



23 de mayo de 2011

María Mercedes Cuéllar
Presidente

Daniel Castellanos García
Vicepresidente Económico
+57 1 3266600
dcastellanos@asobancaria.com

La banca y el desarrollo del mercado de capitales

Resumen. El mercado de capitales y el de crédito proveen servicios complementarios. El desarrollo del mercado de capitales contribuye al de la banca comercial y a su operación eficiente. No obstante, existe un debate sobre el papel que debe jugar la banca en el desarrollo del mercado de capitales. Un punto de vista sostiene que la banca comercial y la de inversión deben operar de manera independiente. Otro, en contraste, afirma que esta operación debe estar integrada en la banca universal. Colombia a lo largo de las dos últimas décadas ha venido avanzando en la ruta de la multibanca. Sin embargo, aún no se ha explotado el potencial de la red bancaria como canal de distribución de productos del mercado de capitales, ni está autorizada la inversión en acciones por parte de los bancos. En consecuencia, resulta pertinente preguntarse si una mayor participación de la banca comercial en las actividades de inversión podría constituir una ruta efectiva para la promoción del mercado de capitales.

El mercado de capitales colombiano se ha desarrollado satisfactoriamente, aunque con algunas limitaciones. En primer lugar, ese desarrollo se ha logrado esencialmente con base en la emisión y negociación de títulos de deuda y de acciones, en razón de que el uso de nuevos y más sofisticados instrumentos ha sido limitado. En segundo lugar, el mayor beneficiario de ese desarrollo ha sido el Estado. En tercer lugar, pocas empresas en Colombia llenan las condiciones requeridas para acceder al mercado de capitales. En este mercado, los fondos de pensiones y las fiduciarias son los jugadores más robustos, pero no es despreciable el músculo de los establecimientos de crédito. Por tanto, para profundizarlo puede resultar conveniente permitir una mayor participación de estos últimos.

Los instrumentos más populares del mercado de capitales no están al alcance de la gran mayoría de empresas colombianas. Aunque sea normal que solo empresas grandes y consolidadas puedan acceder a sofisticados productos del mercado de capitales, existe el enorme reto de desarrollar instrumentos de financiación aptos para compañías de menor tamaño, típicas de la estructura empresarial colombiana.

El gran desafío que enfrenta el país hacia el futuro es aumentar la canalización del ahorro financiero hacia actividades productivas privadas, para lo cual es preciso ajustar las finanzas del Estado.

El Ministerio de Hacienda tiene dos agendas para el sector financiero: la inclusión y el desarrollo del mercado de capitales. Para este último propósito ha propuesto la elaboración de una “Hoja de Ruta”, para la cual, hasta el momento, solo ha definido una metodología de trabajo y unos temas a tratar: competencia, protección al inversionista, oferta y demanda de papeles, transferencia de riesgos e infraestructura. Asobancaria cree que es conveniente incluir la discusión de los problemas originados en la regulación, que actualmente frenan la promoción. Esa discusión debe contemplar, además, la generación de incentivos para atraer más y nuevos emisores, para ampliar los espacios de acción de los agentes y para corregir la reducida y concentrada oferta de instrumentos.

La banca y el desarrollo del mercado de capitales¹

Comentarios generales

María Mercedes Cuéllar

Presidenta

Con la sofisticación de los mercados financieros y la especialización de los agentes, tiende a reducirse el papel de los establecimientos de crédito, como en efecto ocurrió en Colombia en los últimos diez años, al tiempo que ganan importancia relativa los inversionistas institucionales y el mercado de capitales, o mercado no intermediado. Cabría, entonces, preguntarse por qué podría interesarle a la ASOBANCARIA el desarrollo de un mercado, que se entendería compite con la actividad bancaria. Ello, no obstante, está lejos de ser así. Estos mercados, no solo no compiten, sino que proveen servicios complementarios.

El aporte del mercado de capitales ha sido obvio en términos del fondeo requerido por la banca. En efecto, los establecimientos de crédito a través del mercado de capitales han estado accediendo a fuentes de financiación bastante cómodas —en términos de plazos y costos—, diferentes de la captación directa, mediante la emisión de bonos, títulos de deuda hipotecaria o colocación de acciones. De otra parte, en el contexto de la banca universal, los bancos encuentran nichos de negocios interesantes con el desarrollo del mercado de capitales, por ejemplo, con las áreas de banca de inversión de algunos bancos comerciales o con las mayores oportunidades de inversión rentable de los excesos de liquidez, tarea que usualmente llevan a cabo las tesorías de los bancos. En términos generales, en consecuencia, el desarrollo del mercado de capitales contribuye al desarrollo y operación eficiente de la banca comercial y, por tanto, lejos de competir con su operación, la complementa.

