

Información en el Mercado de Capitales Chileno

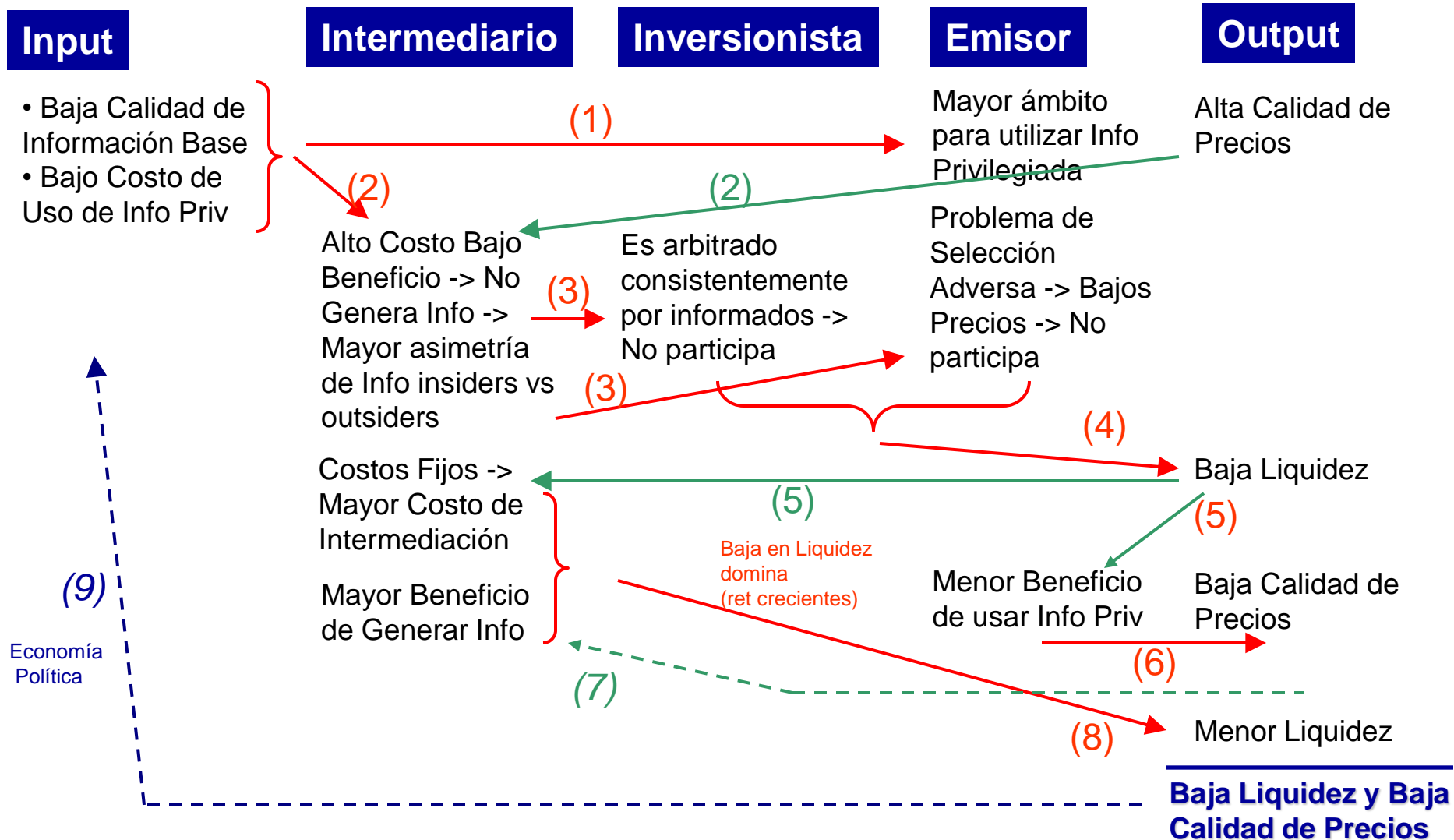
Matías Braun

Universidad Adolfo Ibáñez

Seminario Superintendencia de Valores y Seguros (Chile)

Octubre 11, 2007

Información, Uso de Información Privilegiada, Calidad de los Precios y Liquidez del Mercado: Un Modelo Simple



