



Desarrollo del mercado de valores NECESIDAD INGENTE

Durante el pasado 5 y 6 de mayo tuvo lugar en la ciudad de Medellín el XXVI Simposio de Mercado de Capitales organizado por la Asociación Bancaria. En el mismo, representantes de la comunidad financiera, de la academia nacional e internacional y buena parte de las autoridades económicas del país propiciaron una discusión técnica sobre el desarrollo del mercado de valores en Colombia.

Dada la importancia del tema cambiario en los países de América Latina, en el Simposio tuvo lugar una amplia discusión sobre los dilemas de política en los mercados cambiarios de Colombia y la región.

También se hicieron importantes planteamientos en torno a la relación entre el desarrollo de los mercados financieros y el crecimiento económico desde el punto de vista del desempeño de las firmas.

Finalmente, se abordaron algunos aspectos relacionados con el desarrollo del mercado de capitales y el sector empresarial, haciendo especial énfasis en los temas de gobierno corporativo.

En esta edición de la Semana Económica recogemos algunas de estas reflexiones.

Mercado de valores y crecimiento económico

De los trabajos presentados por diversos analistas en el evento, quedó claro que el mercado de valores es una herramienta de primer orden en el establecimiento de unas condiciones adecuadas para garantizar un crecimiento y desarrollo económico sostenido de largo plazo.

Estudios como el de Levine y Zervos (1996) muestran que un factor determinante en el dinamismo y la eficiencia de una economía, y en su crecimiento de largo plazo, lo constituye precisamente el mercado de capitales.

De la misma manera, Demirguc-Kunt y Levine (1999), muestran la relación positiva entre el ingreso de los países y los sistemas financieros orientados hacia el mercado de valores.

En otro frente, trabajos como el realizado por Rene Slutz (2000)¹, muestran que los países con un pobre desarrollo de sus mercados de valores tienen que incurrir en mayores costos para la consecución de sus recursos, lo cual retrasa los proyectos de inversión y reduce la capacidad de expansión de la economía.

Otras investigaciones evidencian que sólo aquellos países que presentan un alto nivel de profundidad en sus mercados de capitales, están en capacidad de inyectar liquidez en sus economías y así obtener un crecimiento económico sostenido. Bajo un esquema en el cual existen adecuadas condiciones en materia de liquidez, las inversiones son menos riesgosas y más atractivas, permitiendo a su vez que las empresas puedan tener acceso permanente a financiación para su pleno desarrollo con aportes concretos a la expansión económica.

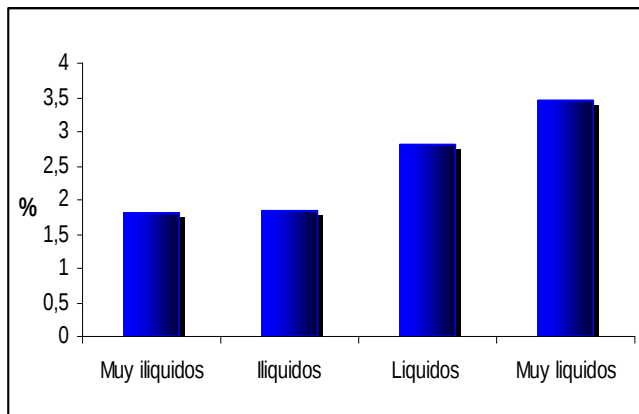
Ahora bien, otros estudios como el realizado por la *International Finance Corporation* (IFC), establecen que el PIB anual per capita de países con mercados de capitales poco líquidos, tiende a crecer en promedio a un menor ritmo que aquellos países con mercados de valores altamente líquidos. 3.5% (gráfico 1).

Para corroborar las hipótesis planteadas, basta con observar a las grandes potencias occidentales, las cuales han tenido un crecimiento altamente ligado al desarrollo de sus mercados de capitales. Estados Unidos es un caso ilustrativo en este aspecto. Otros países como Chile, han logrado diferenciarse del resto de la región gra-

¹ Rene Slutz (2000) *Does financial structure matter for economic growth? A corporate finance perspective. The Ohio State University, Working paper.*

cias a su importante dinámica en materia de crecimiento. En buena medida, dicho comportamiento ha sido el resultado de los esfuerzos de las autoridades, tendientes a reformar su sistema de seguridad social, convirtiendo el antiguo sistema estatal -proteccionista- en un sistema de fondos privados que han motivado el crecimiento de su mercado de capitales.

Grafico 1
Crecimiento del PIB per capita Vs liquidez



Fuente: International Finance Corporation

En este mismo aspecto, otro de los temas de amplio debate en el evento, tuvo que ver con qué tipo de servicios financieros promueven en mayor medida el crecimiento económico.

