

CONVENCIÓN BANCARIA 2008

¿cómo mantener la estabilidad en un mundo turbulento?

INFORMACIÓN E INSCRIPCIONES

Gerencia de Eventos

Teléfono: (57 1) 3266600 Ext. 1480 – 1481 – 1482 – 1483 – 1484 Fax: (57 1) 3266602 E-mail: eventos@asobancaria.com

Centro de Convenciones - Cartagena - Junio 12 y 13 - 2008

XX SIMPOSIO DE MERCADO DE CAPITALES

La presente edición de La Semana Económica recoge algunos apartes del discurso de instalación de la Presidente de Asobancaria, María Mercedes Cuéllar, en el vigésimo Simposio de Mercado de Capitales, que tuvo lugar los días 29 y 30 de mayo en la ciudad de Medellín.

El contexto económico actual y el mercado de capitales

En el último año, una de las mayores preocupaciones de autoridades, analistas y la industria ha sido la pérdida de dinamismo en la economía de Estados Unidos y sus efectos sobre Colombia. Por fortuna, parece que más que recesión habrá una desaceleración que no sería tan profunda ni tan larga como inicialmente se sospechó, gracias a que las autoridades económicas se percataron rápidamente de la importancia de adoptar medidas para conjurar la crisis.

La FED, por ejemplo, inyectó US\$30.000 millones para avalar los productos hipotecarios de Bear Stearns y respaldar la compra de esta entidad por parte de JP Morgan. Por su parte, el Banco Central de Inglaterra decidió canjear hipotecas en poder de las instituciones financieras por bonos del gobierno, al tiempo que brindó un apoyo económico a uno de los mayores agentes hipotecarios de esa nación.

No deja de ser paradójico que ante una situación de crisis bastante más aguda, las autoridades de nuestro país al final de la década de los años 90 se mantuvieron inamovibles en unas posiciones que todos

sabemos fueron muy costosas para el conjunto de la economía.

Si bien la evidencia nos permite ser moderadamente optimistas, no podría afirmarse que la incertidumbre haya desaparecido por completo.

Para las economías emergentes como Colombia, la reducción en el ritmo de crecimiento de la economía estadounidense por debajo de su nivel potencial representa un riesgo elevado debido a que ese país no sólo es el mayor destino de nuestras exportaciones sino que además es la principal fuente de inversión extranjera directa, por lo que una desaceleración más profunda que la conocida hasta ahora podría traducirse en una caída importante en el flujo de inversión hacia Colombia.

En relación con el contexto de la economía local, la inflación y la apreciación de la tasa de cambio han sido dos de los temas que más discusión han generado entre las autoridades y analistas.

En el caso de la inflación, las medidas adoptadas por las autoridades tanto en materia de la tasa de interés de intervención como la imposición de encajes marginales han venido produciendo el efecto esperado. El crédito de consumo que venía creciendo a tasas cercanas al 50% a finales de 2006, ahora crece al 22%. La inflación, que a febrero alcanzó 6,35%, ha empezado a ceder y está en niveles de 5,73%.

La autoridad monetaria ha hecho una bienvenida pausa en el aumento de las tasas, y al menos ya se empieza a discutir la pertinencia de hacer un desmonte gradual en los encajes marginales.

En lo que respecta a la tasa de cambio, las autoridades han adoptado medidas que no han contenido la apreciación pero que si han afectado la profundidad del mercado de capitales.

La caída del dólar es un fenómeno mundial, y su depreciación ha ocurrido no solo frente a las monedas fuertes sino prácticamente en relación con todas las monedas. En el ámbito local un factor adicional que ha presionado la apreciación del peso es la recuperación de la confianza de los inversionistas, ya que los favorables resultados en materia de seguridad han estimulado mayores flujos de capital hacia nuestro país.

Es así como el año anterior ingresaron al país US\$6.768 millones en inversión extranjera directa, con un crecimiento de 71% con respecto al 2006. Este año, entre enero y abril, ingresaron US\$2.883 millones adicionales, cifra superior en US\$730 millones a la de igual período de 2007.

