



7 de mayo de 2012

María Mercedes Cuéllar
Presidente

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

Nunca como hoy se esperó tanto del mercado de capitales

Resumen. Entre la última década del siglo XX y la primera del XXI, en promedio, el mercado financiero colombiano, incluyendo la cartera bancaria, los bonos en circulación y la capitalización accionaria, registró un crecimiento significativo, al pasar del 61 al 81% del PIB. No obstante al comprar esta última cifra a nivel internacional, las diferencias son enormes. Para América Latina, la profundidad promedio de los mercados financieros era del 125% del PIB en la primera década del siglo, y para los países desarrollados esta cifra llegaba hasta el 300% del PIB. Mucho contribuiría al estrechamiento de esta brecha, un desarrollo más acelerado del mercado de capitales.

Sin embargo, problemas que de tiempo atrás han venido afectando al mercado de capitales continúan vigentes, sin que su solución esté prevista en la agenda del gobierno. Tal es el caso de la emisión de acciones o de bonos, la cual sigue restringida a entidades cuyo tamaño y estándares de gobierno corporativo superan los típicos en el universo empresarial colombiano. Tampoco se habla de abrir la posibilidad de emitir títulos, por parte de entidades percibidas como riesgosas, para aquellos interesados en obtener mayores retornos. Por otro lado, en el mercado de renta fija, la preponderancia de la deuda pública, derivada en gran medida de la regulación que privilegia este tipo de financiamiento del déficit fiscal, continúa afectando el desarrollo de mercados para otras fuentes de financiación. Hoy el sector financiero financia al Estado, que a su vez invierte en las obras de infraestructura. Esa vuelta es ineficiente. Debe encontrarse la fórmula para que las grandes obras de infraestructura sean financiadas de manera directa por el mercado.

Para no desincentivar el desarrollo del mercado de capitales, sería deseable que la reforma tributaria que prepara el Gobierno no aumentara el sesgo anti-accionario. La estructura tributaria debería ser neutra a la hora de decidir si una empresa se debe financiar con acciones o con deuda. Un elemento que parece que contendrá la reforma es la imposición de gravámenes a los dividendos, el cual debe ser sopesado a la luz del argumento de neutralidad tributaria frente a los métodos de financiación empresarial, y también frente al viejo argumento de la doble tributación. Pero al lado de este hecho podría haber otro que sería aún más inconveniente, cual es el que se decidiera gravar las ganancias de capital, resultado de las inversiones en valores. Lo mínimo que se debe esperar es que la nueva estructura tributaria no se convierta en un desestímulo al desarrollo del mercado de valores.

A diferencia del pasado, cuando la escasez de ahorro, tanto interno como externo, era la norma, hoy el país dispone de recursos y atrae capitales. El reto es que el mercado de capitales esté a la altura de las circunstancias, y sepa invertir esos recursos para que verdaderamente contribuyan al crecimiento de largo plazo del país. Quizás nunca como hoy se esperó tanto del mercado de capitales.

Para suscribirse a Semana Económica
por favor envíe un correo electrónico a
ameija@asobancaria.com o visítenos en
<http://www.asobancaria.com>

Nunca como hoy se esperó tanto del mercado de capitales¹

María Mercedes Cuéllar

Presidenta

El mercado de capitales, como es de amplio conocimiento público, cumple un papel de gran trascendencia en la transferencia de recursos hacia el sector real, posibilitando el crecimiento económico. Su propósito esencial es la canalización eficiente de la disponibilidad de fondos de quienes no les darán una utilización inmediata, hacia aquellos que cuentan con alternativas favorables de inversión y carecen de los fondos financieros necesarios para realizarlas.

La canalización de recursos se lleva a cabo a través de diversos medios, por lo que el mercado de capitales, para algunos, es sinónimo de “sistema financiero”, incluidos los bancos. Para otros, es más sinónimo de “mercado de valores”, el lugar donde se transan títulos valores, ya sea la bolsa o el mercado mostrador. Y para el resto, es la parte no bancaria de la actividad financiera. En ese contexto, puede ocurrir que la banca, como promotora del desarrollo del mercado de capitales, resulte beneficiada del mismo; pero también puede ocurrir que un mercado de capitales robusto implique una banca menos activa. Independientemente de cuál sea el tipo de canal más utilizado para transformar el ahorro en inversión, la realidad es que el alcance de las distintas organizaciones que integran el mercado está, en últimas, regido, en la mayoría de los países, por la costumbre y la regulación expedida al respecto.

