

RETOS Y DESAFÍOS PARA LAS TESORERÍAS

El negocio de las tesorerías está altamente influenciado por la coyuntura económica internacional, la constante sofisticación del mercado de capitales a nivel mundial y el dinámico marco regulatorio local. Constantemente las tesorerías deben buscar anticiparse a estos factores para seguir generando valor en la actividad financiera, utilizando nuevos productos.

Con miras a generar espacios de discusión y analizar experiencias de otros países, Asobancaria realizó el Décimo Congreso de Tesorería, cuyo tema central fue el análisis y la identificación de los retos y desafíos de las tesorerías en los próximos diez años¹.

Este foro sirvió para conocer de cerca las perspectivas de los mercados financieros a raíz de la crisis subprime, y la experiencia en la utilización de instrumentos tales como los bonos corporativos, los derivados de crédito, los indicadores de referencia y los préstamos de valores.

También fue útil para constatar que cuando el entorno regulatorio no es propicio para el desarrollo de los negocios, la más afectada es la competitividad del país.

El desarrollo de los instrumentos del mercado financiero no es un tópico aislado que compete solamente a los tesoreros y a la comunidad financiera. En realidad es un

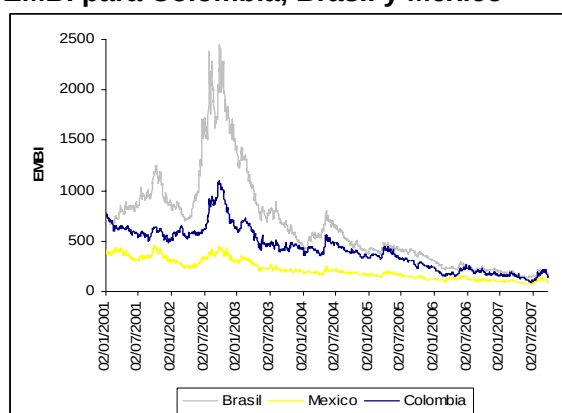
asunto de competitividad nacional, ya que un sector financiero poco desarrollado afecta negativamente a las familias y al resto de sectores de la economía.

En esta edición de Semana Económica se recogen los principales elementos que seguramente conformarán la agenda de discusión de la industria y las autoridades de regulación y supervisión en este tema.

Implicaciones internacionales sobre las tesorerías locales

El buen desempeño macroeconómico del país observado durante los últimos años, se ha traducido en una mejora en su calidad crediticia (gráfico 1). El Índice de Bonos de Países Emergentes (EMBI) se ha reducido en cerca de 800 puntos entre 2002 y lo que va corrido de 2007. Esto ha originado un aumento en la demanda por los instrumentos financieros colombianos a nivel externo y local por parte de los inversionistas.

Gráfico 1
EMBI para Colombia, Brasil y México



Fuente: JP Morgan.

¹ Evento realizado el pasado 20 y 21 de septiembre de 2007 en la Ciudad de Cartagena de Indias. Las presentaciones están disponibles en la página web de Asobancaria (www.asobancaria.com).

Esta favorable coyuntura ha estado acompañada de incrementos considerables de los flujos de capital debido a la amplia liquidez global, y más recientemente, a las decisiones de política monetaria adoptadas por la Reserva Federal de Estados Unidos para controlar su crisis hipotecaria.

Lo anterior tiene implicaciones directas sobre la actividad de las tesorerías de nuestro país, generando nuevas oportunidades de crecimiento. Para poder aprovecharlas es indispensable contar con un mercado financiero lo suficientemente desarrollado, que permita ofrecer una amplia gama de productos y servicios a los agentes nacionales e internacionales. Por ello, resulta fundamental superar las limitaciones regulatorias que hoy afectan el mercado de capitales.

El país debe discutir a fondo si opta por un modelo de economía abierta en materia de capitales, con las ventajas y riesgos que ello supone. Lo que no puede pretender es querer desarrollarse en materia de instrumentos del mercado financiero como los derivados, ser receptor de importantes flujos de inversión internacional, convertirse en foco del desarrollo financiero regional, y simultáneamente mantener restricciones propias de una economía cerrada.

Los retos para las tesorerías

El mundo financiero evoluciona a una velocidad vertiginosa, y por ello las tesorerías deben estar en capacidad de responder a estos cambios. A nivel internacional se han identificado los siguientes aspectos que estas áreas de negocio deben tener en cuenta para enfrentar las oportunidades que se presenten durante los próximos años:²

1. Ambiente regulatorio: es necesario contar con un entorno regulatorio que propicie el

desarrollo de nuevos productos y la profundización de mercados subutilizados.