No obstante esta complementariedad, existe un debate del mayor interés, relacionado con el papel que debe jugar la banca en el desarrollo del mercado de capitales. Hay quienes sostienen que la banca comercial y la banca de inversión deben operar de manera independiente. Otros, en contraste, sostienen que esta operación debe estar integrada, en lo que llaman la multibanca o banca universal. Quienes abogan por la primera opción usualmente lo hacen basados en consideraciones de riesgo, las cuales sugieren que la banca especializada resulta menos proclive al contagio del riesgo sistémico. Quienes abogan por la segunda opción resaltan la importancia de las economías de escala, y los servicios e innovación que ofrece una banca integrada. Colombia a lo largo de las dos últimas décadas ha venido avanzando en la ruta de la multibanca. Por ejemplo, ya no existen entidades especializadas en el otorgamiento de crédito de vivienda, y los bancos dentro de sus instalaciones pueden ofrecer operaciones de leasing, factoring y fiducia, entre otros. En esas circunstancias, algunos bancos grandes han optado por concebirse a sí mismos como bancos universales, por lo general bajo el modelo de matriz-filial. No obstante, aún no se ha explotado el potencial de la red bancaria como canal de distribución de productos del mercado de capitales, ni está autorizada la inversión en acciones por parte de los bancos. Sin duda, existen operadores del mercado de capitales que ven con preocupación la posibilidad de que a los bancos comerciales se les autorice jugar un papel más activo en el mercado de capitales. Sin embargo, así como han venido cayendo las barreras que separaban tajantemente las actividades crediticias, resulta pertinente preguntarse si una

¹ Discurso de la Presidenta de Asobancaria, María Mercedes Cuéllar, en la apertura del XXIII Simposio del Mercado de Capitales, que tuvo lugar en Medellín, los días 19 y 20 de mayo pasados.

mayor participación de la banca comercial en la banca de inversión constituye una ruta efectiva de promoción del mercado de capitales.

Evolución de los mercados financieros

La tendencia del ahorro en la economía colombiana, sin ser excelente, ha sido favorable en la última década, al haber pasado del 14,1% del PIB en 2000 al 21% en 2010, a pesar de la crisis financiera internacional de 2009. Un resultado interesante de la experiencia vivida por el país durante ese período ha sido la identificación de una clara relación directa entre el desempeño económico y la generación de ahorro.

El incremento en el ahorro de la economía, a su vez, favoreció la evolución del ahorro financiero y, en consecuencia, de la cartera de los establecimientos de crédito que, como proporción del PIB, pasó del 22,7% al 32,2% en el período de referencia. Asimismo, la importancia relativa de la financiación originada en los inversionistas institucionales aumentó hasta alcanzar 58,8% del PIB en 2010: 20,3% proviene de los fondos de pensiones, 18,7% de las sociedades fiduciarias, 11% de los establecimientos de crédito, 4,3% de la industria aseguradora y 1,5% de los demás intermediarios de valores. Es preciso señalar que la medición de la importancia relativa de las sociedades comisionistas debe hacerse respecto de las transacciones que realizan. En 2010, éstas alcanzaron cerca del 85%, en términos del número total de transacciones; y de 47%, en términos del volumen transado, cifras que resaltan la preponderancia de su papel en la intermediación.

En lo que hace referencia al mercado no intermediado, es un hecho que la emisión y negociación de títulos de deuda y acciones lo dominan. Otros instrumentos, propios de mercados más desarrollados, como las Initial Public Offerings (IPO'S), los fondos de inversión, los Exchange-Traded Funds (ETF'S), los derivados titularizados o las opciones y los futuros son inexistentes o limitados en el mercado colombiano.

De acuerdo con cifras de la Bolsa de Valores de Colombia, en 2010 el volumen de acciones transado fue de 37,1 billones de pesos y la capitalización de las empresas listadas alcanzó los 520 billones, lo cual ubica a Colombia en cuarto lugar en importancia en América Latina, después de Brasil, México y Chile. No obstante, el número de compañías listadas en la Bolsa de Valores de Colombia es reducido y la financiación obtenida está concentrada en unas pocas empresas.