En Colombia, las reformas adoptadas a comienzos de la década de los noventa abrieron espacio a la configuración de una estructura institucional en la que, si bien existe una diferenciación relativamente clara del papel a cumplir por cada tipo de institución financiera, el resultado de ella ha sido la conformación de grupos financieros integrados por distintos tipos de instituciones. Cada uno de ellos cuenta con la posibilidad de actuar en diferentes frentes, dentro de lo que puede considerarse como un mercado de capitales ampliado que abarca la totalidad del sistema financiero, incluyendo los bancos.

A esa estructura se llegó quizás porque en el pasado, ante el precario desarrollo del mercado de capitales, no cabía duda de que la banca debía jugar un papel importante en la canalización de recursos del ahorro a la inversión, por lo que se eliminó una de las principales limitantes que restringían la actuación de la banca en dicho mercado, cual era la posibilidad de otorgar crédito a más de un año. En años más recientes, a pesar de que el mercado de capitales ha adquirido dinámica propia, es válido afirmar que el sistema financiero colombiano, en su conjunto, ha mostrado tener la capacidad para responder ante la variada gama de necesidades que demanda el país, por lo que a

¹ Discurso pronunciado por la Presidenta de Asobancaria, María Mercedes Cuéllar, en la instalación del XXIV Simposio del Mercado de Capitales, llevado a cabo en Medellín los días 3 y 4 de mayo de 2012.

primera vista no existen razones de fondo que justifiquen el cambio de su estructura, pese a la limitada profundidad del sistema, producto en gran medida de la regulación prudencial, tradicionalmente vigente en Colombia, que ha restringido su capacidad de asumir riesgos y, por ende, de innovar.

Algunos indicadores del Reporte de Desarrollo Financiero del Foro Económico Mundial (FEM), relativos al grado de desarrollo del mercado financiero colombiano, ponen en evidencia los planteamientos señalados. Para 2011, este Reporte ubica al país en la posición 45 entre 60 países de la muestra, habiéndose mejorado ligeramente esa posición frente al indicativo del año anterior.

No obstante esa ligera mejoría, los niveles en que se ubica al país en el contexto internacional no dejan de ser inquietantes: el 75% de los países involucrados en el reporte tiene un sistema financiero más desarrollado que el nuestro. En América Latina, la posición de Colombia está por debajo de la de Brasil, Chile, Panamá, Perú y México, y solo está mejor que la de Argentina y Venezuela. Otros países de América Latina no están contemplados dentro de la muestra de 60 países que analiza el indicador del FEM.

Al desagregar este indicador en sus tres grandes componentes, que, a su vez, agrupan siete pilares, se concluye que el país está bien posicionado en algunos de ellos y que en otros está mal. Entre los aspectos positivos a destacar está el pilar de estabilidad financiera, que mide el riesgo de crisis bancarias sistémicas, cambiarias y de deuda soberana, en el que Colombia ocupa un honroso puesto 26, señalando que el sector financiero ha estado contribuyendo de manera eficiente a la estabilidad económica. Este es un mensaje sobre el cual quiero poner énfasis, por cuanto se fundamenta en la solidez del sistema financiero, la cuidadosa expansión crediticia, la profundización de la bancarización y de la competencia, y el profesionalismo con que el sector ha venido acompañando una de las mejores décadas de la historia económica del país, en medio de un ambiente tormentoso en el ámbito internacional.

En contraste con esos buenos resultados, que reflejan la prudencia y fortaleza de las instituciones financieras y de aquellas encargadas de su vigilancia, el país resulta mal posicionado en la categoría de intermediación financiera, que evalúa el desempeño de los intermediarios financieros en tres frentes: servicios financieros bancarios, servicios financieros no bancarios (esto es ofertas públicas de acciones, fusiones y adquisiciones, seguros y titularizaciones) y mercados financieros (esto es la negociación de acciones, bonos, divisas y derivados). La peor posición la registra el pilar de mercados financieros, donde se obtiene el lugar número 54, seguida por el de servicios financieros bancarios, que mide el tamaño, la eficiencia y la divulgación de información de los bancos, donde el país ocupa el puesto 51.

Esta última posición resulta paradójica frente al puesto 40 que ocupan los servicios financieros no bancarios. Parte de la explicación a esa aparente paradoja está en que la calificación de la banca colombiana, medida en términos absolutos, en un rango que

oscila entre un mínimo de 1 y un máximo de 7, es de 2.77, en tanto que la de los servicios financieros no bancarios es de 1.88, señalando la mejor calificación de los primeros frente a los segundos. No obstante, en términos relativos, es decir, frente al desarrollo sectorial de otros países, la situación luce diferente. Esto indica que, en Colombia, si bien los servicios financieros bancarios están más desarrollados que los no bancarios, este mayor desarrollo, en términos relativos, resulta menor que el del resto de países incluidos en el Reporte.

