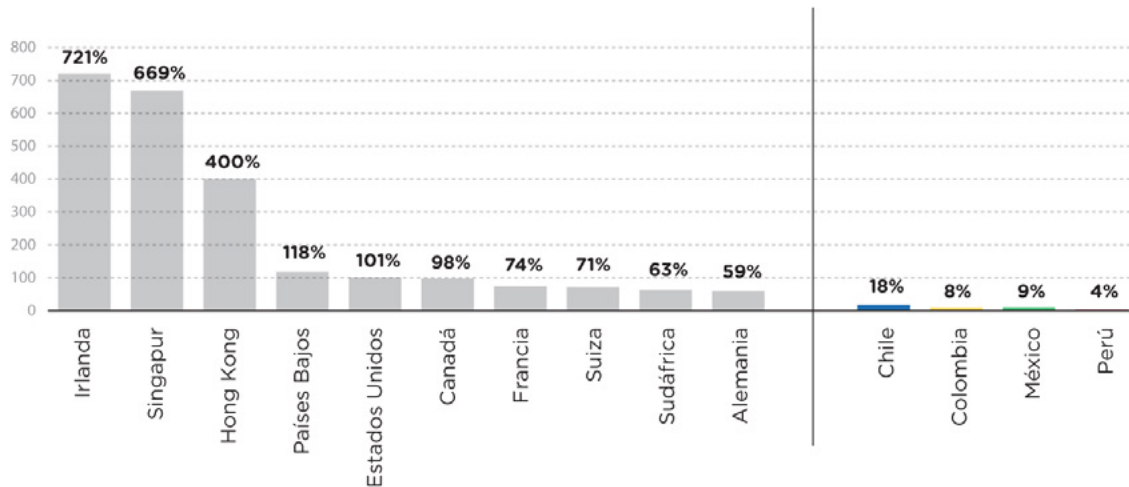
Asimismo, la **Figura 22** confirma que reducir la incertidumbre y las asimetrías tributarias constituye un elemento central para lograr una mayor integración de los mercados bursátiles de la AP, seguido en tercer lugar por los aspectos regulatorios/burocráticos. En este sentido, cabe destacar que la información que deben entregar las empresas (emisoras) al mercado y los reguladores no está estandarizada. Esto implica que aun cuando los instrumentos puedan estar listados en MILA, no es claro que los inversionistas tengan claridad acerca de la calidad del activo que están comprando – el costo de información sigue siendo alto para un inversionista que no está en el mercado donde se transa el activo.

En la misma figura se muestra también que la ausencia de un mercado de divisas entre los países de la AP es el cuarto factor más importante para explicar el limitado alcance del MILA. Al respecto cabe sin embargo mencionar que, según lo planteado por uno de los encuestados, la ausencia de un mercado de divisas no es tan relevante en la medida que las monedas sean líquidas contra el dólar.

<sup>33</sup> La pregunta en la encuesta no entregaba detalles sobre la deficiencia de diseño, pudiendo ésta interpretarse como la exclusión de instrumentos de renta fija, un mal diseño de la plataforma de interconectividad usada para las transacciones transfronterizas, o el hecho que no se constituyera un mercado único, entre otras.

**Figura 23:**

Activos de fondos mutuos como porcentaje del PIB, 2016



Fuente: Banco Mundial.

En síntesis, concluimos que el MILA no ha sido una iniciativa exitosa debido a que sólo interconectó los mercados<sup>34</sup>, no generando ahorros en corretaje, y su implementación no fue acompañada por un proceso de armonización tributaria y regulatoria entre los países de la AP. En este informe sostenemos que, aún con la inclusión de instrumentos de renta fija y la homologación de normas regulatorias y tributarias, el MILA – entendido como cuatro mercados interconectados – es una solución menos eficiente que la construcción de un mercado regional único. Esta opción se discute en detalle en la sección VI.

### V.B. Pasaporte de Fondos

El Pasaporte de Fondos permite que los fondos de inversión creados y autorizados (inscritos) en un determinado país de la AP sean automáticamente reconocidos y, por ende, en principio susceptibles de ser comercializados, en los restantes países del bloque. Con ello se pretende aumentar la cantidad y/o volumen de fondos mutuos abiertos entre los países de la AP. Implementar esta iniciativa adquiere relevancia considerando los potenciales beneficios en cuanto a diversificación que ofrece

la integración financiera en la AP (sección II.D) y el tamaño de la industria de Fondos Mutuos (FFMM) en los países del bloque (**Figura 23**)<sup>35</sup>.

Esta iniciativa está actualmente habilitada sólo en Chile, mientras que en México aún no se ha legislado en esta materia. Por su parte, el Pasaporte de Fondos entraría prontamente en funcionamiento en Colombia y Perú (falta establecer algunos reglamentos). Sin embargo, los resultados de la Encuesta II muestran que existe gran desconocimiento en torno al Pasaporte de Fondos –un 70% de los encuestados declara no estar bien informado sobre esta iniciativa–, lo que sugiere que la misma no suscita gran interés y/o no tiene un potencial significativo.

Además del desconocimiento en torno al Pasaporte de Fondos, existen (o hasta hace muy poco existían) barreras regulatorias que inhiben el desarrollo de la industria de fondos en la AP. Por ejemplo, en México no se puede ofrecer fondos apalancados o financiados con deuda<sup>36</sup>, mientras que en Perú existen límites máximos a la partici-

<sup>34</sup> Además, en las etapas iniciales la plataforma sobre la que operaba MILA demostró ineficiencias técnicas que hicieron poco atractiva la iniciativa.

<sup>35</sup> Cabe destacar, sin embargo, que el desarrollo de la industria de FFMM en los países AP está, en general, alineado con los ingresos per cápita de cada país.

<sup>36</sup> Esta información fue entregada por un agente del mercado chileno. A la fecha de este informe no fue posible contactar a un agente del mercado mexicano para corroborar esta información.

pación que puede alcanzar cada inversionista al interior de un mismo fondo<sup>37</sup>. Recién hace unas semanas se autorizaron Fondos Mutuos (FFMM) sólo para inversionistas institucionales donde esta restricción no se aplica, pero estos aún no están operando (no se han creado).

La experiencia internacional sugiere que hacer frente a este tipo de situaciones, mediante un proceso de armonización regulatoria y tributaria, es clave para que iniciativas como el Pasaporte de Fondos logren cumplir con su objetivo. Por ejemplo, la ausencia de un proceso de simplificación y armonización tributaria (como lo sugerido en la sección III) entre los países miembros del *Asian Region Funds Passport*<sup>38</sup> (ARFP), destaca como uno de los principales factores que han inhibido el desarrollo de esta última iniciativa (PwC, 2014; Wong, 2014; ATKearny, 2015; Acosta, 2017).

El marco de referencia internacional más relevante en materia de integración de mercados de fondos es el modelo europeo, en el cual la directiva de la Unión Europea establece las condiciones que debe satisfacer un fondo constituido en uno de los estados miembros para ser distribuido en los restantes países del bloque (*Undertakings for the Collective Investment of Transferable Securities* - UCITS). Siguiendo el ejemplo europeo, para promover la integración de la industria de fondos los reguladores de los países de la AP deben acordar un estándar mínimo/común en cuanto a entrega de información y protección de inversionistas. En suma, debe convergerse a un estándar único en materia de regulación, supervisión y estandarización de productos, tal que se reduzcan los costos de obtener información sobre lo que se está transando.

En este sentido, cabe destacar que los países de la AP satisfacen los estándares de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) en lo que respecta a administración y gestión de fondos, pero aún quedan avances pendientes en cuanto a la información que se debe poner a disposición de los inversionistas. En línea con lo planteado por Aya et al. (2017), esta Hoja de Ruta sugiere que los oferentes de fondos de los países de la AP adopten el *Key Investor Information Document* (KIID) de la UCITS, el cual uniforma la información que se debe entregar a los inversionistas. De esta manera cada fondo deberá informar al mercado de forma clara y concisa sobre sus objetivos y política de inversión, perfil de riesgo-retorno, monto de comisiones y desempeño histórico - el KIID es un prospecto único de sólo dos páginas. Asimismo, la normativa que rige a los KIID establece que la información en torno al desempeño del fondo deberá actualizarse dentro de un plazo de 35 días hábiles luego del último día calendario de cada año.