El monto de bonos o títulos de deuda privada y pública en circulación, por su parte, consolidó su supremacía en el mercado, al superar el billón de dólares en 2009, según cifras de la World Federation of Exchanges. Esta cifra contrasta con la correspondiente de Argentina, que fue de solo 90 mil millones de dólares, país que sigue a Colombia en importancia en términos del monto de bonos en circulación. En términos del trading, mientras que en el país la cifra es de 1,4 billones de dólares, en Chile, que tiene un mercado de deuda más desarrollado, ésta apenas alcanza los 178 mil millones de dólares.

Realizar comparaciones internacionales con base en estas cifras resulta complejo, en razón de que en Colombia predomina la negociación en bolsa, en tanto que en otros países predominan las negociaciones OTC. En consecuencia, comparar exclusivamente lo transado en la Bolsa de Valores en Colombia con lo transado en las bolsas de otros países, que usan más el mercado OTC, tiende a sobreestimar la profundidad del mercado colombiano. Teniendo en cuenta esta salvedad, es un hecho que los montos

relativos transados en bonos en Colombia son elevados. Del monto total de bonos en circulación en Colombia más del 80% corresponde a la emisión de títulos de deuda pública y un poco menos del 20% a deuda privada; y, del monto total negociado, que ascendió a 1,4 billones de dólares, cerca de 900 mil millones eran de deuda pública y 243 mil de deuda privada. Estas cifras sugieren que el mercado de deuda pública interna está hipertrofiado. De acuerdo con estadísticas del Ministerio de Hacienda, la deuda bruta del sector público no financiero en septiembre de 2010 alcanzaba el 43,2% del PIB. De ese total, el 31,3% correspondía a deuda interna y el 12% a deuda externa, en razón de la política del gobierno de financiarse esencialmente con cargo a la emisión de deuda interna.

El elevado saldo de la deuda interna gubernamental exige de su continuo roll over, lo que explica, a su vez, los elevados niveles de transaccionalidad. En este aspecto, tanto la banca como los inversionistas institucionales han jugado un papel protagónico. En el caso de la banca, en razón a que esta inversión es segura y rentable, constituyendo un refugio de gran interés para el manejo de sus excedentes de liquidez. En el de los inversionistas institucionales, por ser los títulos de deuda pública una de las pocas inversiones admisibles para la colocación de sus recursos.

De esta manera se ha facilitado el elevado nivel de endeudamiento del gobierno, con la consecuente reducción del espacio para la emisión de deuda privada. A pesar de esa situación, en los últimos años la deuda privada ha tenido un desarrollo dinámico. La emisión de bonos corporativos pasó de 4,4 billones de pesos en 2006 a 13,8 billones en 2010. De esta última cifra, casi el 60% son emisiones del sector financiero, que encontró en la deuda corporativa una fuente importante de fondeo. Esto ha llevado a que la emisión de este tipo de deuda no necesariamente se constituya en financiamiento directo del sector real. Aun así, la importancia relativa de la emisión de bonos corporativos de la banca no implica que la correspondiente del sector real sea despreciable. Ésta, en particular en los sectores de infraestructura y energía, ha sido significativa.

Por tanto, el gran reto que enfrenta el país hacia el futuro es aumentar la canalización del ahorro financiero hacia actividades productivas privadas, para lo cual es preciso ajustar las finanzas del Estado.

Dentro de este marco, cabe destacar que en términos generales, los instrumentos más populares del mercado de capitales no están al alcance de la gran mayoría de empresas colombianas. Aunque sea normal que solo empresas grandes y consolidadas puedan acceder a sofisticados productos del mercado de capitales, existe el enorme reto de desarrollar instrumentos de financiación aptos para compañías de menor tamaño, típicas de la estructura empresarial colombiana. A este problema me referiré más adelante.