Al respecto, se ilustraron cuatro grandes corrientes teóricas que establecen una estrecha relación entre el sector financiero y el crecimiento económico. En primer lugar, la visión basada en el papel preponderante de los bancos; en segundo término, aquella que le otorga mayor importancia al mercado de valores; una tercera corriente que rechaza la hipótesis de una eventual relación entre la estructura financiera y el crecimiento económico y más bien insiste en la relevancia de la eficiencia de un sistema legal y su vínculo con el crecimiento; y finalmente la visión de los servicios financieros, la cual establece una estrecha relación entre éstos y el crecimiento económico de un país, independientemente del origen del respectivo mercado.

Desarrollo del mercado de capitales: entre más pronto mejor

Una nación que requiera mayores tasas de crecimiento económico, necesariamente debe contar con un sistema financiero cada vez más desarrollado y de mayor tamaño.

Para una economía es fundamental contar con herramientas que refuercen el papel que juegan los productos crediticios actualmente ofrecidos por los intermediarios.

En este contexto, las empresas nacientes podrían disponer de productos de capital riesgo – que por su naturaleza los bancos no pueden ofrecer-, para apalancar su operación en un entorno de escasa información financiera y ausencia de garantías.

Por otra parte, las empresas de mayor tamaño tendrían un marco legal más claro y contundente que las incentive a inscribirse en bolsa, obtener financiación acorde con sus estados financieros y reducir sus costos. Beneficios como éstos mitigarían el temor de los empresarios de compartir la propiedad de sus empresas, al tiempo que incrementarían el ahorro financiero.

El mercado de capitales incluye una gama de productos que van desde las opciones de ahorro para los consumidores en general, hasta mercados profundos y líquidos de acciones y bonos privados, pasando por los mecanismos de financiación de empresas nacientes.

Un país como Colombia, con ingente necesidad de acelerar sus tasas de crecimiento económico debe hacer una apuesta para contar con múltiples opciones de financiación para sus empresas. La existencia de los dos sistemas de ninguna manera quiere decir que éstos sean excluyentes. Todo lo contrario, tener acceso a crédito y a diversos instrumentos del mercado de valores de manera simultánea, genera sólidos beneficios. Sobre este aspecto en particular, algunas presentaciones locales hicieron un reconocimiento público al esfuerzo que ha venido haciendo el sector financiero por apoyar de manera decidida el desarrollo empresarial a través del otorgamiento de recursos frescos por la vía del crédito. Quedó claro que las entidades financieras se han

convertido en aliados estratégicos en este proceso.

En un futuro próximo las empresas colombianas enfrentarán los efectos de una mayor internacionalización y competencia dados los efectos del TLC. En dicha coyuntura muy seguramente las necesidades de inversión serán crecientes y para ello se requiere de todas las baterías de financiación disponibles. Para algunos los productos bancarios serán una respuesta, mientras que para otros, lo será el uso de instrumentos tales como bonos y acciones.

El diagnóstico colombiano

El mercado de capitales en Colombia tuvo un crecimiento sin precedentes durante la década de los noventa. Basta señalar el acelerado desarrollo que registró durante este periodo la emisión de deuda privada de largo plazo.

No obstante, en el contexto regional aún tenemos un largo camino por recorrer en aspectos como tamaño, liquidez, concentración e integración con los mercados mundiales.

Algunas cifras son ilustrativas al respecto:

- El tamaño del mercado colombiano, medido como el nivel de capitalización como porcentaje del PIB, muestra que el indicador para nuestro mercado representa la mitad del promedio registrado en América Latina. Adicionalmente, el volumen transado es inferior al del resto de la región.
- Durante la década de los ochenta, Colombia formaba parte del grupo de países considerados como principales emisores de acciones y en años recientes perdió esta participación.
- En cuanto al número de empresas inscritas en Bolsa, los registros para América Latina son superiores en un 30% a los observados en Colombia. De la misma manera, el tamaño de las empresas inscritas es considerablemente inferior al del resto de la región.

- En materia de liquidez del mercado, en Colombia el nivel de los indicadores es tan solo la mitad del promedio de la región.
- En lo que respecta al nivel de integración con el mercado mundial, los indicadores son inferiores en más de la mitad a los registrados para el promedio de América Latina.
- Finalmente, los costos de transacción, superan ampliamente los de otros países emergentes.

Este panorama evidencia en forma clara la necesidad de seguir avanzando en la consolidación de unas condiciones más favorables para el crecimiento y desarrollo del mercado de capitales de nuestro país. Para lograrlo, resulta fundamental tener en cuenta algunos factores que lo han venido afectando.