Por otra parte, con el objetivo de prevenir potenciales fraudes en el manejo de los activos que forman parte de los fondos, la normativa UCITS ha establecido que el custodio debe ser una entidad distinta e independiente del administrador del fondo. Sin embargo, en algunos países de la AP - Chile y Perú - no se exige que el custodio y el administrador del fondo sean independientes. En consecuencia, se sugiere que estos países introduzcan esta exigencia de manera que la normativa que rija al mercado integrado de fondos de la AP opere bajo los mejores estándares internacionales en materia de gobernanza y protección de inversionistas.

37 Ningún inversionista puede tener más de un 10% de un fondo, excepto en el caso de Fondos Estructurados donde el tope alcanza a 20% (Fuente: Credicorp Capital).

38 Australia, Japón, Corea del Sur, Nueva Zelanda y Tailandia.

## VI. LA ALIANZA DEL PACÍFICO COMO CENTRO FINANCIERO REGIONAL

---

Como se mencionó en la introducción, a diferencia de la literatura revisada este trabajo analiza la viabilidad de alcanzar una mayor integración con la economía global a través de transformar a la AP en un centro financiero regional. En esta sección argumentamos que, para lograr esto último, inevitablemente el bloque deberá converger en el mediano plazo a un mercado regional único, pues de esta manera se maximizan las economías de escala presentes en los procesos de intermediación financiera. Si no se avanza en esta dirección y sólo se mantiene la forma de cuatro mercados interconectados, la supervivencia de un centro financiero regional AP puede verse amenazada en el largo plazo. Esta consideración cambia el diseño de una Hoja de Ruta.

### VI.A. Centro financiero regional: modelos alternativos

Para integrar financieramente a los países de la AP con el resto del mundo existen dos alternativas: (a) seguir avanzando hacia una mayor integración financiera regional, entendida ésta como cuatro mercados interconectados entre sí e integrados cada uno unilateralmente a la economía global, versus (b) que un país del bloque, interconectado con los otros tres, se integre globalmente y se transforme en el mercado regional dominante. Estos caminos son conceptualmente distintos por cuanto el primero consiste en mantener operando cuatro mercados de tamaño mediano, mientras que el segundo en la existencia de un mercado regional grande, único, sujeto a estándares internacionales más exigentes, donde los agentes de los cuatro países, así como inversionistas interna-

cionales, realizan sus operaciones – estas alternativas se comparan en la **Figura 24**.

Resulta intuitivo de las **figuras 24.1 y 24.2** que el costo de integrar las economías de la AP por la vía de un mercado regional único es más eficiente que interconectar cuatro mercados. Esta última opción implica, además, un esfuerzo importante de coordinación para que los países armonicen y homologuen todas sus regulaciones y regímenes tributarios. La dificultad inherente a este proceso queda demostrada por el largo período (10 años) que ha tomado en Asia la materialización del Pasaporte de Fondos, la cual aún no se concreta. Por el contrario, en el modelo de mercado único se requiere un esfuerzo de coordinación menor (bilateral).

A continuación, se discute en mayor detalle los beneficios de la alternativa b) propuesta.

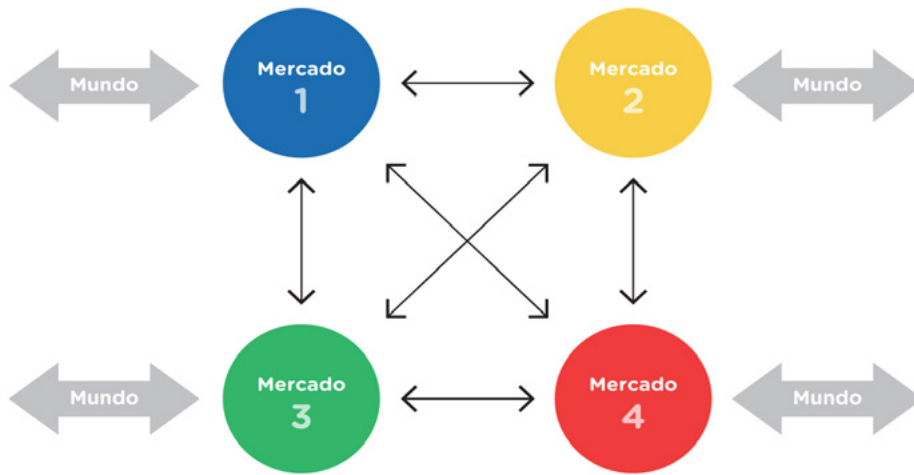
### VI.B. Integración total de los mercados financieros de la AP: reducción de costos

Concebir el MILA no como la interconexión de los cuatro mercados bursátiles, sino como un verdadero mercado común, donde se transan (casi) todos los activos regionales, permitiría ahorros en costos, pues ya no sería necesario recurrir a un corredor “corresponsal” en la bolsa extranjera para realizar operaciones transfronterizas. Del mismo modo habría economías de escala en la provisión de servicios de liquidación, compensación y custodia, pues no se necesitarían las infraestructuras existentes en los cuatro mercados. Para ilustrar con mayor claridad la propuesta, la **Figura 25**

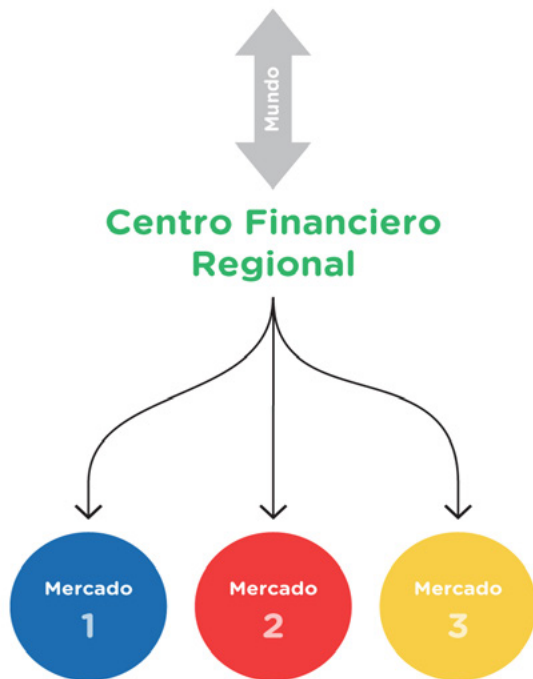


**Figura 24:**  
Comparación modelos de integración

**Figura 24.1:**  
Cuatro mercados interconectados



**Figura 24.2:**  
Mercado regional único



Fuente: Elaboración propia.

muestra cómo operaría la adquisición de una acción colombiana por parte de un inversionista chileno, bajo un esquema de integración total de los mercados bursátiles del bloque. Al contrastar las **Figura 25** y **21.2** (sección V.A.), el ahorro en costos de transacción que genera la integración total respecto a la interconexión resulta evidente. Cabe notar que la integración total de los mercados de la AP debiera ir de la mano del establecimiento de un sistema de liquidación y compensación en dólares, pues la ausencia de este sistema eleva el riesgo (y encarece) las transacciones, disminuyendo la competitividad del mercado AP.

Por otra parte, la convergencia hacia un mercado único integrado contribuiría a incrementar la baja liquidez de los mercados de la AP (Lo, Marmaysky y Wang, 2004; Huber, 2013), aspecto que diversos inversionistas institucionales han planteado, en conjunto con los aspectos tributarios, como una de las principales razones por las que no invierten directamente en estos mercados (ver comparación internacional de liquidez bursátil en **Figura 26**).