En suma, el mercado de capitales colombiano ha venido desarrollándose satisfactoriamente, aunque con algunas limitaciones. En primer lugar, ese desarrollo se ha logrado esencialmente con base en la emisión y negociación de títulos de deuda y de acciones, en razón de que el uso de nuevos y más sofisticados instrumentos ha sido limitado. En segundo lugar, el mayor beneficiario de ese desarrollo ha sido el Estado. En tercer lugar, pocas empresas en Colombia llenan las condiciones requeridas para acceder al mercado de capitales. En cuanto a los tenedores del portafolio de inversiones en el mercado, se destaca, de una parte, el papel que juegan los fondos de pensiones y las fiduciarias y, de otra, no es despreciable el de los establecimientos de crédito. De

ahí que sea posible inferir la inconveniencia de restringir la participación de estos últimos, dado el músculo que poseen para la movilización del ahorro.

Algunos esfuerzos importantes

A continuación quisiera resaltar algunos esfuerzos recientes que han contribuido al desarrollo del mercado de capitales.

En primer lugar está la integración de las bolsas de Perú, Chile y Colombia, en lo que se conoce como el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). Esta integración estará aumentando la oferta de valores a los inversionistas y ampliando las fuentes de financiación de los emisores, de suerte que el mercado integrado se convertirá en el primero de la región en términos del número de emisores; el segundo en términos del tamaño de la capitalización bursátil; y el tercero en términos del volumen transado, después de Brasil y México.

El proceso de integración se viene desarrollando en dos fases. En la primera se busca facilitar el acceso tecnológico al mercado local por parte de los intermediarios extranjeros. En la segunda se pretende integrar un mercado único de renta variable a través del acceso directo de los intermediarios, la estandarización de las reglas de negociación y la definición de un modelo de compensación y liquidación transfronterizo.

Uno de los resultados, ya obtenidos, más importantes del proceso de integración, que es independiente pero complementario al mismo, ha sido la fusión de las bolsas de Lima y Bogotá, en lo que se ha denominado Bolsas y Mercados de América (BMA).

En segundo lugar está el Mercado Global Colombiano (MGC), impulsado por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) para transar las acciones más importantes del mundo (conocidas como blue chips), enganchando el corretaje local con el internacional mediante contratos especiales. El MGC funcionará como un offshore exchange market, por tratarse de una bolsa que negocia títulos emitidos en el exterior. Allí se transarán instrumentos no inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores colombiano. Las operaciones deberán hacerse a través de los comisionistas de bolsa inscritos en la BVC. Éstos se encargarán de comprar los títulos del exterior y enviarlos al depósito de valores en convenio con DECEVAL. Una de las grandes virtudes de estas operaciones es que obvian el tema cambiario, pues su compensación y liquidación se realiza en pesos colombianos: aquí será DECEVAL el que se encargue de la sustitución del registro de las inversiones ante el Banco de la República.

En tercer lugar está la flexibilización del régimen cambiario. El pasado 17 de diciembre, la Junta Directiva del Banco de la República expidió la Resolución Externa 2, flexibilizando en forma importante la Resolución Externa 8 de 2000, que regula el régimen cambiario colombiano.

En cuarto lugar están algunos desarrollos relacionados con la profesionalización del mercado de divisas, las ventas en corto y las buenas prácticas que han tenido lugar en el seno del Autorregulador del Mercado de Valores (AMV).

En quinto lugar está la autorización de operar el esquema de multifondos de los fondos privados de pensiones para la mejor gestión de los recursos, de suerte que la inversión

considere las edades y los perfiles de riesgo de los afiliados. A pesar de que dicho esquema comenzó a operar oficialmente el pasado 22 de marzo, es necesario introducirle modificaciones a su reglamento, en especial en temas relacionados con el régimen de inversión de los recursos del fondo especial de retiro programado; las comisiones a que tienen derecho las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) por la gestión de los fondos en la etapa de acumulación; las recomendaciones que la “comisión de expertos” debe dar al Gobierno Nacional en cuanto al régimen de inversiones de los diferentes fondos; las instrucciones sobre la información que deberá ser remitida a los consumidores financieros; y los requisitos mínimos para la conformación y funcionamiento de los comités de inversiones y de riesgos, entre otros.

En sexto lugar, se destaca el crecimiento que ha tenido la titularización de la cartera hipotecaria. Este esquema, previsto en la legislación desde inicios de la década de los noventa y consagrado en la Ley 546 de 1999, ha registrado un incremento sostenido, al haber pasado de 2.5 billones de pesos en 2006 a 7.2 billones en 2010.