A pesar de las cuantiosas intervenciones del Banco de la República en el mercado cambiario, el dólar continuó su caída. Por ello el emisor impuso medidas tales como el depósito no remunerado al endeudamiento externo y a las inversiones de portafolio, y fijó límites a la posición bruta de los bancos en derivados. Si bien estas medidas pueden tener efectos marginales de corto plazo sobre la tasa de cambio, producen efectos negativos estructurales sobre el mercado de capitales.

Con la reactivación del depósito del 40% sobre el endeudamiento se pretendió cerrar el diferencial de tasas de interés y contener el influjo de capitales a corto plazo. Si bien el diferencial de rentabilidades ha caído en cerca de 138 puntos básicos, aún sigue existiendo un atractivo para dichos flujos. De hecho el año anterior ingresó al país por concepto de inversión de portafolio la no despreciable suma de US\$1.102 millones, US\$634 millones más que en 2006.

Como complemento al depósito se impuso un límite a la Posición Bruta de Apalancamiento. La efectividad de esta medida

está en entredicho, ya que durante todo este tiempo ha persistido el atractivo de los inversionistas internacionales de tomar posiciones en pesos sin necesidad de entradas de capital, sino a través del uso de instrumentos derivados adquiridos en el exterior.

La ineficacia de estas medidas refuerza las conclusiones de varios estudios, donde se demuestra que los controles poco contribuyen para frenar las entradas de capital y contener la apreciación de las monedas.

Autores como De Gregorio, Edwards y Valdés señalan que estas regulaciones conducen en el mejor de los casos a una recomposición del endeudamiento externo hacia plazos con vencimientos mayores, pero al no afectar a los flujos agregados de capital no tienen un efecto permanente sobre la tasa de cambio.

Por su parte la evidencia respecto al depósito revela que éste segmenta el acceso al crédito externo, pues mientras las grandes empresas logran financiamiento a plazos largos y pueden continuar beneficiándose de tasas de interés cada vez menores a nivel internacional, las empresas pequeñas que se financian a plazos más cortos ven subir su costo de financiamiento de manera importante.

El Banco de la República enfrenta hoy en día una fuerte presión para contener la caída del dólar por parte de aquellos sectores que tienen una preocupación legítima al ver caer sus ingresos. Sin embargo, las fuerzas externas e internas que inciden sobre la apreciación del peso son muy fuertes y la capacidad que tiene el Banco para contrarrestarlas es limitada.

Los controles al ingreso de capitales no deben convertirse en instrumentos permanentes, ya que generan distorsiones estructurales que terminan por socavar el desarrollo del mercado de capitales. Al respecto, resulta paradójico encontrar que en la actualidad muchos negocios de derivados que antes se hacían en el país ahora se tomen en el exterior.

La dinámica del mercado de valores en Colombia y los retos para acelerar su profundización

El mercado de renta variable

La capitalización bursátil a diciembre de 2007 ascendió a US\$102 billones, con un crecimiento anual de 81%, el segundo más alto a nivel regional, después de Brasil. Como proporción del PIB la capitalización accionaria es de 75%, 42 puntos porcentuales por encima del promedio observado en los últimos 5 años. Con estos resultados, Colombia pasó de ocupar el último puesto dentro de una muestra de 31 países en 2003, al puesto 20 en 2007.

Los exitosos casos de ISA y Ecopetrol son una muestra evidente de que hay apetito inversionista entre los colombianos. Estos dos procesos lograron vincular a más de medio millón de personas, y en el de la estatal petrolera participaron más de 200 mil personas que tenían ingresos mensuales inferiores a un millón de pesos.

Sin embargo, y a pesar de los avances del programa Colombia Capital, se observa que hay un bajo número de empresas listadas en bolsa por cada millón de habitantes, y que cada vez nos alejamos más de países como Brasil y México.

Es importante acelerar los esfuerzos que se están haciendo para lograr que cada vez más empresas se conviertan en emisoras de acciones. Entre ellos de destaca el Programa de Promoción del Mercado de Valores, creado en la Ley del Plan Nacional de Desarrollo en 2007.

Sería importante que esta iniciativa, bajo el liderazgo de los ministerios de Comercio y Hacienda, defina una hoja de ruta con acciones específicas para facilitar el acceso de pequeñas y medianas empresas al mercado de valores.

El mercado de renta fija

En lo que se refiere al mercado de renta fija, las últimas cifras muestran que entre marzo de 2000 e igual mes de 2008 el volumen promedio diario de negociación ha

crecido más de 7 veces, y hoy es de \$7,5 billones.