**Figura 25:**

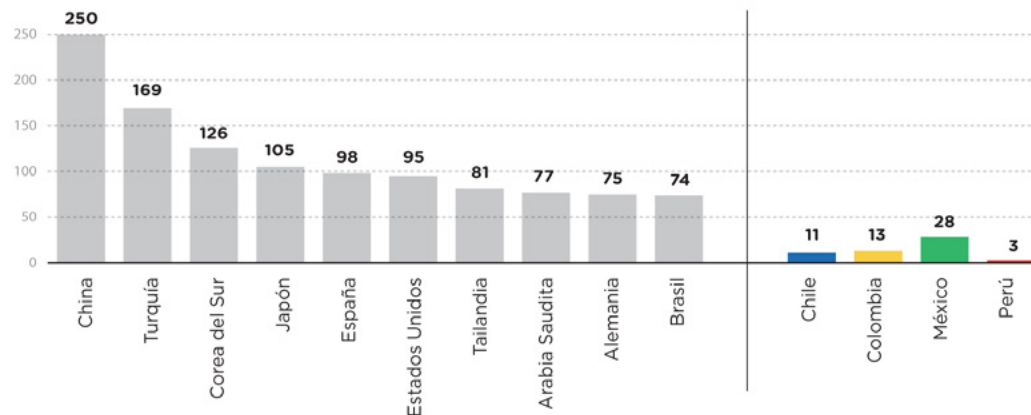
Compra de acción colombiana por parte de inversionista chileno bajo mercados de la Alianza del Pacífico totalmente integrados (mercado único)



Fuente: Elaboración propia.

**Figura 26:**

Índice de Rotación del Mercado Bursátil, 2016



Fuente: Banco Mundial.

### VI.C. Integración total de los mercados financieros de la AP: resolución de conflictos y marco jurídico

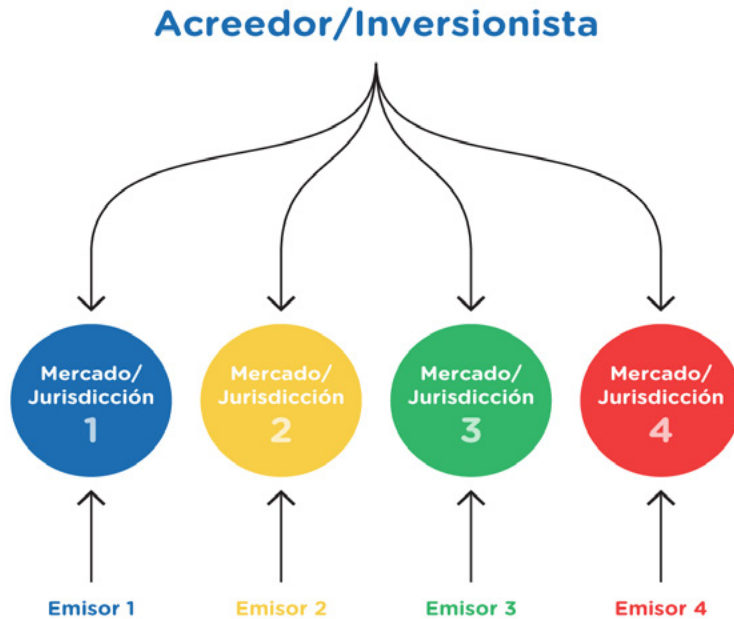
Como se planteó en el marco conceptual (sección IV), la protección de los inversionistas juega un rol clave en el desarrollo de los mercados financieros. Tanto acreedores como accionistas minoritarios estarán más dispuestos a otorgar financiamiento cuando sus derechos estén mejor resguardados, porque ello eleva la probabilidad de que los recursos invertidos les sean devueltos en forma de

intereses o dividendos, en lugar de ser expropiados por el accionista – o grupo de accionistas – que controla la empresa (o en otros casos por el Estado).

La completa integración de los mercados de la AP plantea como interrogante bajo qué jurisdicción debieran regirse los contratos financieros y por ende resolverse los conflictos. La opción de mantener cuatro mercados, aún si altamente integrados (interconectados), implica que los potenciales conflictos que pueda tener un acreedor/

**Figura 27:**  
Contraste de esquemas de resolución de conflictos

**Figura 27.1:**  
Resolución de conflictos manteniendo cuatro marcos separados altamente integrados



**Figura 27.2:**  
Resolución de conflictos bajo jurisdicción única



Fuente: Elaboración propia.

inversionista con empresas de la AP se resolverían en la jurisdicción de cada mercado, lo que conlleva costos de transacción elevados – bajo este esquema dicho acreedor/inversionista debiera contar con un equipo legal en cada uno de estos países. Así, para explotar economías de escala asociadas al marco legal aplicable a la resolución de conflictos, los mercados de la AP deben converger a una jurisdicción única. Esto explica en parte por qué a nivel global existe un número acotado de centros financieros que concentran la mayor parte de las emisiones de ADRs y de deuda soberana de paí-

ses emergentes. Para ilustrar con mayor claridad el argumento anterior, la **Figura 27** muestra las diferencias entre mantener cuatro marcos legales separados versus tener una jurisdicción única.

Cabe destacar que, a diferencia de los costos de intermediación mencionados anteriormente (subsección VI.B), los cuales pueden potencialmente reducirse con el uso de tecnologías actualmente disponibles<sup>39</sup>, la resolución de conflictos debe ne-

<sup>39</sup> Por ejemplo, el uso de *blockchain* reduce los costos asociados a garantizar el correcto cierre de operaciones.

cesariamente llevarse a cabo en una jurisdicción determinada. Como se mencionara anteriormente, mientras las compras y ventas de activos pueden realizarse de manera digital (remota) y a bajo costo aún si coexisten varios mercados, la resolución de conflictos no puede ocurrir “en la nube”. Se concluye entonces que las tecnologías no reducen los costos legales de operar en varios mercados.

#### VI.D. Integración total de los mercados financieros de la AP: competencia tributaria

La evidencia indica que la inversión extranjera en portafolio, al igual que la inversión directa en activos físicos, es sensible a las tasas impositivas. Por ejemplo, luego que Alemania introdujera en 1989 un impuesto de retención de 10% sobre el pago de intereses, se produjo una significativa fuga de capitales hacia Luxemburgo, lo que finalmente persuadió al gobierno alemán de eliminar dicho gravamen (Edwards y de Rugy, 2002). En décadas siguientes, producto del incremento en la apertura y movilidad de capitales, la competencia tributaria entre los países de la Unión Europea se intensificó, desplazándose los capitales desde los países con tasas impositivas más elevadas hacia los países con tasas más bajas (Lodin, 2001). En esta misma línea, la exención tributaria sobre los intereses pagados por bonos y depósitos emitidos

en EE.UU. y mantenidos por inversionistas extranjeros, contemplada en la legislación de ese país, permitió potenciar el sector bancario estadounidense y contribuyó a que Miami se transformara en la puerta de entrada de inversionistas latinoamericanos al mercado norteamericano (Edwards y de Rugy, 2002).

Resulta pertinente entonces determinar qué tan pronunciadas son las diferencias entre los países de la AP y los principales centros financieros globales (Estados Unidos y Luxemburgo) en lo que respecta a las tasas impositivas aplicables a inversionistas extranjeros. La **Tabla 13** muestra que los cuatro países del bloque tienen tasas que los hace poco competitivos respecto a los centros financieros globales (ver Anexo IV para más detalles).

En consecuencia, para aumentar la competitividad de la AP en materia tributaria, se propone que el centro financiero regional se rija bajo un marco tributario único, simple y con tasas impositivas bajas y uniformes. En particular, se sugiere que los inversionistas en este mercado tributen sobre sus ingresos (incluidas las ganancias de capital) solamente en su país de residencia – los no-residentes quedarían exentos de impuestos – con drásticas sanciones a quienes intenten disfrazarse de no-residentes. Esto es consistente con lo que ocurre en mercados desarrollados (por ejemplo

**Tabla 13**

Tasa de impuesto aplicable a inversionistas extranjeros: centros financieros globales y países de la Alianza del Pacífico

| Tasa impuesto aplicable a inversionistas extranjeros (%) | Luxemburgo (Fondos UCITS) | Estados Unidos | Chile | Colombia | México | Perú |
|--|---------------------------|----------------|-------|----------|--------|------|
| Dividendos   | 0                         | 0*             | 35    | 38,25    | 10     | 5    |
| Intereses  | 0                         | 0              | 4     | 15       | 15     | 4,99 |
| Ganancia capital   | 0                         | 0              | 0     | 10       | 10     | 5    |

Notas: \* Tasa aplicable a ADRs emitidos en Nueva York. Fuente: Elaboración propia en base a Deloitte (2018), EY (2018), IRS (2018), Moore Stephens (2017), SII (2018).