2. Tamaño financiero: es fundamental ampliar el tamaño financiero de las entidades para proveer liquidez en el mercado, fortalecerse como contraparte y atraer personal calificado.
3. Tecnología: se deben realizar importantes inversiones en tecnología, con el objeto de implementar sistemas cada vez más robustos en materia de disponibilidad de información, acceso a mercados y administración del riesgo.
4. Conocimiento y recurso humano: es necesario promover grandes flujos de conocimiento e ideas al interior de las entidades, con el fin de sofisticar los productos y servicios ofrecidos al público. Así mismo, cada vez se torna más imperiosa la necesidad de contar con personal calificado e idóneo en las áreas comerciales, operativas, de negociación, de riesgo y de tecnología, que contribuya a expandir las oportunidades de negocio y a desarrollar nuevos instrumentos en un ambiente de sana formación de mercado y adecuada administración de riesgos.

Retos y desafíos para el país

Existe una amplia agenda de discusión entre el sector financiero y las autoridades que debe abordarse prontamente para avanzar en la competitividad del país. A continuación se destacan cuatro elementos clave para el desarrollo del mercado de valores:

1. Mercado OTC: la necesidad de adelantar una discusión sobre este tema obedece a que los mercados de valores en nuestro país requieren mayor profundidad y eficiencia. No abordarla de manera adecuada nos ha llevado a la “sin salida”

² Presentación de Christopher Harrocks “La visión de las tesorerías en los próximos diez años.”

de las operaciones preacordadas, y a la búsqueda de soluciones subóptimas que terminan traducéndose en bajos volúmenes transados y en el drenaje de la liquidez en algunas referencias.

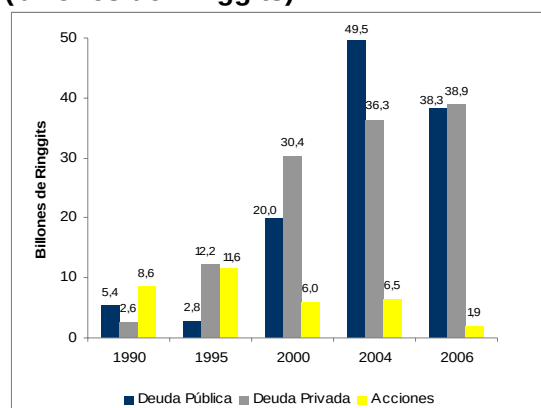
Desde los gremios financieros hemos argumentado de tiempo atrás que la solución de fondo a este problema es permitir el acceso de todos los actores del mercado al segmento de negociación OTC, implementando dispositivos de registro de las operaciones. La experiencia de países como Malasia es clara en demostrar que el mercado OTC, acompañado de eficientes sistemas de revelación de información y una fuerte estructura de supervisión, es fundamental para el desarrollo del mercado de bonos corporativos y de referencias ilíquidas.

Después de la crisis financiera de 1997, el desarrollo del mercado de bonos corporativos se constituyó en una prioridad en la política pública de Malasia³. Dentro del conjunto de medidas que se adoptó en ese país, sobresale la eliminación de barreras para actuar en el OTC, lo cual se acompañó con la puesta en marcha de un sistema electrónico de registro de operaciones (*Bond Information and Dissemination System - BIDS*).

Los resultados de este proceso, cuya tercera fase de implementación termina en 2010, son extraordinarios. El saldo de deuda privada pasó de representar el 0,5% del PIB en 1990 a 41% en 2006, y las emisiones de estos papeles superan las de deuda pública y son veinte veces las de acciones (gráfico 2).

Gráfico 2

Nuevas emisiones por instrumento (billones de Ringgits)



Fuente: Bank Negara Malaysia.

2. Límite a la Posición Bruta de Apalancamiento (PBA): desde la entrada en vigencia de esta medida en mayo de 2007, el *bid – offer spread* de las operaciones *forward*, es decir, la diferencia entre el precio de compra y el de venta, se ha incrementado en casi todos los plazos, siendo más marcada en los superiores a un mes (cuadro 1). Esto se ha traducido en una disminución de la liquidez de dicho mercado y en un fuerte encarecimiento en la utilización de coberturas por parte del sector real, incrementando su exposición al riesgo de tasa de cambio, sin que se haya logrado probar la efectividad en materia cambiaria de esta disposición.⁴

³ Presentación de Kamarudin Hashim “*The Malaysian Experience on the Development of Corporate Bond Markets*.”

⁴ Presentación de Julián Medina en el panel de discusión: “*Desafíos que le plantean las tesorerías del sector real a la banca*.”

Cuadro 1**Bid – offer spread promedio (enero de 2007 – agosto de 2007)**

Plazos	Bid - Offer spread antes de la Resolución 4 de 2007	Bid - Offer spread después de la Resolución 4 de 2007	Crecimiento porcentual
1 Semana	0,56	0,56	0,00%
2 Semanas	0,84	1,11	32,16%
1 Mes	1,02	1,67	63,13%
2 Meses	1,92	3,93	104,73%
3 Meses	2,50	5,05	101,99%
6 Meses	4,45	9,66	116,99%
9 Meses	7,07	15,06	113,19%
12 Meses	9,50	17,77	86,99%

Fuente: Icap.