Los preocupantes resultados en los indicadores del FEM tan solo reflejan el reducido tamaño de nuestros mercados. Entre la última década del siglo XX y la primera del XXI, en promedio, el mercado financiero colombiano, incluyendo la cartera bancaria, los bonos en circulación y la capitalización accionaria, registró un crecimiento significativo, al pasar del 61 al 81% del PIB, lo cual, sin duda, es una evolución favorable. No obstante al comprar esta última cifra a nivel internacional, las diferencias son enormes. Para América Latina, la profundidad promedio de los mercados financieros era del 125% del PIB en la primera década del siglo, y para los países desarrollados esta cifra llegaba hasta el 300% del PIB.

Buena parte del dinamismo del mercado financiero proviene de las nuevas alternativas de inversión ofrecidas por entidades como los fondos de pensiones y las fiduciarias. Entre 2007 y 2011, las inversiones de los fondos de pensiones pasaron del 13.8 al 19.1% del PIB, y las de las fiduciarias del 16 al 18.6% del PIB. Sumando las inversiones de todo el espectro de entidades financieras, incluidos los bancos, se obtiene una cifra próxima al 60% del PIB, que contrasta con la existente para la cartera, que es del 31%.

Ese marco de referencia probablemente sirvió para que el año pasado las autoridades económicas anunciaran la intención de diseñar una “hoja de ruta” para el sector financiero, con dos agendas principales: la de la inclusión financiera, y la de la promoción del mercado de capitales. Será interesante oír de parte de dichas autoridades cómo se ha avanzado en ambos frentes, porque, para decir la verdad, tenemos más claro cómo van progresando en el gobierno las ideas sobre inclusión financiera que sobre promoción del mercado de capitales.

La mayor inclusión financiera es algo en lo que la banca colombiana viene empeñada, con éxito, desde hace cuatro o cinco años. La vinculación de más hogares al sistema crediticio, apoyando la expansión de la clase media, ha permitido que ellos alcancen un mayor nivel de consumo y que un gran número de familias hubiese podido vincularse o fortalecer sus lazos con la economía de mercado. Esta senda de desarrollo se estará complementando con el proyecto de ley en que viene trabajando el gobierno, que pone énfasis en el aumento de la transaccionalidad financiera —esto es giros, pagos y transferencias—, mediante la autorización de una nueva licencia financiera para aquellas entidades no bancarias que tengan como propósito emitir depósitos electrónicos. Con ello se pretende introducirle competencia a la banca en este frente.

Pero los logros alcanzados con la inclusión financiera no han sido los únicos del sistema bancario. Es así como una buena parte de la expansión de la cartera de la banca se debe al crecimiento de la comercial y, por lo tanto, ha estado estrechamente ligada a la significativa dinámica que ha tenido la inversión productiva en los años recientes, que viene reflejándose en el crecimiento de la economía, y en que el país hubiese estado mejor posicionado frente a la crisis financiera internacional que los países vecinos.

Hacia adelante existen diversas opiniones respecto a si Colombia está o no “blindada” frente a un choque externo, como también las hay respecto de si estamos o no ante una burbuja crediticia y de precios de los activos. Previendo problemas en esos frentes el gobierno ha actuado sobre diversas variables. En particular, sobre los requerimientos de liquidez, y se viene anunciando la exigencia de un capital de mayor calidad. Frente al crecimiento del crédito y la burbuja en el precio de los activos, algunos codirectores del Banco de la República inclusive no descartan la posibilidad de utilizar los encajes como mecanismo para contener el crédito.

En particular, frente a esta última disyuntiva considero que existen razones de peso para extender al país un parte de tranquilidad. La profundización financiera, o la razón crédito sobre PIB, que es del 32% en la actualidad, no solo es baja frente a otros países de la región, sino que también está siete puntos porcentuales del PIB por debajo de lo que le correspondería al país con base en diversas variables estructurales, como son el PIB per cápita, las tasas de interés y la inflación, señalando que lo que algunos consideran como una burbuja de crédito en realidad corresponde a la recuperación del atraso estructural que tenemos.