EE.UU.) y permitiría que tanto inversionistas de la AP como extranjeros incrementen su presencia en los países del bloque. Para garantizar el buen funcionamiento de este esquema tributario se requiere que los tratados de doble tributación entre los países fuente del ingreso y los de residencia de los inversionistas, se apliquen a las rentas que pasan o transitan a través del mercado regional único. Alternativamente y para evitar perjuicios fiscales en el país donde esté el mercado único regional, los no-residentes podrían tributar con una tasa baja y uniforme, sujeto a la existencia de tratados tripartitos de doble tributación. De esta manera los países mantienen su potestad tributaria sobre los ingresos generados en su jurisdicción,

pero no se genera un incentivo o distorsión que discrimine contra la inversión doméstica para los inversionistas no residentes.

En síntesis, para que la AP se transforme en un centro financiero global se requiere integrar completamente los mercados y las infraestructuras a cargo de los servicios de liquidación, compensación y custodia; establecer una jurisdicción con los mejores estándares internacionales bajo la cual se rijan los contratos y se resuelvan los conflictos; y crear un sistema tributario simple con tasas impositivas competitivas (bajas), acompañadas éstas de tratados de doble tributación tripartitos.

## VII. RESUMEN Y CONCLUSIONES: HOJA DE RUTA PARA LA ALIANZA PACÍFICO

Este trabajo analiza la integración financiera (IF) entre los países de la Alianza del Pacífico (AP), con miras a elaborar una *Hoja de Ruta* que permita avanzar hacia lograr una región o bloque altamente integrado financieramente. Con este propósito se realiza un diagnóstico del grado de integración existente entre los países de la AP, así como entre éstos y la economía global. De este diagnóstico se desprende lo siguiente:

- La AP como bloque es, en términos económicos y financieros, equivalente a Brasil, siendo México la economía de mayor tamaño dentro del grupo. Sin embargo, la AP como un todo aún representa una fracción de economías como EE.UU. (10%), Alemania (53%) o Japón (40%).
- Consistentemente, los mercados bursátiles de los países AP muestran una liquidez mucho menor que los de países como EE.UU., Alemania, Japón y Brasil (México, con la mayor liquidez dentro del grupo, tiene un índice de rotación igual al 38% del de Brasil).
- Sin embargo, la industria de Fondos de Pensiones (FPs) está relativamente más desarrollada – los FPs del bloque superan a los de Alemania o Brasil –, siendo Chile el país donde éstos muestran el mayor tamaño.
- Si bien los índices accionarios de los países de la AP – que recogen los precios de las empresas con mayor presencia bursátil – sugieren un alto grado de integración con la economía global, otros indicadores (inversión en el extranjero de inversionistas institucionales, préstamos bancarios internacionales y volumen de *factoring*

internacional) sugieren que los países miembros están escasamente integrados financieramente con la economía global.

- Al analizar las correlaciones (grado de co-movimiento) entre indicadores económicos y financieros de los cuatro países del bloque, concluimos que los países de la AP también están poco integrados entre ellos y, por ende, que existiría una ganancia potencial en términos de mayor diversificación si éstos avanzaran hacia una mayor integración financiera.
- Estos resultados son consistentes con el apetito por mayor integración regional que muestran los resultados de una encuesta realizada a agentes económicos en los mercados de los países AP, donde un alto porcentaje de los encuestados señaló que su organización ve un potencial de incrementar su inversión y/o volumen de negocios en los demás países del bloque.

A continuación, se analizaron las principales barreras para avanzar en este proceso. El análisis parte del paradigma o enfoque que ha dominado esta discusión en el pasado y que consiste en mantener cuatro mercados financieros independientes, pero altamente interconectados. Bajo este paradigma se plantea realizar transacciones a bajo costo, remotas y en línea con distintas aplicaciones (*Fintech*) para fines transaccionales y usando la tecnología de “cadenas en bloque” o *blockchain* para fines de registro y trazabilidad. Según agentes de mercado (y la literatura pertinente), los principales impedimentos – en orden de importancia – para alcanzar un mayor grado de IF en la AP son los siguientes:

- A pesar de existir tratados para evitar la doble tributación entre los cuatro países, persiste un alto grado de complejidad en su aplicación y, por ende, los agentes enfrentan un alto grado de incertidumbre tributaria.
- Los inversionistas deben registrarse y obtener un código o número de identificación tributario (RUT en el caso de Chile) en cada país AP, salvo para operaciones vía MILA, lo que incrementa los costos de transacción para inversionistas pequeños.
- Las regulaciones bancarias de los países AP no permiten abrir cuentas corrientes a clientes domiciliados en el extranjero, restricción que afecta principalmente a PYMES por el alto costo que tiene para ellas constituir domicilio, pero también a otros agentes como son los depósitos de valores (custodios) de los países de la AP que han intentado hacer negocios en Chile vía MILA.
- Actualmente no existen mercados cambiarios entre monedas de los países de la AP, por lo que se debe recurrir al uso de dólares para realizar operaciones financieras entre los países del bloque. Esto, además de implicar un doble cobro de spreads asociado a la compra y venta de dólares, implica un mayor riesgo operacional para los agentes en países donde no existe un sistema de compensación y liquidación en dólares a nivel local – Chile, Colombia y Perú para montos altos.
- Inversionistas institucionales – FPs y compañías de seguros – enfrentan límites cuantitativos para la inversión que pueden realizar en el exterior. Estas restricciones podrían resultar inhibitorias de la integración financiera que pueden llevar a cabo en el mediano plazo los FPs en los casos de México y Perú.

Del análisis se concluye que en una primera etapa los países AP deben simplificar sus marcos tributarios. Además, deben armonizar sus marcos regulatorios y migrar hacia una regulación prudencial basada en riesgo y no en límites cuantitativos rígidos. Por último, los países – excepto México – deben desarrollar y/o perfeccionar sus sistemas de pagos locales en moneda extranjera (dólar).

Además, del análisis se desprende que una de las iniciativas más emblemáticas implementadas hasta ahora en el contexto de la AP, el MILA, tendría un desarrollo acotado aún si se perfeccionan los aspectos regulatorios y tributarios mencionados. Esto, porque el MILA no se concibió como un mercado integrado único, sino como cuatro mercados interconectados, lo que no permite maximizar potenciales economías de escala. Además, al no existir una jurisdicción única, no se pueden resolver aspectos o problemas legales a bajo costo. Por el contrario, el Pasaporte de Fondos, iniciativa que aún no se materializa, podría tener un desarrollo importante si se resuelven los problemas tributarios asociados y se converge hacia una mayor estandarización de productos. Así lo sugiere la comparación con países desarrollados, donde la industria de Fondos Mutuos (FFMM) es de un tamaño significativamente superior.

La **Tabla 14** a continuación presenta el listado de propuestas específicas que componen la Hoja de Ruta para la IF en la AP, detallando (cuando corresponde) las diferencias entre los países del bloque. Estas son condiciones necesarias, pero no suficientes, para alcanzar un alto grado de IF entre los países AP (es altamente probable que la lista de tareas se incremente en el futuro, pues nada garantiza que no surgirán nuevas limitantes aún no identificadas). Además, debe tenerse en consideración que la implementación de las propuestas listadas en la **Tabla 14** requerirá de un esfuerzo de coordinación importante, continuo y de largo aliento entre los cuatro países miembros de la AP.