El Equilibrio Múltiple y La Trampa del Subdesarrollo Financiero

• Teoría

	Mercado Desarrollado	Mercado Subdesarrollado
Calidad Información Base	Alta	Baja
Protección al Inversionista (Info Priv)	Alta	Baja
Generación de Información	Alta / de Calidad	Baja / Baja Calidad
Diseminación de Info (Uso Info Priv)	Instantánea	Lenta
Desarrollo Intermediarios	Alto / Bajos Costos	Bajo / Altos Costos
Baja Participación	Alta	Baja
Liquidez	Alta	Baja
Calidad de Precios	Alta	Baja

• Evidencia

- Los países se agrupan en torno a uno u otro equilibrio; casi no hay punto medio
- El grado de desarrollo financiero es muy persistente (Braun & Raddatz (2007))
- Consideraciones de Economía Política explican, en parte, los escasos tránsitos (Rajan & Zingales (2001), Braun & Raddatz (2007, 2008))

Trampa de

Subdesarrollo:

cambios marginales son de poca ayuda; se requiere un “Big Push” para saltar al buen equilibrio

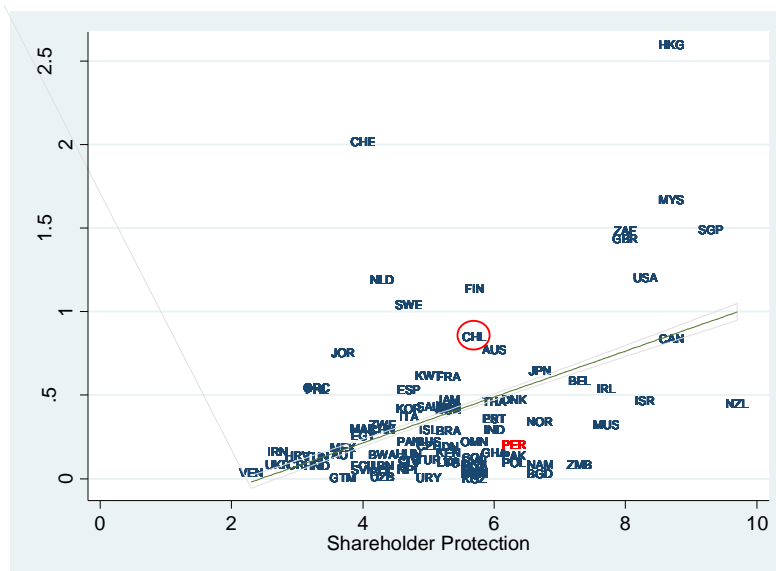
Origen 1: La Protección al Minoritario es Deficiente en la Práctica

La Protección Legal a los Minoritarios no es en la Letra mucho peor que en la OECD

Su Escaso Cumplimiento parece ser el Problema

	Chile	A Latina	USA
Disclosure Index	7	4.2	7
Director Liability Index	6	5	9
Shareholder Suits Index	5	6	9
Investor Protection Index	6	5.1	8.3

World Bank (2007)



Braun, Briones & Johnson (2007)

Observancia de los Principios de Gobierno Corporativo de la O E C D

Rights of Shareholders	Largely/Partially Observed
Equitable Treatment	Largely/Partially Observed
Role of Stakeholders	Largely/Partially Observed
Disclosure and Transparency	Partially Observed
Responsibilities of the Board	Partially Observed
World Bank and IMF RO SC	