La profundización de este mercado ha estado jalonada por la deuda pública, cuyo saldo alcanzó 26% del PIB en 2007, frente a 16% en 2000. A pesar de la desaceleración en la negociación de TES, estos títulos concentran cerca del 87% del volumen transado en el mercado, frente 13% de la deuda privada.

En Colombia hay un pobre desarrollo del mercado de bonos corporativos. Son muy pocas las empresas que acuden a este mercado y el tamaño es muy pequeño frente a otras economías.

La proporción de bonos del sector real sobre el PIB en Colombia es apenas de 2%, mientras que en Malasia y España es de 37 y 35%, respectivamente. Frente a la región, Colombia también mantiene un rezago importante.

La baja profundización de la deuda privada sin duda obedece a la estigmatización que por años ha tenido el OTC en Colombia. A la fecha el mercado mostrador representa apenas el 24% del volumen total de negociación, mientras que en 1999 representaba el 73%.

Esta situación es contraria a la de mercados más desarrollados, donde el OTC es predominante por ser la vía más eficiente para transar activos no estandarizados, grandes volúmenes y referencias ilíquidas.

Afortunadamente, el Ministerio de Hacienda en abril pasado mediante Decreto 1121 levantó las restricciones al mercado bilateral, optando por un enfoque moderno que permite una mayor eficiencia en las operaciones y que a su vez busca proteger principios fundamentales como la transparencia, la adecuada formación de precios y la protección de los inversionistas.

Con base en las nuevas disposiciones el mercado contará con un registro post negociación para operaciones del mercado mostrador, y los intermediarios deberán actuar en cumplimiento de deberes especiales en materia de revelación de información y manejo de conflictos de interés, entre otros.

Reestablecer el OTC como vía de negociación impone enormes desafíos para todas las partes. Las autoridades tendrán que realizar ajustes a sus modelos de supervisión, los intermediarios deberán aprovechar adecuadamente las oportunidades de negocio que se avecinan y los administradores de los sistemas de registro deberán asegurar una oportuna diseminación de la información al público.

En todo caso, la experiencia de Estados Unidos, Malasia y Brasil, nos enseña que la implementación de un sistema de registro como el que hoy se quiere para Colombia, exigirá un proceso de aprendizaje paulatino y coordinado entre las autoridades y los agentes del mercado.

El desarrollo del mercado de deuda privada requiere también de avances en otros campos. Con base en las recomendaciones del Consejo de Competitividad para el Mercado de Valores, la Superintendencia Financiera está evaluando en qué partes del proceso se pueden mejorar los tiempos y disminuir los costos de las emisiones de bonos, y el Ministerio de Hacienda está trabajando en una norma para eliminar el requisito de la segunda calificación.

Estos esfuerzos hay que complementarlos con esquemas de incentivos tributarios, la consolidación de una fuente de información empresarial y la adopción de prácticas internacionales de contabilidad para estandarizar la valoración de firmas.

Igual de necesario resulta una modificación al régimen de inversión de los llamados inversionistas institucionales. Su actual restricción para acceder a bonos de empresas con calificaciones inferiores a grado de inversión impide el acceso de las firmas a fuentes de financiación de largo plazo, perjudica la rentabilidad de los portafolios y limita el ahorro de largo plazo.

El mercado de derivados

La velocidad con que ha avanzado el mercado de derivados a nivel mundial es impresionante. El valor nocional de los contratos llegó en diciembre de 2007 a US\$596

trillones, que equivalen a 17 veces el PIB de los países del G-7.

El mercado de derivados en Colombia muestra un alto grado de retraso ya que los únicos volúmenes para mencionar son los de tasa de cambio. El valor nocional de las operaciones más representativas de nuestro mercado, los forward de tasa de cambio, llegó en abril a un máximo histórico de US\$23.000 millones lo que representa alrededor del 12% del PIB.

De los otros derivados: de tasa de interés, commodities o riesgo de crédito, hay poco o nada para mostrar. En algunos de esos casos está expresamente prohibida su realización, y en otros persisten dificultades importantes para su desarrollo.