**Tabla 14**

Propuestas específicas Hoja de Ruta para la Integración Financiera en la Alianza del Pacífico

**(A) Aspectos tributarios (primera prioridad)**

| Problema  | Causa   | Segmento afecto   | Solución propuesta  | Responsable(s)  |
|---|---|---|---|---|
| Incertidumbre tributaria: acuerdos de doble tributación son de compleja administración u operatividad y no eliminan doble tributación completamente | <ul style="list-style-type: none"> <li>● Sistemas tributarios de países de la AP son complejos</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>● Mercado bursátil (incluye FFMM y fondos en general)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>● Certificación tributaria en línea</li> <li>● Normas simples y únicas para tributación de rentas de países AP (ej.: impuesto único, parejo y bajo en país fuente, idéntico entre países y con 100% de crédito en país de residencia)</li> <li>● Completar/iniciar proceso legislativo de Proyecto Ley para la Homologación de los Fondos de Pensiones en Chile y México/Colombia y Perú (ver pie de página 14)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>● Autoridades tributarias de cada país (certificación cumplimiento y retenciones tributarias)</li> <li>● Ministerios de Hacienda (proyectos de Ley para cambios de impuestos)</li> </ul> |

**(B) Aspectos regulatorios (segunda prioridad)**

| Problema   | Causa  | Segmento afecto  | Solución propuesta   | Responsable(s)  |
|--|--|--|--|---|
| Alto costo de transacción de realizar inversiones transfronterizas   | <ul style="list-style-type: none"> <li>● Agentes económicos deben registrarse y obtener un código tributario (RUT) en cada país</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>● Mercado bursátil (excepto MILA)</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>● Creación de Registro tributario (RUT) único para contribuyentes países AP</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>● Autoridades tributarias de cada país</li> </ul>  |
| Alto costo para bancos locales de ofrecer servicios a potenciales clientes extranjeros (cuentas corrientes y emisión de boletas de garantía) | <ul style="list-style-type: none"> <li>● Requisito de domicilio para apertura de cuentas corrientes</li> <li>● Alto costo de obtener información sobre clientes potenciales (<i>know your client</i>)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>● PYMES: alto costo de abrir cuentas corrientes y obtener boletas de garantía</li> <li>● MILA: dificultad de operación de custodios de otros países AP</li> <li>● Bancos: alto riesgo de verse afectados por actividades ilegales (lavado de activos) de terceras partes</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>● Autoridades permitan domicilio en países AP para apertura de cuentas corrientes</li> <li>● Bancos compartan información sobre clientes, con la anuencia de éstos</li> <li>● Conexión en línea de UAF de c/país para reportar actividades sospechosas</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>● Sector Privado (Bancos)</li> <li>● Ministerios de Hacienda (leyes secreto bancario)</li> <li>● Supervisores bancarios (domicilio países AP)</li> <li>● UAF de los cuatro países</li> </ul> |



## (B) Aspectos regulatorios (continuación)

| Problema   | Causa  | Segmento afecto   | Solución propuesta   | Responsable(s)  |
|--|--|---|--|---|
| Alto costo de exportación de servicios                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>Seguros de exportación enfrenta costos elevados (según PYMES)</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Clientes bancarios PYMES (exportación de servicios)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Seguro estatal para la exportación de servicios, siempre y cuando exista un argumento de industria naciente o similar que lo justifique</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Sector público (CORFO o instituciones similares)</li> </ul>  |
| Potencial pérdida de ganancias en diversificación                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>Ausencia de instrumentos de renta fija en MILA</li> <li>Límites a la inversión de los FPs en el exterior (Perú y México en el mediano plazo)</li> </ul>                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>Mercado bursátil</li> </ul>                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>Incluir instrumentos de renta fija en MILA</li> <li>Reemplazar límites cuantitativos de inversión por regulación prudencial basada en riesgo</li> <li>Aumentar límites a los FPs mexicanos y peruanos en mediano plazo</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Sector privado (Bolsas de Valores de los cuatro países)</li> <li>Regulador FPs en México y Perú</li> </ul> |
| Desviación de la integración financiera a otras plazas                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>En Chile aún no se autoriza el uso de custodios locales para que FPs operen vía MILA</li> <li>Algunos inversionistas tienen techo de participación en FF.MM peruanos</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Mercado bursátil</li> </ul>                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>Autorizar al DCV para que actúe como custodio internacional de los FPs</li> <li>Cambiar regulación desde límites cuantitativos a evaluación de riesgo directa</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Superintendencia de Pensiones de Chile</li> <li>Regulador peruano</li> </ul>                               |
| Iniciativa Pasaporte de Fondos puede tener poco impacto en su forma actual | <ul style="list-style-type: none"> <li>No contempla estándar único en materia de regulación y supervisión</li> <li>No estandariza productos</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Mercado bursátil</li> </ul>                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>Adopción de normativa UCITS para FF.MM. – Key Investor Information Document (KIID)</li> <li>Establecer custodios independientes de administración</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Sector privado (Industria de Fondos)</li> </ul>  |

## (C) Aspectos cambiarios (tercera prioridad)

| Problema   | Causa  | Segmento afecto  | Solución propuesta   | Responsable(s)   |
|--|--|--|--|--|
| Alto riesgo de contraparte en pagos transfronterizos | <ul style="list-style-type: none"> <li>Falta de mecanismos de compensación y liquidación en moneda extranjera (dólar)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Mercado cambiario Chile, Colombia y Perú</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Crear/desarrollar mecanismos de compensación dólar en Chile y Perú (alto valor) y de liquidación en Chile y Colombia</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Bancos Centrales</li> </ul> |

Fuente: Elaboración propia.

En consecuencia, este trabajo sugiere que la implementación de la Hoja de Ruta esté acompañada por el establecimiento de un sistema de gobernanza a cargo de su continuidad, monitoreo y gestión. Esta estructura debe ser ágil y liviana, en el sentido de evitar un costo alto de operación y burocracia. Se sugiere que se constituya un comité compuesto por dos representantes de cada país – uno del Ministerio de Hacienda y otro del sector privado –, más un secretario técnico que coordine a los ocho miembros. El comité debiera reunirse trimestralmente y monitorear/impulsar las iniciativas necesarias. Además, debiera informar respecto al estado de avance de la Hoja de Ruta a los

presidentes de los capítulos empresariales de la AP y a los ministros de Hacienda semestralmente.

Adicionalmente, considerando las potenciales economías de escala operacionales y los costos asociados a la resolución de conflictos, este trabajo plantea que en una segunda etapa la región debe converger a un centro financiero único, donde se transarían (casi) todos los activos financieros regionales. Este mercado único, al explotar de mejor manera las economías de escala existentes en el proceso de intermediación financiera, permitiría incrementar el atractivo de la AP tanto inversionistas de la región como de fuera de ésta.

## REFERENCIAS

- Acosta F. (2018). "The problem with Asian fund passport schemes". Fund Selector Asia, 5 de junio de 2017.
- Alamos, E. S., Vásquez-Párraga, A. Z., & Arriagada, R. S. (2015). Integración de los Mercados Accionarios de Chile, Colombia y Perú en el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). *Innovar: Revista de ciencias administrativas y sociales*, 71-84.
- AT Kearny. (2015). "Asia Region Funds Passport: The case for greater integration of Asian funds management"
- Aya M., H. Guerrero y M. Galindo. (2017). "Estudio sobre pasaporte de fondos de inversión en la Alianza del Pacífico". Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera. Ministerio de Hacienda de Colombia.
- Bekaert G., C.R. Harvey and C. Lundblad. (2006). "Growth volatility and financial liberalization". *Journal of International Money and Finance*, 25 (3): 370-403.
- Deloitte. (2018a). "International Tax Colombia Highlights 2018".
- Deloitte. (2018b). "International Tax Mexico Highlights 2018".
- Deloitte. (2018c). "International Tax Peru Highlights 2018".
- De la Cruz J. (2015). "Integración Financiera Regional: La mejor ruta a seguir". Banco de Desarrollo de América Latina y Federación Iberoamericana de Bolsas.
- Diario Financiero, 26 de julio, 2018. "Firmas chilenas con ADR bajan a la mitad en 20 años por costos y transparencia", ver: <https://www.df.cl/noticias/mercados/mercados-en-accion/firmas-chilenas-con-adr-bajan-a-la-mitad-en-20-anos-por-costos-y/2018-07-26/184136.html>
- Edwards, C., y V. De Rugy. (2002). "International Tax Competition: A 21st-Century Restraint on Government".
- El Economista, 26 de enero, 2017. "BM&FBovespa SA compra participación de la Bolsa de Lima", ver: <https://www.eleconomista.com.mx/mercados/BMFovespa-SA-compra-participacion-de-la-Bolsa-de-Lima-20170126-0034.html>
- Enoch C., W. Bossu, C. Cáceres y D. Singh. (Eds.). (2017). *Financial Integration in Latin America: A New Strategy for a New Normal*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Ernst & Young. (2018). "2018 Worldwide Corporate Tax Guide: Luxembourg".
- Feldstein M. and C. Horioka. (1980). "Domestic Saving and International Capital Flows", *Economic Journal*, 90 (358): 314-329 .
- Hadlock C., and J. Pierce. (2010). "New Evidence on measuring financial constraints: Moving beyond KZ index". *Review of Financial Studies*, 23 (5): 1909-1940.
- Huber G. (2013). "Spreads de liquidez en bonos corporativos: un modelo dinámico y su aplicación a un mercado con pocas transacciones". Tesis para optar al grado de Magíster en Ciencias de la Ingeniería, Escuela de Ingeniería, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- IRS. (2018a). "Publication 515 (2018), Withholding of Tax on Nonresident Aliens and Foreign Entities".
- IRS. (2018b). "Aliens - Which Income to Report".
- IRS. (2018c). "Fixed, Determinable, Annual, Periodical (FDAP) Income".
- Kox, H. and H. Kyvik-Nordas. (2007). "Services Trade and Domestic Regulation", OECD Trade Policy Working Paper, 49.
- Larraín G. (2014). "Propuestas para mejorar la Integración Financiera en la Alianza del Pacífico". Centro de Regulación y Estabilidad Macrofinanciera, CREM. Departamento de Economía, Universidad de Chile
- Larraín G. (2016). "En Ruta hacia la Integración: Integración financiera en América Latina: realidades, desafíos y propuestas estratégicas". Banco Interamericano de Desarrollo. Sector de Instituciones