Origen 2: La Calidad de la Información Base es Baja

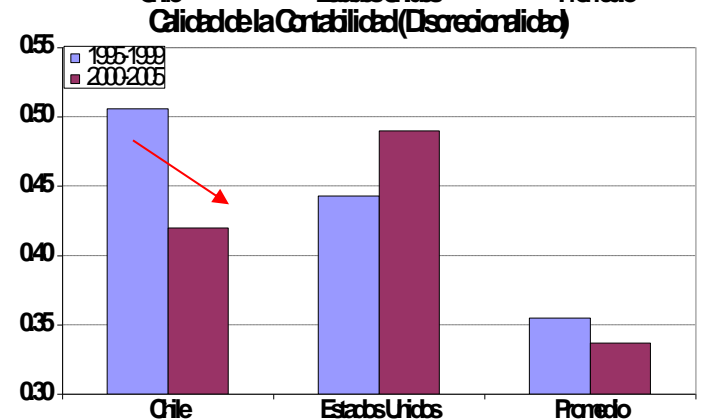
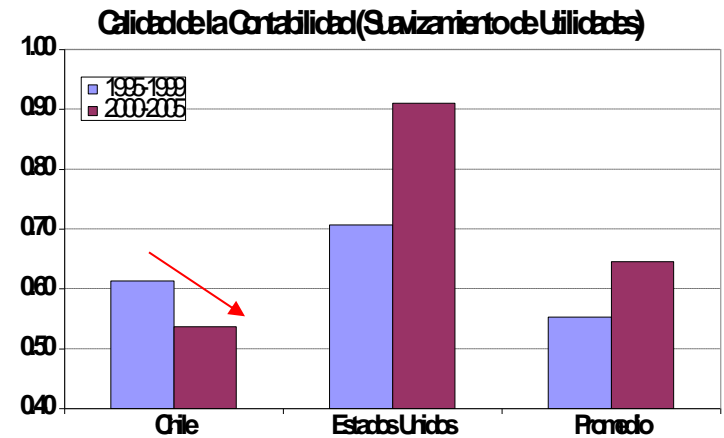
La Calidad de Información Entregada al Mercado es Baja y no Conformamos (aún) a los Estándares Internacionales

- Medidas *de-facto* de la calidad de la información contable (suavizamiento de utilidades y discrecionalidad) indican que la calidad en Chile es relativamente baja y que ha caído en el tiempo.

Earnings Opacity Ranking of Countries ^a

	Earnings aggressiveness ^b	Loss avoidance ^c	Earnings smoothing ^d	Overall earnings opacity ^e	
Least, 1	Portugal	Brazil	Turkey	United States	
	Belgium	Mexico	United States	Norway	
	Netherlands	Australia	Brazil	Portugal	
	Germany	United States	Norway	Brazil	
	Switzerland	Norway	Mexico	Belgium	
	United States	Ireland	Canada	Mexico	
	Denmark	Denmark	Australia	Canada	
	2	France	France	Taiwan	France
		Spain	United Kingdom	Spain	Australia
		Finland	Belgium	France	Spain
Austria		Sweden	Thailand	United Kingdom	
Canada		Portugal	Sweden	Denmark	
Thailand		Canada	United Kingdom	Switzerland	
Norway		Hong Kong	India	Sweden	
3		Italy	Netherlands	Hong Kong	Germany
		United Kingdom	South Africa	Portugal	Netherlands
		Pakistan	Austria	Indonesia	Finland
	Ireland	Singapore	Malaysia	Austria	
	Australia	South Korea	Switzerland	Thailand	
	Sweden	Malaysia	Finland	Ireland	
	Singapore	Germany	Singapore	Hong Kong	
	4	Taiwan	Italy	Belgium	Singapore
		Chile	Spain	South Africa	Taiwan
		Japan	Switzerland	Austria	Turkey
South Africa		Japan	Germany	South Africa	
Brazil		Finland	Ireland	Malaysia	
Mexico		Pakistan	Pakistan	Italy	
Hong Kong		Chile	Denmark	Pakistan	
Most, 5		Malaysia	Greece	Chile	Japan
		South Korea	Turkey	Greece	Chile
		Indonesia	Taiwan	Japan	India
	India	Thailand	Netherlands	Indonesia	
	Greece	India	Italy	South Korea	
	Turkey	Indonesia	South Korea	Greece	

Battacharya et al (2003)

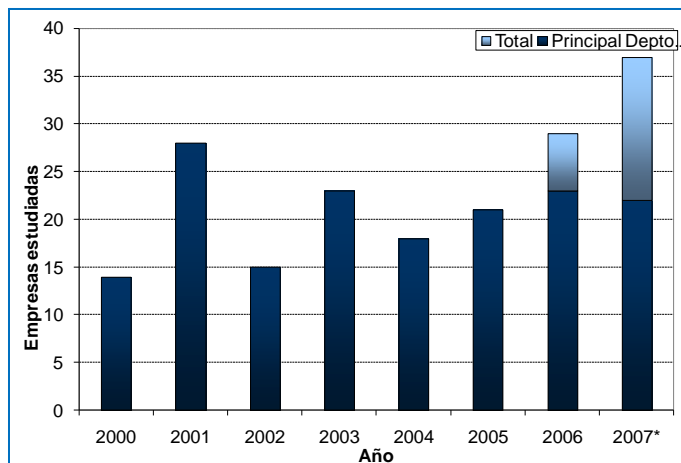


Verriest (2007)

Mecanismo 1: El Nivel de Generación de Información es Bajo

El Nivel de Generación de Información es Bajo

- La información generada por el mercado es escasa: sólo unas pocas compañías tienen seguimiento y no hay una clara mejora en el tiempo.
- Sólo 30% de las acciones del IPSA tienen estimación de resultados en Bloomberg vs. 100% del DowJones.