La Ley en mención le concedió a los títulos originados en procesos de titularización un beneficio tributario temporal, representado en la exención del impuesto sobre la renta de los rendimientos financieros. Para continuar con la favorable tendencia de las titularizaciones, es necesario que esa exención se prorrogue en el tiempo, con el objeto de no afectar el flujo de recursos que ha permitido que el sector de la construcción y la financiación de la vivienda atraviesen por uno de sus mejores momentos, luego de doce años de recuperación de la crisis de 1999.

En la actualidad, la prórroga de este beneficio se discute en el seno del Congreso de la República, y se espera que el Gobierno Nacional comparta las bondades del mecanismo, en especial en el contexto de la vivienda definida como una de las locomotoras de crecimiento de la economía en el Plan Nacional de Desarrollo, y termine por avalar dicha iniciativa, para dar paso a su aprobación legislativa.

En séptimo y último lugar, quisiera mencionar el esfuerzo realizado por el gobierno del Presidente Uribe con el “Programa para la promoción del mercado de capitales”. En términos generales, este fue un esfuerzo fallido, al no haber sido liderado por la autoridad competente dentro del gobierno: el Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Sin embargo, el programa sirvió para identificar algunos frentes de trabajo, y para que el Ministerio de Hacienda reclamara su liderazgo. Es posible que, sin ese esfuerzo del gobierno pasado, el actual habría continuado con la tradición de las décadas anteriores y no habría incluido entre sus prioridades el desarrollo del mercado de capitales.

En la actualidad el Ministerio de Hacienda ha planteado que tiene dos agendas especiales para el sector financiero, aparte de la tarea continua de revisión de la regulación: la agenda de inclusión financiera y la de desarrollo del mercado de capitales. Para este último propósito, el Ministerio ha propuesto la elaboración de una “Hoja de Ruta”, para la cual, hasta el momento, solo ha definido una metodología de trabajo y unos temas a tratar. Los temas a tratar son: competencia (incluyendo la discusión de los regímenes cambiario y tributario), protección al inversionista, oferta de papeles (incluyendo los estándares contables de los emisores), demanda de papeles, transferencia de riesgos e infraestructura.

Comentarios sobre la Hoja de Ruta

Es aventurado comentar una propuesta que aún no se ha construido. No obstante, resulta conveniente exponer algunas observaciones preliminares sobre la Hoja de Ruta, a cuyo estudio estará dedicado buena parte de este Simposio.

En materia de protección al inversionista, es claro que Colombia tiene un mercado financiero en desarrollo, con usuarios poco calificados. Pero, aun teniendo en cuenta ese hecho, es destacable el esfuerzo que viene realizándose en esta materia, por lo cual debe este debe ser aprovechado. La Ley 1328 de 2009 reglamentó la defensoría del consumidor y la transparencia en el suministro de información y estableció algunos lineamientos en términos de la necesidad de extender mayor educación financiera a la población. De ahí que los programas de protección al inversionista, a ser incluidos en la Hoja de Ruta, deberían ser construidos a partir de los avances logrados.

De otra parte, aunque no pueda minimizarse la importancia de la protección al inversionista, basar la construcción de la Hoja de Ruta en torno a esa defensa puede terminar por subestimar el énfasis a ser asignado a la generación de incentivos para atraer más y nuevos emisores; para abrir los espacios de acción de los agentes y para corregir la reducida y concentrada oferta de instrumentos.

En este frente es importante priorizar de manera adecuada. El Ministerio de Hacienda es consciente del serio problema que enfrenta la promoción del mercado de capitales colombiano, en parte por cuenta del régimen regulatorio que, como él mismo afirma, “ha reducido mucho el espacio de acción de los agentes que participan de este mercado”. Este reconocimiento es de la mayor importancia. De ahí que sea posible que, si se inicia la discusión de la Hoja de Ruta con la protección del inversionista, se pierdan de vista los serios problemas existentes, originados en la regulación que enfrenta la promoción del mercado.

En lo que se refiere a la oferta o, como la ha llamado el Ministerio, “las fuentes eficientes de financiación”, es preciso realizar algunos esfuerzos para preservar el auge reciente de la colocación de bonos corporativos. Aunque los instrumentos disponibles en el mercado son simples y su variedad reducida, han atendido las necesidades básicas de financiamiento de las grandes empresas, con altos estándares crediticios y perspectivas sólidas. No obstante, también es preciso incentivar la oferta de financiamiento para empresas de tamaño más reducido. Hacerle frente a este problema reviste la mayor trascendencia y solo se logra mediante la autorización y desarrollo de instrumentos novedosos y alternativos de financiación.