En Colombia, las empresas se financian en un muy bajo porcentaje a través del mercado de valores. Del total de recursos para inversión, el 1.6% proviene de acciones y el 0.3% de bonos. En su mayoría, los recursos provienen del crédito bancario y de la reinversión de utilidades.

Por el lado de la demanda, la participación de los inversionistas institucionales en el mercado de capitales no es todavía la óptima, debido a varios factores dentro de los que se destacan la restringida oferta de instrumentos y las limitaciones a las inversiones del portafolio.

Del mismo modo, es importante resaltar que en Colombia existe una oferta bastante limitada de instrumentos financieros, que en muchos países, tanto desarrollados como emergentes, son utilizados como fuentes de inversión, ahorro y financiación. Tal es el caso de los fondos mutuos y de los fondos de capital de riesgo, "los cuales son instrumentos financieros de gran utilidad que han venido presentado avances significativos en muchos países"².

² Semana Económica No. 496. Asobancaria

Por otro lado, la escasez de inversión extranjera en nuestro país contribuye a la iliquidez del mercado. De acuerdo a las cifras de la Superintendencia de Valores, a marzo de 2005 el saldo de portafolio de los fondos de capital extranjero en acciones fue de tan sólo US\$ 593 millones. Así mismo, el capital extranjero invertido en títulos de deuda alcanzó un saldo de US\$ 378 millones.

Según un estudio realizado por el Fondo Monetario Internacional (FMI)³, el marco regulatorio de un país es determinante para tomar la decisión de invertir en él. Un sistema legal predecible respecto a los contratos y a las reglas de juego asegura mayores montos de inversión. En tal sentido, es necesario contar con un sistema regulatorio eficiente, claro y estable, que permita un mayor flujo de capitales hacia nuestro país.

Ley de Mercado de Valores: un paso necesario

Otro de los temas que fueron evidentes en el marco del Simposio tiene que ver con el papel de la regulación en el desarrollo del mercado de capitales.

Es evidente que los mercados no se crean y mucho menos se desarrollan con la expedición de normas. No obstante, sin la existencia de las mismas los agentes no pueden desarrollar su actividad con la debida seguridad y transparencia. Desde hace unos meses el Gobierno Nacional ha venido impulsando la debida aprobación del Proyecto de Ley Marco del Mercado de Valores por parte del Congreso de la República.

Desde la Asociación Bancaria hemos considerado de suma importancia apoyar este proyecto de ley, dados los beneficios que ésta generaría para toda la sociedad.

En primer lugar, propende por la homogeneización de normas aplicadas a los diferentes agentes que participan en el mercado, lo cual se traducirá en unas reglas claras del juego, mayor seguridad y mitigación del riesgo. En segundo término, mejora la transparencia del mercado y la divulgación y calidad de la información.

Un tercer aspecto, no menos importante que los anteriores, tiene que ver con la posibilidad de ofrecer herramientas jurídicas para actualizar la infraestructura de los mercados, elemento vital para la modernización permanente de los mismos. Hay que señalar además que con la norma se fortalecerían las prácticas de autorregulación.

Finalmente, mediante el mencionado Proyecto de Ley se facilita la debida protección legal al inversionista —en especial al pequeño— y la promoción de prácticas de gobierno corporativo.

Conclusiones finales

Del pasado Simposio de Mercado de Capitales quedó claro que una condición de primer orden para garantizar el crecimiento económico de largo plazo la constituye el desarrollo de un mercado de capitales.

Si bien es cierto que la actividad crediticia cumple un papel de la mayor importancia en este aspecto, es evidente la necesidad de trabajar de manera coordinada entre las autoridades, el sector real y los propios intermediarios financieros para propiciar el uso de otras herramientas que materialicen esta intención.

En tal sentido, es claro que el sector bancario debe coexistir con un mercado de valores. Esto, en razón a que se requiere de proveedores primarios de liquidez que soporten las operaciones. Sin este esquema, los mercados de valores carecen de cimientos para su desarrollo.

De la misma manera, en una economía en la cual se han presentado crisis financieras, es fundamental que existan agentes económicos especializados en el seguimiento del riesgo crediticio de las firmas. Esto generará seguridad y confianza en los nuevos inversionistas institucionales que ingresen al mercado de valores.

Dadas esas condiciones consideramos que el legislativo tiene una inmensa responsabilidad al tener bajo su consideración el estudio de una Ley Marco del Mercado de Valores. Su aprobación es crucial para comenzar a caminar en el desarrollo de este mercado.

³ *Foreing Direct Investment in emerging Market Countries. Report of the working group of the capital markets consultative group.* Septiembre de 2003.