para el Desarrollo. División de Mercados de Capital e Instituciones Financieras.

Lo, A., Mamaysky, H., and J. Wang. (2004). "Asset prices and trading volume under fixed transaction cost". *Journal of Political Economy*, 112 (5): 1054-1090.

Lodin S. (2001). "International tax issues in a rapidly changing world". *International Bureau of Fiscal Documentation Bulletin*.

Moore Stephens. (2017). "Doing business in Mexico 2017". Moore Stephens Mexico.

Moura M. (2015). "Diagnóstico y recomendaciones para remover inhibidores micro que restringen el desarrollo de los mercados de capitales y la inversión transfronteriza en la región". Banco de Desarrollo de América Latina y Federación Iberoamericana de Bolsas.

Perry G. y D. Auvert. (2016). *Financial Integration in the Pacific Alliance*. Inter-American Development Bank and Wilson Center- Latin American Program.

PriceWaterhouseCoopers. (2014). "Asian Passports, the coming of age: An overview and its demand".

Sabbah R. (2017). "Mercado Integrado Latinoamericano (MILA): Diagnóstico, recomendaciones y retos". Documento preparado para el Banco Interamericano de Desarrollo, Bourse Consult.

Wang, Y. (2016). "What are the biggest obstacles to growth of SMEs in developing countries?—An empirical evidence from an enterprise survey". *Borsa Istanbul Review*, 16(3), 167-176.

Wong K. (2014). "Industry casts doubts over pan-Asia fund passport". *Financial Times*, 14 de junio de 2014.

## ANEXO I: LISTADO DE PERSONAS ENTREVISTADAS

---

### Aspectos regulatorios/burocráticos

Kevin Cowan

Comisionado de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), Chile.

Nasly López

Subdirectora de Alianzas Estratégicas, ProColombia, Colombia.

Bernardita Piedrabuena

Economista Principal, Zahler & Co, Chile.

Areli Sánchez

Director for Latin America and the Caribbean, COMCE, México.

Jessica Soto

Gerente de Asuntos Económicos e Internacionales, CONFIEP, Perú.

### Aspectos tributarios

Jaime del Valle

Socio Fundador, Fuensalida & Del Valle Abogados, Chile.

Carolina Fuensalida

Coordinadora de Modernización Tributaria, Ministerio de Hacienda, Gobierno de Chile.

Hugo Hurtado

Tax Partner, Deloitte-Chile.

Liselott Kana

Jefa Departamento de Normas Internacionales, Servicio de Impuestos Internos de Chile.

María José López

Abogado, Deloitte-Chile.

Soledad Salman

Asesora del Departamento de Normas Internacionales, Servicio de Impuestos Internos de Chile.

Guillermo Tagle

Presidente Directorio, Credicorp Capital, Chile.

**Aspectos cambiarios**

Cristóbal Avilés

Gerente General Latam, Capitaria, Chile.

Santiago Balbin

Consultor Financiero, Banco Base S.A., México.

Tomás Bercovich

Co-Founder, Global 66, Chile.

Félix Germaná

Jefe Departamento de Administración del LBTR, Banco Central de Reserva del Perú.

Rodrigo Osorio

Gerente General, ComBanc S.A., Chile.

José Luis Vásquez

Jefe Departamento de Análisis del Sistema de Pagos, Banco Central de Reserva del Perú.

**MILA e Infraestructuras de Mercado**

Nicolás Almazán

Gerente de Planificación y Desarrollo, Bolsa de Comercio de Santiago, Chile.

Ana María Cáceres

Jefe de Operaciones Internacionales, Depósito Central de Valores, Chile.

Ricardo Consiglio

Gerente de Estudios de Renta Variable, LarrainVial, Chile.

Ítalo Ferrari

Secretario MILA, Bolsa de Comercio de Santiago, Chile.

Javier Jara

Gerente Comercial y Asuntos Legales, Depósito Central de Valores, Chile.

Fernando Larraín

Presidente Ejecutivo, LarrainVial, Chile.

Lucy Pamboukdjian

Gerente Comercial, Bolsa de Comercio de Santiago, Chile.

Felipe Pezo

Ex Secretario MILA, Bolsa de Comercio de Santiago, Chile.

Alejandra Saldías

Gerente de Ventas Latam, LarrainVial, Chile.

Víctor Sánchez

Gerente General Cavali (focus group), Perú.

Gonzalo Silva

Ingeniero de Productos, Bolsa de Comercio de Santiago, Chile.

Francis Stenning

Gerente General de la Bolsa de Valores de Lima (focus group), Perú.

Leonardo Suárez

Economista Jefe y Director del Departamento de Estudios, LarrainVial, Chile.

Andrés Trivelli

Gerente General Corredora de Bolsa, LarrainVial, Chile.

**Inversionistas Institucionales**

Christian Bredfeldt

Ingeniero de Estudios, Asociación de Aseguradores de Chile A.G.

Ezequiel Camus

Managing Director, Institutional Clients, Moneda Asset Management, Chile.

Felipe Fuentes

Head of Domestic Investment (LatAm), AFP Cuprum, Chile.

Roberto Fuentes

Gerente de Estudios, Asociación de AFPs de Chile.

Daniela Huerta

Jefe de Riesgo Financiero, AFP Capital, Chile.

Gonzalo Hurtado

Jefe Mesa Renta Variable Latam, AFP Capital, Chile.

Martín Hurtado

Vicepresidente de Inversiones, Interseguro (focus group), Perú.

Pedro Lea-Plaza

Gerente de Proyectos, Asociación de Aseguradores de Chile A.G.

Hugo Leyton

Gerente de Riesgo, AFP Capital, Chile.

Héctor Lucero

Gerente de estudios técnicos, APESEG, Perú.

María Elena Maggi

Gerente de Estudios, Asociación de Aseguradores de Chile A.G.

Alberto Mendieta

Jefe de Comunicaciones y Educación Financiera, Asociación de AFPs de Perú.

María Alicia Montes

Gerente de Estudios, AFP Cuprum, Chile.

Sergio Rodríguez

Gerente de Renta Fija y FX, AFP Cuprum, Chile.

Eduardo Tirado

Gerente de Inversiones, Pacífico Seguros (focus group), Perú.

**Pasaporte de Fondos**

Pablo Casaux

Director Regional para América Latina, Bloomberg, Argentina.

Mónica Cavallini

Gerente General, Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos de Chile A.G.