Al respecto, creemos que los Fondos de Capital Privado (FCP) están llamados a jugar un papel protagónico. El valor agregado de estos instrumentos es que tienen el potencial de contribuir a profundizar el mercado de acciones, porque, una vez generado el título valor, las empresas podrían utilizar la Bolsa de Valores como estrategia de salida.

Tras la entrada en vigencia del Decreto 2175 de 2007, el interés por los Fondos de Capital Privado se incrementó notablemente. A la fecha existen once FCP cerrados, que cuentan con recursos por 924 millones de dólares, y existen en trámite otras 19 iniciativas que precisan de aportes de capital por cerca de 1.450 millones de dólares. Los FCP solo representan el 0.05% del PIB, de suerte que Colombia enfrenta un largo camino por recorrer en esa materia.

Es dentro de ese marco que el Decreto 4800 de 2010 amplió la definición de inversión extranjera para que ese tipo de inversión quedara incluida dentro de la autorizada para los Fondos de Capital Privado.

Asimismo, el programa “Bancoldex Capital” apoya en Colombia el desarrollo de los Fondos de Capital Privado. Este programa está integrado por dos componentes principales: (1) la inversión inicial de recursos de Bancoldex por 12 millones de dólares, la cual debe ser incrementada en el futuro hasta alcanzar 30 millones de dólares, y (2) un programa de formación, promoción y estímulo a la aplicación de mejores prácticas de inversionistas, gestores de fondos y empresas objeto de inversión de los fondos. Este segundo componente es de la mayor trascendencia, en razón de que el desarrollo de los FCP requiere de una clara estrategia de educación financiera por las características propias de las potenciales empresas emisoras.

En términos de la demanda, temas como la dinamización del mercado de bonos; el éxito de la emisión de acciones de ECOPETROL, Davivienda, el Grupo Aval y Avianca; y la capitalización bursátil, ponen en evidencia que los inversionistas están ávidos de nuevos productos. Colombia es un país con un mercado de instrumentos simples, y es con ellos que se deben conquistar más inversionistas. Las últimas emisiones de acciones han estado acompañadas de campañas de amplia difusión que han atraído ahorro de un público, si se quiere, primerizo.

A pesar de que las emisiones han sido exitosas, el mercado secundario de estos títulos no ha sido dinámico, líquido, ni fluido. Es preciso, por tanto, estimular su rotación (negociación) para generarles profundidad y precios. A ese propósito puede contribuir su aceptación como garantías. Para ello es necesario revisar la ponderación de los activos por nivel de riesgo de los actores con dos objetivos en mente: primero, eliminar los arbitrajes regulatorios respecto del costo de un mismo tipo de papel y, segundo, evitar que se castigue de manera excesiva la deuda privada, a fin de que no sean solo los papeles de altísima calificación los que se demanden en el mercado.

Para incentivar la demanda, tanto de títulos de renta fija como de renta variable, un tema que merece atención es el relativo a las restricciones existentes para la inversión con que operan algunos agentes del mercado. Con el esquema multifondos se introdujo una pequeña liberalización en ese sentido, pero quedan otros temas pendientes, como puede ser una mayor flexibilidad en la inversión admisible de los inversionistas institucionales y la mayor participación de los bancos en el mercado de capitales. A pesar de que el ambiente poscrisis financiera pueda no ser el más propicio para este debate, es preciso que Colombia analice este polémico tema de manera independiente, a la luz de las necesidades de desarrollo de nuestro mercado de capitales. El punto aquí no es tomar posiciones extremas. Las deliberaciones deben ser constructivas, para hallar formas aceptables que permitan aprovechar el músculo que tiene la banca para dinamizar el mercado de capitales.

En materia de deuda pública, es importante alinear la necesidad de referencias del mercado con el perfil deseable de riesgo y el costo de la deuda para la Nación.