Infortunadamente, esta medida está haciendo migrar las oportunidades de negocio de las tesorerías locales al exterior, ya que las empresas del sector real e inversionistas se ven obligadas a buscar las coberturas en los mercados internacionales resultando ser mucho más costosas que las domésticas. Además, por lo visto hasta ahora, sin efecto alguno sobre el propósito del Banco Central de controlar el influjo de capitales al país.

Por esto es urgente revisar el alcance de la mencionada medida. El sector real necesita un mercado de derivados profundo y eficiente, en el que haya incentivos para tomar coberturas cambiarias y que le ofrezca nuevos instrumentos que respondan a las necesidades específicas de sus operaciones.

3. Mercado de derivados: si bien es cierto que la publicación para comentarios del Capítulo XVIII de la Circular Básica Contable y Financiera representa un avance importante en la definición de un marco regulatorio integral para este mercado, siguen existiendo restricciones a la utilización de ciertos productos, como es el caso de la disposición del Banco de la República que prohíbe la realización de derivados de crédito. Internacionalmente se reconocen múltiples beneficios de estos instrumentos. Entre otros, permiten

asignar precios al riesgo de crédito de manera más precisa, incrementan la liquidez del mercado de derivados y de activos subyacentes, y diversifican el riesgo con mayor eficiencia entre los agentes.⁵

Entendemos los temores que existen alrededor de la realización de estas operaciones desde una perspectiva de riesgos. Sin embargo, no hay que perder de vista que el sector financiero es mucho más profesional y sofisticado, que la autoridad de supervisión está cada vez más preparada para asumir estos retos, y que el mundo ha desarrollado metodologías y herramientas para su adecuada administración.

4. Indicador Bancario de Referencia (IBR): la falta de un buen indicador del costo del dinero en la economía, obligó a la industria y a las autoridades a diseñar una tasa de interés que refleje adecuadamente las condiciones del mercado monetario entre contrapartes bancarias. Es por esto que Asobancaria, junto con sus entidades afiliadas, el Banco de la República, el Ministerio de Hacienda y la Superintendencia Financiera, han venido trabajando desde hace algún tiempo en la implementación del Indicador Bancario de Referencia o IBR.

Este indicador tiene como objetivo fundamental crear una tasa de interés de referencia de corto plazo con la que se puedan atar operaciones del mercado financiero y de capitales, especialmente productos derivados para cobertura al riesgo de tasa de interés.

La experiencia de países como México, Chile y Brasil es clara en demostrar el dinamismo del mercado de derivados a partir de la entrada en operación de sus indicadores de

⁵ Presentación de Pinar Guler "Recent trends in the credit derivatives markets."

referencia, especialmente para los swaps de tasas de interés (IRS) y en los contratos *off – shore* vs. *on – shore*⁶. Por ejemplo, el valor nominal negociado diariamente en el mercado mexicano de IRS oscila entre US\$5.000 y US\$7.000 millones. Así mismo, el punto más líquido de la curva de estos productos es el plazo a diez años.⁷

Estamos seguros de que con el empeño que vienen trabajando las entidades y autoridades para sacar adelante dicha iniciativa, antes de que finalice este año tendremos este importante instrumento disponible en los mercados financieros.

Comentarios finales

El Décimo Congreso de Tesorería sirvió para evidenciar la gran velocidad a la que está avanzando el mundo en materia de instrumentos y productos en el mercado financiero. La profundidad de éstos, su creciente sofisticación, y la aparición de agentes cada vez más preparados son la tendencia predominante.

Todo este desarrollo tiene una contrapartida relevante en el sector real. Las empresas cuentan con una mayor gama de productos de financiación, de cobertura y de inversión, a precios y acceso muy eficientes y razonables. Eso les ayuda a mejorar su

operación y a ganar eficiencia en la administración de sus recursos financieros, eje central de la competitividad empresarial.

De ahí la importancia que merece una discusión a fondo sobre la conveniencia y costos que impone la regulación en temas como la posición bruta de apalancamiento, las restricciones para transar títulos valores y realizar operaciones del mercado monetario en la vía OTC, y la prohibición sobre la utilización de derivados de crédito.

Entendemos el desarrollo financiero como un proceso en el que deben coexistir principios de transparencia, adecuada formación de precios, control y administración de los riesgos, profesionalización de las áreas de tesorería del *middle* y del *back office*, y también una mayor capacidad institucional para supervisar las actividades del mercado de capitales.

Pretender subsanar cualquier deficiencia en alguno de estos pilares por la vía regulatoria prohibitiva, es cerrar la puerta a las inmensas posibilidades con las que cuenta el país para tener un mercado financiero eficiente y profundo que ayude al sector real y a los inversionistas en la administración de sus riesgos y financiación. Ese es un lujo que no podemos darnos para afrontar los retos que nos plantea el desarrollo económico de largo plazo.

⁶ Presentación de Bert Van Keulen “Los Indicadores de Referencia para el Desarrollo de Productos de Tesorería.”

⁷ Presentación de Christian Knudsen “Indicador de Corto Plazo, Caso Mexicano: TIIE.”