Pero, al lado de las medidas de carácter prudencial que se han venido expidiendo, o que están próximas a expedirse, están otras que, a pesar de su bondad aparente, no contribuyen propiamente a la innovación, ni a la inclusión financiera, ni a la prestación de servicios más eficientes por parte del sistema bancario. Al respecto, cabe destacar la introducción de controles a las tarifas que la banca cobra por los servicios que presta, y la reciente reducción de la tasa máxima de interés permitida en la colocación de cartera hipotecaria, que no solo afecta la colocación futura de créditos, sino que reprecia la totalidad de la cartera. Adicionalmente, en el Congreso parece que se están reviviendo ideas largamente enterradas que plantean volver al crédito dirigido, en especial en el tema relativo al microcrédito y de pequeñas empresas; regular la penalización del prepago de créditos; y prohibir el cobro prejurídico de la cartera, entre otras disposiciones que son más propias de una economía intervenida que de una que se pretende desarrollar en un ambiente de mercado.

Este tipo de medidas, al igual que las prudenciales, para cualquier efecto, tienen en común que incrementan los costos de la operación bancaria, con consecuencias negativas sobre la eficiencia global de la economía y sobre la búsqueda de una mayor cobertura nacional del sistema financiero.

En paralelo con estas disposiciones que afectan directamente la banca, aunque algunas de ellas, como se verá, también impactan el mercado de capitales, se han venido expidiendo otras cuya naturaleza está más asociada con el mercado de valores y con el sistema financiero no bancario. No obstante, lo adelantado en este frente ha estado focalizado en la canalización de recursos hacia el mercado, al tiempo que la discusión relativa a la estrechez y simplicidad de las alternativas de inversión continúa postergada. El desarrollo del mercado no se logra simplemente atrayendo recursos; el reto está en conquistar nuevos emisores, de suerte que se logre la función primaria del mercado de capitales, cual es la de irrigar recursos a todos los sectores de la economía.

En este sentido, problemas que de tiempo atrás han venido afectando al mercado de capitales continúan vigentes, sin que su solución esté prevista en la agenda del gobierno. Tal es el caso de la emisión de acciones o de bonos, la cual sigue restringida a entidades cuyo tamaño y estándares de gobierno corporativo superan los típicos en el universo empresarial colombiano. Tampoco se habla de abrir la posibilidad de emitir títulos, por parte de entidades percibidas como riesgosas, para aquellos interesados en obtener mayores retornos. Por otro lado, en el mercado de renta fija, la preponderancia de la deuda pública, derivada en gran medida de la regulación que privilegia este tipo de financiamiento del déficit fiscal, continúa afectando, como lo sugiere ya un amplio conjunto de estudios, el desarrollo de mercados para otras fuentes de financiación. Hoy, por decirlo de alguna manera, el sector financiero financia al Estado, que a su vez financia las obras de infraestructura. Esa vuelta es ineficiente y debe encontrarse la fórmula para que las grandes obras de infraestructura sean financiadas de manera directa.

No obstante esta situación, la colocación de deuda privada de los últimos años ha sido significativa, señalando que el sector empresarial colombiano ha dado un paso de suma importancia, al complementar parte de sus necesidades de financiamiento acudiendo al mercado de bonos. Adicionalmente, cabe destacar que, en estas emisiones, se ha utilizado el IBR, un indicador del costo de la financiación interbancaria de corto plazo, como tasa de interés de referencia, debido a que este indicador refleja de mejor manera la senda de la política monetaria que el DTF, que ha venido perdiendo importancia desde 2007.

La colocación de deuda privada alcanzó cifras significativas en 2009 y 2010, con emisiones cercanas a los 14 billones de pesos, así dichos montos hubiesen caído en 2011, cuando se emitieron títulos de deuda privada por solo 8.8 billones de pesos, 32% menos que en el año anterior. Esta tendencia se acentuó durante el primer trimestre de 2012, con una caída de 62% frente al mismo período de 2011. Este descenso, entre otros factores, es atribuible a la regulación del Sistema de Administración de Riesgo de Liquidez, que obligó a los bancos a mantener el 70% de sus activos líquidos en activos de alta calidad, es decir aquellos que recibe el Banco de la República para operaciones de liquidez. Este desmonte ha afectado los precios de los títulos, el volumen de negociación, la profundidad del mercado y el tamaño de las emisiones, y es un

recordatorio de que las medidas macroprudenciales, por más justificadas que estén, implican un costo sobre el desarrollo de los mercados.

La experiencia alcanzada por los bancos en la colocación de títulos de deuda privada, incluida la titulación de cartera hipotecaria, puede ser muy útil para estructurar otro tipo de financiaciones. Existen sectores de la economía a donde las formas tradicionales de financiación no llegan. A manera de ejemplo, quisiera mencionar tres sectores: la infraestructura física, la vivienda de interés social y prioritario, y la minería, que ilustran los diferentes tipos de retos que se enfrentan.