En materia de competencia, es preciso invitar al mayor número posible de agentes al mercado, para que le impriman tanta dinámica como sea posible, bajo reglas claras de integridad y transparencia. Por eso se insiste en evitar la limitación del tipo de inversionistas que puede acceder a los diferentes productos de inversión, de forma que

en el mercado abunden actores con estrategias heterogéneas, e inclusive que se permita la mayor presencia de inversionistas especulativos y activos. Estas fuerzas resultarían en el mejoramiento de la dinámica, liquidez y profundidad de los mercados. Sin embargo, bajo los regímenes vigentes de inversión colombianos, que se caracterizan por ser conservadores en exceso, no es posible que los agentes locales cumplan con esa tarea dinamizadora, en razón a que la regulación los alinea en una postura prudencial. Pensar en que los agentes del exterior podrían cumplir con esa tarea, comprometería la estabilidad macrofinanciera, en razón de que la apertura completa de la cuenta de capitales trae consigo grandes riesgos para la economía. En este marco, todo extremo es vicioso, por lo que es preciso encontrar un balance entre una diversidad de agentes, que a la vez que permita la profundización e innovación financiera, le introduzca mayor competitividad al mercado de capitales.

ASOBANCARIA, en los últimos años, ha venido llamando la atención de las autoridades respecto de la urgencia que reviste la reglamentación de la proveeduría de precios. Las pobres metodologías de valoración y las deficiencias en los sistemas de información han atajado el desarrollo del mercado de valores colombiano, volviéndose un lastre para su liquidez y profundidad. Además, ello constituye una clara desventaja frente a los países que están próximos a integrarse.

El camino recorrido ha sido largo y no se justifica perder el esfuerzo realizado. Con la expedición de la Ley 964 de 2005, que definió el acopio, procesamiento y suministro de información al mercado de valores como una actividad propia de este mercado, se le dio mayor estatuta a la relevancia del tema. No obstante, todavía no ocupa la posición que merece. La reglamentación de esta actividad tomó cinco años, hasta la expedición del Decreto 985 de 2010, que si bien imparte instrucciones relativas al funcionamiento de las entidades que se dedican a esta actividad, no constituye el banderazo de salida tan ansiosamente esperado por el mercado.

Esta decisión está en manos de la Superintendencia Financiera, que está en mora de reglamentar las exigencias mínimas que deben cumplir las metodologías de valoración y las reglas a las que deberán acogerse las entidades interesadas en realizar esta tarea. Continuar alargando la toma de decisiones en este frente diluye el interés de numerosas empresas deseosas de entrar a Colombia e implícitamente pone en evidencia la reducida prioridad que le asigna el gobierno a la promoción del mercado de capitales.

En materia de transferencia de riesgos, se han realizado grandes avances para destrabar el mercado de derivados. Es importante reconocer que uno de los temas que le imprime velocidad a su desarrollo es la necesidad de cobertura que autodesarrollen los agentes. En este frente, hay dos temas por destrabar: el tributario, y el de garantías y neteo.

En el tema tributario, los derivados en Colombia están sometidos a una retención en la fuente del impuesto sobre la renta de 3.5%. Esta tarifa resulta excesiva, restringe el desarrollo de este tipo de operaciones y le resta dinamismo al mercado, ya que no se practica en otras jurisdicciones, y reduce la rentabilidad de las operaciones. Estos problemas ya se han planteado al Ministerio de Hacienda y a la DIAN. El inconveniente se origina en que la retención de 3.5% supera el valor de la utilidad esperada, por lo que es preciso tramitar la devolución del exceso de los pagos realizados, y los requisitos exigidos para esos efectos generan una elevada carga operativa tanto para la DIAN como para los contribuyentes. Adicionalmente, la devolución de los excesos pagados se entrega en TIDIS (Títulos de Devolución de Impuestos), que deben ser negociados con descuento en el mercado.

En segundo lugar, la base gravable para el cálculo del impuesto sobre la renta de los derivados distingue por tipo de contrato y de subyacente. Esto es altamente ineficiente. Sería conveniente autorizar la compensación entre los resultados positivos y negativos de diferentes contratos. Con ello, el cálculo del ingreso y la retención se aproximarían razonablemente a la realidad económica del contribuyente, lo que incentivaría el desarrollo del mercado de derivados.

En el tema de garantías y neteo es importante agilizar la publicación del decreto reglamentario del uso de garantías, la utilización de mitigantes para disminuir el riesgo de crédito y el neteo de las obligaciones generadas por este tipo de operaciones.

Estas son apenas algunas observaciones preliminares sobre una Hoja de Ruta que deberá ser más desarrollada y estudiada en este Simposio, y en foros futuros. El tema del mercado de capitales en un país como el nuestro resulta apasionante. De ahí que esperamos que los planteamientos a ser realizados en este Simposio contribuyan a aportar ideas y a despejar interrogantes que lleven a que su desarrollo ocupe un lugar preponderante en el marco de la política económica.