El año pasado también se discutió durante el Simposio acerca de la necesidad de contar con un marco normativo coherente para fomentar la utilización de instrumentos derivados. Si bien hacia mediados del año pasado la Superintendencia Financiera dio a conocer los lineamientos del Capítulo 18 de la Circular Básica Contable, casi un año después la normativa no ha sido expedida y ella se requiere con urgencia para contar con bases más sólidas en la realización de este tipo de operaciones¹.

Hay que destacar, no obstante, los avances en el desarrollo de instrumentos que pueden ayudar a mitigar el riesgo de crédito en operaciones con derivados, como la Cámara de Riesgo Central de Contraparte. Se espera que algunas definiciones operativas requeridas para su correcto funcionamiento se surtan de manera exitosa dentro del cronograma previsto, para que al finalizar el año esté en funcionamiento el mercado de derivados estandarizados.

Este mercado se complementa con el mercado de derivados OTC, el cual seguirá presentando la natural ventaja de ofrecer productos hechos a la medida de las

¹ En el marco del Simposio, el Dr. Camilo Zea, Director de Investigación y Desarrollo de la Superintendencia Financiera, señaló que la Circular será expedida en la segunda semana de junio. Celebramos este anuncio.

necesidades de empresarios, entidades financieras e inversionistas.

A nivel internacional estos contratos representan el 83% del total de derivados transados, pero su peso en cada economía depende de factores propios como la capacidad de asumir riesgos de crédito, de los marcos normativos y de la estructura tributaria. Por lo anterior, resulta fundamental trabajar en el desmonte de gravámenes que desestimulan los derivados, tales como el IVA sobre prima de opciones y el 4x1000 causado en la liquidación de estas operaciones.

Es de notar sin embargo que los beneficios tributarios que se otorgaron mediante decreto 1797 a las operaciones compensadas y liquidadas en la Cámara de Riesgo Central generan asimetrías frente a las operaciones que por su naturaleza y riesgo se deberían cerrar sin acudir a la Cámara como mecanismo de mitigación del riesgo de crédito. Por lo anterior se deben examinar a fondo los aspectos tributarios que rigen las operaciones con derivados.

Un hito muy importante para el mercado financiero en nuestro país fue la puesta en marcha del Indicador Bancario de Referencia o IBR en enero pasado. Contar con una referencia confiable sobre el costo de la liquidez en la economía es indispensable para dinamizar el mercado de derivados. Algunos bancos ya están haciendo emisiones a IBR de un mes, y existe un gran interés por empezar a trabajar estructuras de swaps y fra's atadas a este instrumento.

Es necesario avanzar con la Superintendencia Financiera en el reconocimiento del IBR como referencia para valoración, y con la Bolsa de Valores para que sean lanzados productos estandarizados que reflejen la dinámica de esta tasa de interés. La experiencia en otros países muestra que el éxito de un indicador como el IBR está en el

desarrollo de un mercado de swaps con base en esa referencia.

Pero estos avances de poco van a servir, si no se desmontan los controles a la libre movilidad de capitales y se mantiene la prohibición de realizar derivados de crédito.

Por su parte, los límites a la posición bruta, además de distorsionar los precios de no arbitraje de los instrumentos derivados, estimula el desarrollo del mercado de derivados off-shore.

Es claro que los residentes que no pueden obtener coberturas en el mercado local las consiguen en el exterior, con lo cual se retrasa el desarrollo de estos productos en el país. Es indispensable que el Banco flexibilice esos límites y permita a los actores de esta industria un crecimiento más acorde con las tendencias del mundo moderno.

Liquidez del Sector Público

Es importante reflexionar sobre el manejo de los excedentes de liquidez de las entidades públicas.

Debido al importante tamaño del sector público en economías como la nuestra, su posición de deuda y manejo de liquidez es un dinamizador natural de los mercados financieros. Por lo anterior, son preocupantes las medidas recientes que restringen la colocación en los bancos de la liquidez de las entidades públicas, pese a que ellos tienen calificaciones bien superiores al grado de inversión.

No hay desde el punto de vista de análisis de riesgo ni de las calificaciones realizadas por entidades serias e independientes elementos de juicio para que las entidades públicas limiten sus colocaciones en la banca. Bien haría el gobierno en revisar lo dispuesto en el decreto 1525 de este mes.