Daniela Duhart

Abogada, Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos de Chile A.G.

Arturo Moran

Gerente General CCF, Credicorp Capital, Perú.

Macarena Ossa

Gerente de Desarrollo, Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos de Chile A.G.

**Servicios Bancarios**

Gonzalo Aguirrebeña

Gerente de Cumplimiento, División Jurídica, Banco Santander, Chile.

Andrés Carrasco

Ejecutivo Comercial, Gerencia de Inversión y Financiamiento, CORFO, Chile.

Gabriela Guaña

Ejecutiva de Estudios y Diseño, Gerencia de Inversión y Financiamiento, CORFO, Chile.

Daniel Kennedy

Vice President Digital Banking, Scotiabank, Chile.

George Lever

Director, Centro de Estudios Economía Digital, Cámara de Comercio de Santiago, Chile.

Alberto Morisaki

Gerente de estudios económicos, Asociación de Bancos del Perú (focus group).

Mónica Olivares

Directora Clientes Internacionales, Banco Santander, Chile.

Alberto Oviedo

Gerente División Gestión del Riesgo, BBVA, Chile.

Joaquín Piña

Secretario Ejecutivo, Centro del Comercio Internacional de Servicios, Cámara de Comercio de Santiago, Chile.

Pablo Portales

Director Global Transaction Banking, Scotiabank, Chile.

Óscar Rojas

Ejecutivo Unidad de Estudio y Diseño, Gerencia de Inversión y Financiamiento, CORFO, Chile.

Miguel Soto

Coordinador Unidad Desarrollo Pyme, Gerencia de Redes y Competitividad, CORFO, Chile.



## ANEXO II: ENCUESTAS

### Encuesta I

#### Identificación del encuestado

P1. Nombre completo

P2. Género

- Masculino
- Femenino

P3. ¿Qué tipo de agente representa usted en el mercado financiero?

- Inversionista Institucional (Fondo de Pensiones, Compañía de Seguros, etc.)
- Inversionista *Retail* (family office, fondo de inversión inmobiliario, etc.)
- Agente Intermediario o relacionado (Corredoras de Bolsa, Depósito de Valores, Cámara de Compensación, etc.)
- Agente bancario
- Otro (especifique)

P4. ¿En qué tipo de institución / entidad trabaja?

P5. ¿Cuál es su país de residencia?

- Chile
- Colombia
- México
- Perú

#### Exposición a la Alianza del Pacífico

P6. ¿Su organización invierte y/o realiza negocios en los demás países de la Alianza del Pacífico?

- Sí
- No
- No tengo antecedentes al respecto

P7. ¿Su organización ve potencial de incrementar sus inversiones y/o volumen de negocios en los demás países de la Alianza del Pacífico?

- Sí
- No
- No tengo antecedentes al respecto

#### Aspectos transversales

P8. ¿Considera usted que las operaciones transfronterizas en la Alianza del Pacífico enfrentan un grado importante de incertidumbre tributaria (riesgo de contingencias tributarias)?

- Sí
- No
- No tengo antecedentes al respecto

P9. ¿Hace usted uso de los tratados de doble tributación entre los países miembros de la Alianza del Pacífico? En caso de que su respuesta sea positiva mencione los países, y en caso de que su respuesta sea negativa mencione las razones por las que no utiliza el beneficio.

- Sí
- No
- No tengo antecedentes al respecto

P10. ¿Qué recomendaciones haría usted, incluyendo aspectos operacionales (ej.: eliminar trámites), para que los tratados de doble tributación pudiesen ser utilizados de forma más masiva y/o de forma más expedita por las empresas de la Alianza del Pacífico?

P11. ¿Considera usted que la falta de un sistema de liquidación en moneda extranjera (dólar) para los intermediarios de la Alianza del Pacífico es

una barrera importante para la integración financiera del bloque?

- Sí
- No
- No tengo antecedentes al respecto

P12. ¿Considera usted que existen aspectos regulatorios significativos (ej.: necesidad de obtener permisos en cada mercado de la Alianza del Pacífico) que no permiten una mayor integración financiera en el bloque?

- Sí
- No
- No tengo antecedentes al respecto

P13. En caso de que su respuesta a la pregunta anterior fue “Sí”, por favor priorice en orden de importancia los siguientes factores, siendo 1 el más importante.

- Registrarse como contribuyente en los mercados en los que opera (sacar registro tributario)
- Registrarse como emisor o inversionista frente al regulador en cada mercado con requisitos diferentes en cada país
- Tener cuenta corriente en un banco local
- Otro

P14. ¿Considera usted que dar cumplimiento a los requerimientos de las distintas Unidades de Análisis Financiero (UAFs) es una barrera relevante para la oferta de servicios transfronterizos en la Alianza del Pacífico?

- Sí
- No
- No tengo antecedentes al respecto

P15. Priorice los siguientes factores según su rol inhibitor para la integración financiera en la Alianza del Pacífico, siendo un 1 el más importante.

- Aspectos tributarios
- Aspectos cambiarios
- Aspectos regulatorios

### MILA (Mercado Integrado Latinoamericano)

P16. ¿Su organización invierte en activos de renta variable en los demás países de la Alianza del Pacífico?

- Sí
- No
- No aplica

P17. ¿Su organización tiene interés por aumentar su exposición a la renta variable en los demás países de la Alianza del Pacífico?

- Sí
- No
- No aplica

P18. ¿Su organización ha realizado operaciones a través de MILA?

- Sí
- No
- No aplica

P19. ¿Qué factores considera usted no han permitido que el MILA tenga un crecimiento mayor entre los países miembros de la AP? Por favor priorice en orden de importancia los siguientes factores, siendo un 1 más importante.

- Desconocimiento de las corredoras de bolsa (falta de difusión)
- Altos costos de las transacciones en comisiones (spread cambiarios y corretaje)
- Falta de una plataforma transaccional única para todas las corredoras
- Complicaciones con la custodia de los títulos
- Genera pago de impuestos que no se pueden deducir de la base tributaria (problemas de doble tributación)
- Otros factores

P20. ¿Considera usted que el MILA presenta desventajas relevantes para invertir en acciones de empresas de la Alianza del Pacífico, en comparación a otros canales de inversión?

- Sí
- No
- No tengo antecedentes al respecto

P21. ¿Considera usted que el MILA presenta ventajas importantes para invertir en acciones de empresas de la Alianza del Pacífico, comparado con inversiones en instrumentos transados en los mercados globales como Nueva York y Luxemburgo (ADRs y Fondos)?

- Sí
- No
- No tengo antecedentes al respecto

### Pasaporte de Fondos

P22. ¿Qué grado de conocimiento considera usted que tiene respecto al funcionamiento del pasaporte de fondos en la AP?

- Muy alto
- Alto
- Medio
- Bajo
- Muy bajo
- No tengo antecedentes al respecto

P23. Explique brevemente qué aspectos institucionales/regulatorios considera usted deben resolverse para que el Pasaporte de Fondos funcione adecuadamente (ej.: ausencia de marco legal único).

P24. Explique brevemente qué medidas específicas considera usted podrían implementarse para incrementar los beneficios del Pasaporte de Fondos en la Alianza del Pacífico.

### Panorama por sectores

P25. El proceso de emisión de instrumentos bursátiles por parte de empresas extranjeras (empresas residentes de otros países de la Alianza del Pacífico) en el mercado bursátil de su país presenta barreras/costos adicionales en comparación al proceso análogo por parte de empresas domésticas. Por favor priorice en orden de importancia los siguientes factores, siendo 1 el más importante.

- Más tiempo
- Mayores costos
- Más trámites
- Otros factores

P26. ¿Considera usted que si las emisiones de instrumentos financieros se realizaran en los países de origen (residencia) del emisor y posteriormente se listasen en el MILA, esto podría contribuir a una mayor integración financiera de la AP?

- Sí
- No
- No tengo antecedentes al respecto

P27. En los países de la AP existen límites a la inversión que pueden realizar las administradoras de fondos residentes en el extranjero (i.e., restricciones a la inversión de administradoras chilenas en los otros países impuestas por el regulador chileno). ¿Cree usted que estos límites podrían estar impidiendo una mayor integración financiera en la AP?