Colombia. Principales Indicadores Macroeconómicos

	2007	2008	2009					2010					2011
			T1	T2	T3	T4	total	T1	T2	T3	T4	Proy.	Proy.
PIB Nominal (USD B)	207,8	242,6	60	61	62	63	247	68,2	70,3	74,6	...	...	...
PIB Nominal (COP MM)	432	477	123	126	127	129	505	131,5	134,7	134,3	...	...	...
Crecimiento Real													
PIB real (% Var. Interanual)	6,9	3,5	1,0	0,7	1,1	3,0	1,5	4,2	4,9	3,6	4,6	4,3	4,5
Precios													
Inflación (IPC, % Var. Interanual)	5,7	7,7	6,1	3,8	3,2	2,0	2,0	1,8	2,3	2,3	3,2	3,2	3,7
Inflación básica (% Var. Interanual)	5,2	5,9	5,4	4,5	3,9	2,7	2,7	2,3	2,3	2,3	2,6	2,6	2,5
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	2002	2234	2561	2159	1922	2046	2046	1929	1916	1800	1990	1990	1822
Tipo de cambio (Var. % interanual)	-10,4	11,6	40,6	17,8	-1,2	-8,4	-8,4	-24,7	-11,2	-6,4	-2,8	-2,8	-8,4
Sector Externo													
Cuenta corriente (% del PIB)	-2,8	-2,8	-2,0	-1,7	-2,5	-2,5	-2,2	-1,9	-2,3	-4,6	...	-2,5	-3,7
Cuenta corriente (USD mmM)	-5,8	-6,8	-1,0	-0,9	-1,5	-1,7	-5,1	-1,3	-1,6	-3,4	...	-7,2	-11,6
Balanza comercial (USD mmM)	-0,6	1,0	0,1	0,8	0,4	0,8	2,1	1,1	1,2	-0,4	...	3,5	-0,2
Exportaciones F.O.B. (USD mmM)	29,4	37,1	7,5	7,8	8,3	9,0	32,6	9,5	10,2	10,0	...	41,7	44,8
Importaciones F.O.B. (USD mmM)	30,1	36,3	7,4	7,0	7,9	8,2	30,5	8,4	9,0	10,4	...	38,2	45,0
Servicios (neto)	-2,6	-3,1	-0,5	-0,5	-0,7	-1,0	-2,7	-0,7	-0,8	-1,0	...	-3,1	-3,1
Renta de los factores												-11,7	-10,9
Transferencias corrientes (neto)	5,2	5,5	1,2	1,1	1,1	1,3	4,6	0,9	1,1	1,1	...	4,1	3,7
Inversión extranjera directa (USD mm)	9,0	10,6	2,1	2,8	1,3	0,9	7,2	2,1	2,2	2,2	...	8,6	11,1
Sector Público													
Bal. primario del Gobierno Central (% del PIB)	0,8	0,9	...	...	...	...	-1,1	...	...	...	...	-1,1	-1,1
Bal. del Gobierno Central (% del PIB)	-3,2	-2,3	-2,7	-0,5	-0,5	-0,4	-4,2	...	...	...	...	-3,9	-4,1
Bal. primario del SPNF (% del PIB)	...	-0,1	...	...	...	...	0,7	...	...	...	...	0,1	0,3
Bal. del SPNF (% del PIB)	-0,6	-0,1	-0,3	-0,8	-0,8	-0,7	-2,6	...	...	...	...	-3,0	-3,5
Indicadores de Deuda													
Deuda externa bruta (% del PIB)	21,4	18,9	20,2	20,0	22,1	...	24,1	...	...	...	...	20,4	25,0
Pública (% del PIB)	13,8	12,2	13,2	13,4	15,1	...	16,3	...	...	...	...	14,3	13,0
Privada (% del PIB)	7,7	6,9	7,0	6,6	7,0	...	7,8	...	...	...	...	6,1	12,0
Deuda del Gobierno (% del PIB, Gob. Central)	36,5	36,4	38,5	36,6	35,3	...	43,2	...	...	...	...	38,6	39,6

Fuente: DANE, Banco de la República, Minhacienda, Superfinanciera y Asobancaria.