Maul (2007)

Su Calidad es también Baja

- El grado de ajuste de las estimaciones de utilidades es bastante menor que en Estados Unidos. Además, la dispersión del ajuste entre las distintas compañías es mucho mayor.

Calidad de las Estimaciones de Resultados de Empresas (2T2007)

	Chile	EEUU	Chile / USA
Suma error cuadrado promedio*	0.933	0.062	15.0
Dispersión de la sorpresa	42.34%	24.39%	1.7

* Normalizado al número de empresas con seguimiento

IM Trust (2007)

- De hecho, más bajas relativamente que las estimaciones de variables económicas clave.

Calidad de las Estimaciones de IPC (8/2000-8/2007)

	Chile	EEUU	Chile / USA
Suma error cuadrado promedio	0.03	0.02	1.5

IM Trust (2007)

Mecanismo 2: La Información se Disemina Gradualmente

Existe Impacto Pequeño en el Momento de la Publicación y Diseminación Gradual de Nueva Información

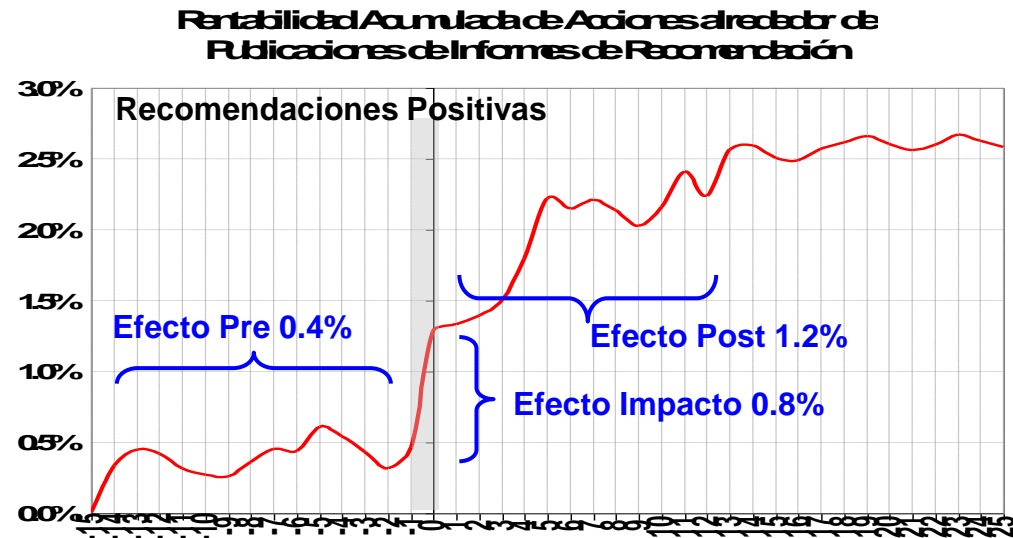
- El efecto de las recomendaciones de los bancos de inversión el día en que se publican es menor en Chile que en Estados Unidos.
- La información se disemina lentamente durante los días anteriores. El efecto acumulado al día del evento es más similar al de impacto en Estados Unidos.
- Y los precios se ajustan, aunque en forma relativamente lenta.

	Positiva	Negativa
Bjerring et al (1983)	1.49 (1.86)	-
Elton et al (1986)	1.91 (2.39)	-0.56 (1.40)
Francis and Soffer (1997)*	0.85 (1.06)	-1.14 (2.85)
Chile	0.8	-0.4

* Retornos anormales acumulados al final del día del evento

(): Impacto (veces) relativo al observado en el mercado chileno

IM Trust (2007)



Maul (2007)