- Sí
- No
- No tengo antecedentes al respecto

P28. En los países de la AP existen límites a la inversión que pueden realizar administradoras de fondos externas en activos domésticos (i.e., límites a la inversión de administradoras no chilenas en Chile, impuestas por el regulador chileno). ¿Considera usted que esta situación estaría limitando la integración financiera de la Alianza?

- Sí
- No
- No tengo antecedentes al respecto

P29. ¿Considera usted que existen restricciones regulatorias que no le permiten a la banca “acompañar” a sus clientes (ej.: empresas PYMES exportadoras de servicios) en sus procesos de expansión hacia otros mercados de la Alianza del Pacífico, ofreciéndoles productos/servicios financieros transfronterizos (apertura de cuentas corrientes, emisión de boletas de garantías, etc.)?

- Sí
- No
- No tengo antecedentes al respecto

## Encuesta II

### Identificación del encuestado

P1. Nombre completo

P2. Género

- Masculino
- Femenino

P3. ¿Cuál es su país de residencia?

- Chile
- Colombia
- México
- Perú

### Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)

P4. En relación a la iniciativa MILA, ¿usted considera estar bien informado respecto a esta iniciativa?

- Sí
- No

P5. ¿Cómo calificaría usted el funcionamiento (los resultados) hasta ahora del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)?

- Bueno - alto volumen de transacciones
- Satisfactorio - volumen de transacciones en línea con lo esperado
- Deficiente - bajo volumen de transacciones

P6. Si su respuesta anterior fue “Deficiente” o “Satisfactorio”, ordene los siguientes factores según su importancia utilizando una escala de 1 a 6, siendo 1 la mínima importancia y 6 la máxima importancia

- Mal Diseño de la Iniciativa
- Aspectos Tributarios
- Aspectos Regulatorios/Burocráticos
- Ausencia de mercado de divisas entre los países de la Alianza del Pacífico
- Falta de apetito por activos de la región
- Otros factores

### Pasaporte de Fondos

P7. En relación al pasaporte de fondos, ¿usted considera estar bien informado respecto a esta iniciativa?

- Sí
- No

P8. ¿Qué nivel de impacto usted considera tendrá esta iniciativa una vez que los requisitos legales y reglamentarios estén operativos?

- Alto: reflejado en un alto volumen de operaciones (inversiones) transfronterizas
- Medio: reflejado en la venta de estos vehículos de inversión transfronteriza
- Bajo: Tenga un impacto menor/marginal en la venta de estos vehículos de inversión transfronteriza
- Otro (especifique)

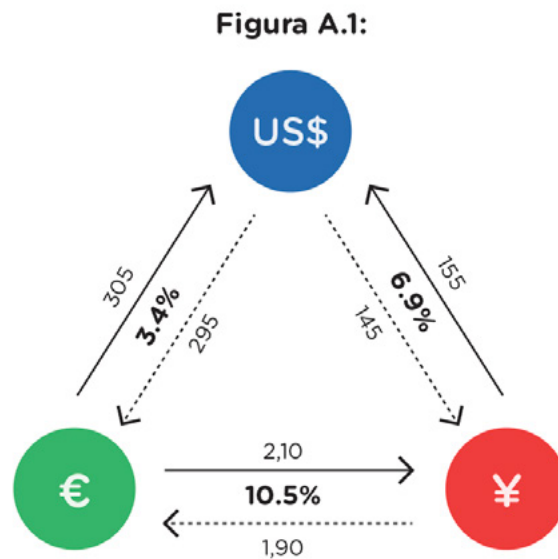
P9. Si su respuesta a la pregunta anterior fue “Bajo impacto” ¿A qué se debe esta evaluación?

- Poca demanda (interés) por este tipo de innovación
- Un diseño inadecuado (o pobre) del instrumento
- Otras razones que no permiten que este instrumento tenga un impacto significativo (aspectos cambiarios, tributarios, etc.) (Especifique)

## ANEXO III: MERCADOS CAMBIARIOS DIRECTOS MONEDAS AP

Consideremos la existencia de tres monedas, US\$, € y ¥, y dos mercados cambiarios primarios, ¥-US\$ y €-US\$ (ver **figura A.1**). Por condiciones de arbitraje tiene que cumplirse que el precio de compra de ¥ expresado en € no puede ser mayor a la razón o cociente entre el precio de compra €/US\$ y el precio de venta US\$/¥ ( $2,10 = 305/145$ ). Del mismo modo, el precio de venta de ¥ expresado en € no puede ser menor a (el inverso de) el cociente entre el precio de compra ¥/US\$ y el precio de venta €/US\$ ( $1,90 = 295/155$ ). Estas condiciones de arbitraje deben cumplirse en todo momento. Así, el spread compra/venta del €-¥ no puede exceder a (aprox.) la suma de los *spreads* compra/venta del €-US\$ y del ¥-US\$

( $10.5\% \approx 3.4\% + 6.9\%$ ). De las condiciones de arbitraje anterior se desprende que el mercado €-¥ no se desarrollará si los *spreads* ¥-US\$ y €-US\$ son lo suficientemente bajos, tal que su suma no compensa los costos (riesgo) de operar ese mercado. Esto puede ocurrir si ambos mercados primarios son lo suficientemente competitivos, líquidos y profundos. Dicho de otra manera, el volumen total de transacciones puede “vaciar” o canalizarse ya sea en los mercados ¥-US\$ y €-US\$, o en el mercado ¥-€, pero si los dos primeros son lo suficientemente competitivos, lo que comprimiría sus *spreads*, de desarrollarse el mercado ¥-€ éste no significaría necesariamente un ahorro de costos significativo.



## ANEXO IV: TASA DE IMPUESTO APLICABLE A INVERSIONISTAS EXTRANJEROS EN CENTROS FINANCIEROS GLOBALES Y PAÍSES DE LA ALIANZA DEL PACÍFICO (VERSIÓN DETALLADA)

### Tasa impuesto aplicable a inversionistas extranjeros (%)

|                  | Luxemburgo <sup>a</sup><br>(Fondos UCITS) | Estados Unidos | Chile <sup>e</sup> | Colombia <sup>f</sup> | México <sup>g</sup> | Perú <sup>h</sup> |
|------------------|---|----------------|--------------------|-----------------------|---------------------|-------------------|
| Dividendos       | 0   | 0 <sup>b</sup> | 35                 | 38,25                 | 10                  | 5                 |
| Intereses        | 0   | 0 <sup>c</sup> | 4                  | 15                    | 15                  | 4,99              |
| Ganancia capital | 0   | 0 <sup>d</sup> | 0                  | 10                    | 10                  | 5                 |

a Los valores presentados para Luxemburgo corresponden a fondos UCITS. Estos fondos se encuentran exentos de retención de impuestos, pero están sujetos a un impuesto de suscripción anual del 0.05% gravada sobre su valor líquido total, a menos que se aplique una tasa reducida o una exención (EY, 2018).

b Los dividendos de los ADRs no se encuentran sujetos a retención de impuestos (IRS, 2018a).

c Los intereses que reciben los no residentes por depósitos en un banco de Estados Unidos, instituciones de ahorros y préstamos, uniones de crédito, compañías de seguro o intereses de cartera; se encuentran exentos de este impuesto (IRS, 2018b).

d La tasa es del 0% si el individuo estuvo en Estados Unidos menos de 183 días en el año fiscal (IRS, 2018d). En caso de haber estado 183 días o más, la tasa se eleva al 30% (IRS, 2018c).

e La información hace referencia a personas naturales y jurídicas no residentes (SII, 2018).

f La información de Colombia corresponde a compañías o entidades extranjeras o a individuos no residentes (Deloitte, 2018a).

g La información de México corresponde a individuos no residentes, así como a compañías extranjeras (Moore Stephens, 2017; Deloitte, 2018b).

h La información de Perú corresponde a entidades o individuos extranjeros (Deloitte, 2018c).





**HOJA DE RUTA  
PARA LA  
INTEGRACIÓN  
FINANCIERA  
EN LA  
ALIANZA DEL  
PACÍFICO**