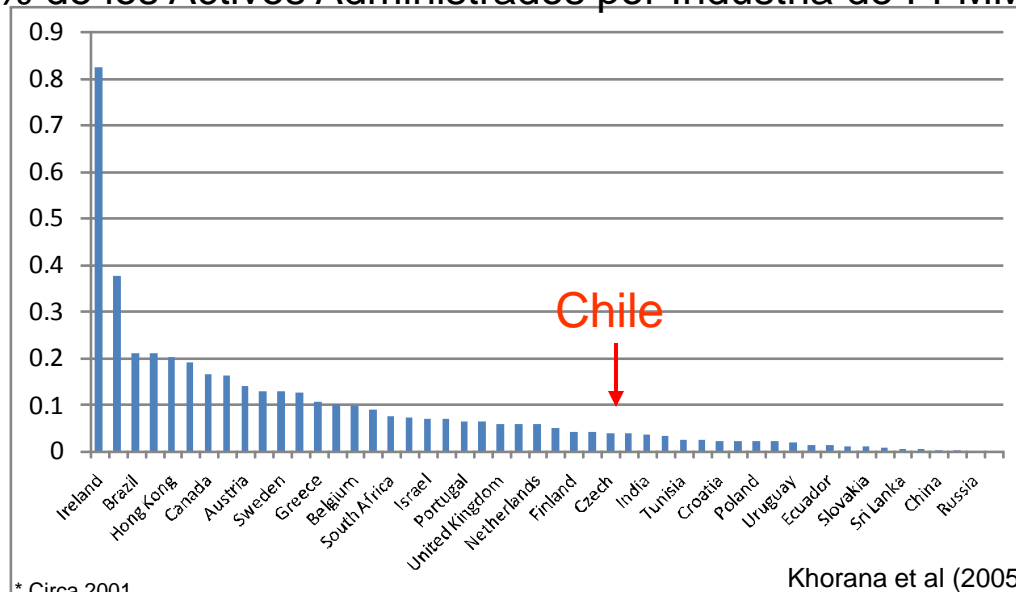
Mecanismo 3: Bajo Desarrollo de Intermediarios y Baja Participación

Existe Escasa Participación de Emisores y Baja Proporción de los Instrumentos Administrados por Intermediarios

	Chile	Brasil	U S A
Capital Levantado / M kt Cap	0.46%	1.10%	0.70%
Capital Levantado IPOs / M kt Cap	0.24%	0.47%	0.22%
Número IPOs / Firm as Listadas	0.4%	1.8%	4.3%
Firm as Listadas / Población (M ill Hab)	18.8	3.2	17.15
Free Float / M kt Cap	38.0%	53.0%	92.2%
Costos de Transacción	4.1%	5.9%	1.3%

*2005, World Bank (2007).

% de los Activos Administrados por Industria de FFMM



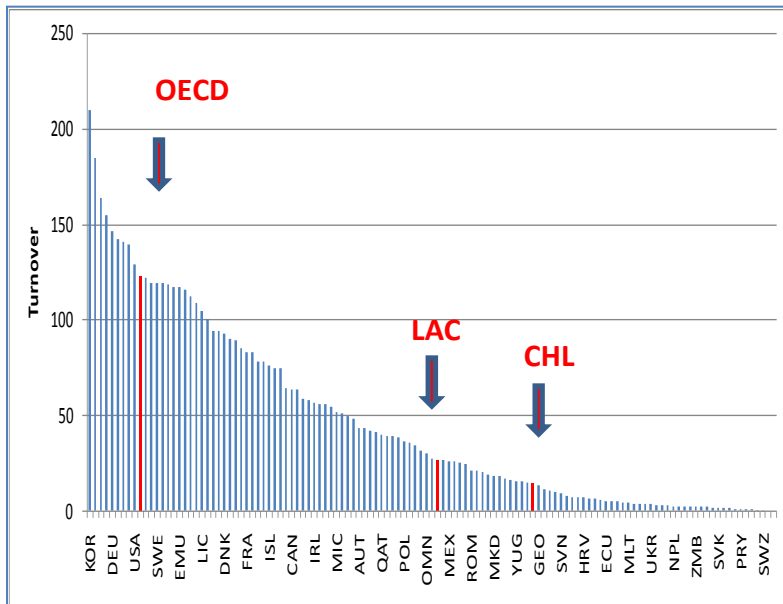
* Circa 2001

Khorana et al (2005)

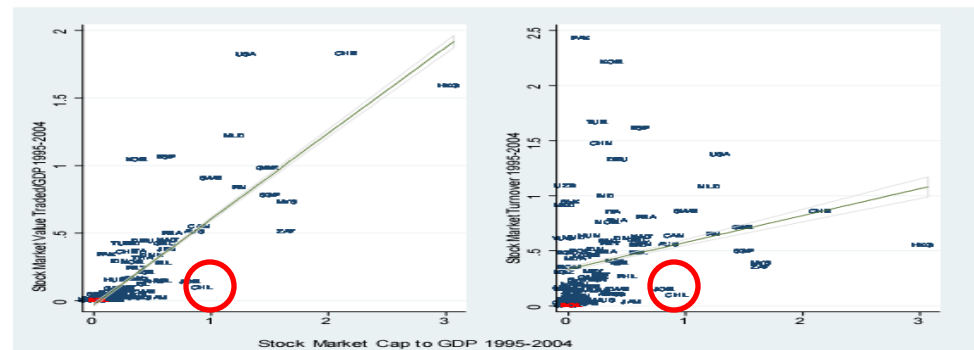
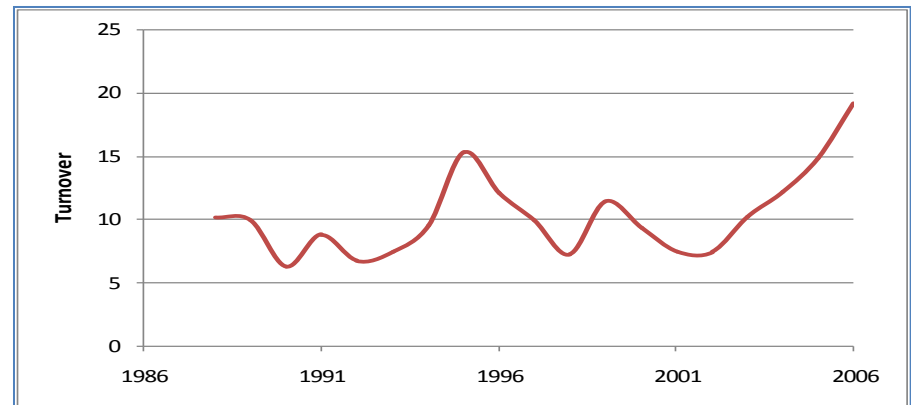
Resultado 1: La Liquidez en el Mercado Capitales Chileno es Baja

La Liquidez en el Mercado Chileno es extremadamente Baja

- El turnover del mercado accionario de 15% (2005, 19% en 2006) es un décimo del de los mercados desarrollados
- Un 55% del de América Latina
- Comparable al de Zimbabwe, Nigeria, Georgia y Lituania.



Y aunque ha aumentado
últimamente, aún está muy lejos de
lo esperable para un mercado de
este tamaño



Resultado 2: La Calidad de los Precios en el Mercado Capitales Chileno es baja

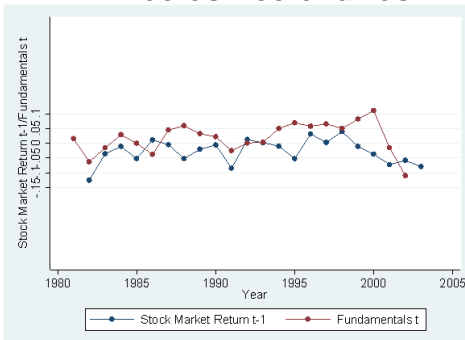
Los Precios Accionarios Reflejan Poco los Fundamentos

- La sensibilidad de los precios accionarios a sus fundamentos es relativamente baja, tanto en series de tiempo como en cross-section
- La calidad de los precios es mucho menor a lo esperable

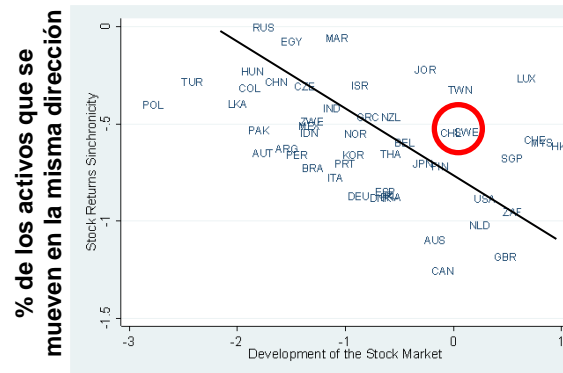
La Volatilidad de los Precios Proviene en Mayor Medida de la parte No-Fundamental

- En Chile los fundamentos explican alrededor de 1/3 de la varianza de los precios.
- En Estados Unidos, éstos dan cuenta de 2/3 de la varianza.

Fundamentos Futuros y Precios Accionarios



Sincronicidad de Retornos y Desarrollo Financiero



% de los activos que se mueven en la misma dirección

Desarrollo Financiero
Braun & Johnson (2006)

Descomposición de Campbell

$$v_{h,t+1} = \eta_{d,t+1} - \eta_{h,t+1}$$

	$\text{Var}(\eta_d)$	$\text{Var}(\eta_h)$	$-2\text{Cov}(\eta_d, \eta_h)$
Chile	55.6%	29.6%	15.6%
EE.UU	21.0%	88.4%	-9.8%

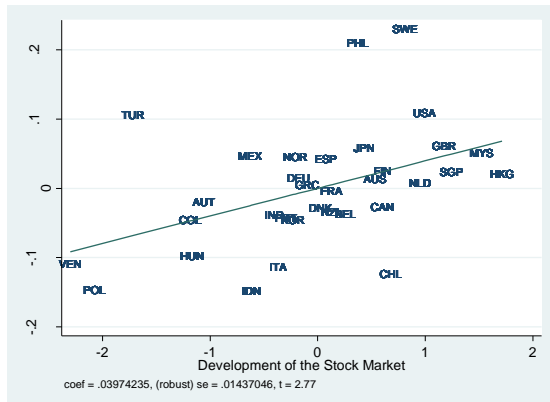
Valdivieso (2007)

Estados Unidos

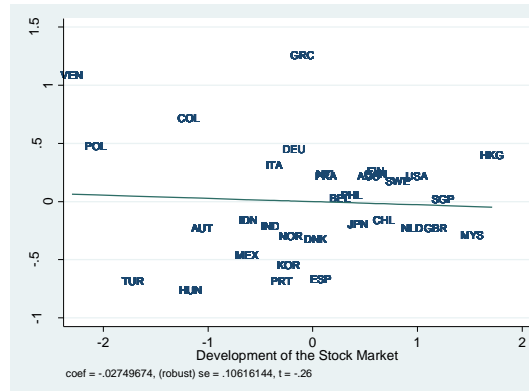
Chile

Efectos sobre la Economía: El Mercado Chileno no es una Fuente Importante de Financiamiento y Los Precios no son Utilizados en la Toma de Decisiones

- Los precios se vuelven más informativos a medida que el mercado se desarrolla.



- Los agentes parecen darse cuenta de que los precios son poco informativos en mercados menos desarrollados y no los utilizan para sus decisiones de inversión.



Braun & Johnson (2006)

- El escaso financiamiento via Equity es suplido por crédito bancario.

Source of Financing for Investment

	Internal/Family	Banks	Leasing/Trade Credit		Equity	Other	
Chile	44.3%	-	37.1%	-	9.0%	-	0.3%
1st Quartile Raw per capita GDP Growth	56.5%	**	15.1%	***	7.1%	***	14.1%
1st Quartile pc GDP Growth controlling for Initial pc GDP	56.1%	**	16.0%	***	7.2%	**	14.0%
1st Quartile Raw per worker GDP Growth controlling for Initial pw GDP	59.8%	***	16.4%	***	8.0%	***	8.2%
High Growth Countries (union of the three above)	56.0%	**	16.3%	***	7.2%	***	13.5%
Latin America & Caribbean	47.5%		25.9%	***	11.5%	***	3.2%
Rich OECD Countries	41.4%		18.4%	***	8.1%	***	8.5%
All Countries	55.7%	***	17.7%	***	8.6%	***	4.7%

* 10%, **5%, ***1%. Significance levels of test of whether the Chilean figure is different than the one for each group of countries.

Braun, Briones & Johnson (2007)

Conclusión

- El Equilibrio Múltiple y La Trampa del Bajo Desarrollo Financiero
- Causas: Escasa Protección al Inversionista y Baja Calidad de Información Base
- Mecanismos: Escasa Generación de Información, Diseminación Lenta de la Información, Baja Participación y Bajo Desarrollo de los Intermediarios
- Consecuencias: Escasa Liquidez y Baja Calidad de los Precios

¿Qué hacer al respecto?

- El “Big Push” del *Enforcement* en Protección e Información Base
- Utilización de los Intermediarios e Institucionales como Monitores
- El Rol de la Economía Política