El caso de la infraestructura parece especialmente retador. Hoy se reconoce que la construcción, por ejemplo de una autopista, por decir algo, es un reto, no solo en materia de ingeniería civil, sino también en materia de ingeniería financiera. Los ingenieros civiles deben aportar los diseños y las obras, pero son los estructuradores de proyectos, los expertos en project finance, quienes deben planear el cierre financiero de la obra.

Aquí existe un amplio espacio para que el sistema financiero trabaje de la mano del gobierno. Es evidente que ni la banca ni el mercado de capitales pueden, por sí solos, asumir los enormes riesgos involucrados en estos proyectos. Adicionalmente si bien, como se anotó, se ha avanzado en la colocación de títulos de largo plazo, su disponibilidad en Colombia es limitada frente a la requerida por esos proyectos, que estarían comprometiendo la capacidad de transformación de plazos que tienen los bancos comerciales. Para que el sistema financiero se vuelque sobre estos proyectos es preciso actuar en varios frentes, en algunos de los cuales se ha venido avanzando. Tal es el caso de la ley relativa a las asociaciones público-privadas (APP), que busca que el capital privado se vincule a la provisión de bienes públicos y de sus servicios relacionados, con transferencia de riesgo entre las partes y mecanismos de pago relacionados con la disponibilidad y el nivel de servicio de la infraestructura o servicio. Para tal efecto, se constituirán patrimonios autónomos, y se podrán comprometer vigencias futuras de la Nación.

Los proyectos que se podrán llevar a cabo mediante estas asociaciones no se limitarán a la infraestructura vial, sino también incluirán los de los sectores de infraestructura social y productiva y sus servicios relacionados. La iniciativa de emprender los proyectos mediante APP podrá ser tanto del sector público como del privado. En el segundo caso, los inversionistas privados podrán estructurar los proyectos asumiendo la totalidad de los costos que involucre esta actividad y presentarlos a las entidades públicas, que podrán pagar esas obras con cargo a vigencias futuras hasta por el tiempo de duración del proyecto. La Ley refuerza la adecuada estructuración de proyectos en cuanto a estudios y análisis de riesgos, e introduce el concepto de pago por disponibilidad y nivel de servicio.

El esquema introducido por la Ley de APP es un paso decisivo en la reducción y dispersión del riesgo, porque permite la participación de la banca de inversión en la

gerencia de los proyectos y la asociación entre los constructores, los operadores y los financiadores.

Sin embargo, se requieren esfuerzos adicionales para garantizar la participación del sector financiero. La financiación de obras de infraestructura por medio de la emisión de bonos es difícil, por los grandes riesgos de construcción y las bajas calificaciones de riesgo. El principal reto está en garantizar el pago de las obligaciones financieras más allá del período de construcción de las obras. Una opción es que los bancos financien con crédito tradicional la fase de construcción de las obras, y que luego los proyectos, cuando ya estén generando flujos de caja positivos, se financien con la colocación de bonos. De esta forma, la banca podría financiar la etapa de construcción, de suerte que, una vez terminada, la deuda adquirida pueda ser, a su vez, colocada en el mercado de capitales, a semejanza de lo que ha venido haciendo exitosamente la banca con la cartera hipotecaria. Este tipo de financiaciones complejas se facilitará con el uso de instrumentos como la constitución de patrimonios autónomos y la asignación de vigencias futuras, contemplados en la Ley, que reducirán el riesgo para los financiadores.

Otro aspecto sobre el cual es preciso trabajar es en facilitar la obtención de ahorro externo para el financiamiento de este tipo de proyectos. Formalmente en la actualidad dicho financiamiento no está restringido, aunque de hecho lo está, al no haberse desarrollado instrumentos de cobertura que permitan diluir el riesgo de abruptos movimientos cambiarios.

De otra parte, está para consideración del público un proyecto de decreto que facilitará sin duda la canalización del ahorro. Dicho decreto busca reformar el régimen regulatorio de lo que se conoce como “carteras colectivas”. Estas en adelante se denominarán fondos de inversión colectiva y mantendrán en esencia su definición, clases y requisitos de aprobación por parte de la Superintendencia Financiera, entre otras características. No obstante, el decreto modifica las actividades propias de la administración de los fondos de inversión —esto es la administración, gestión, custodia y distribución—, dándole la potestad a estos fondos de inversión de elegir si ellos mismos realizan todas las actividades, o si contratan las tres últimas con un externo, especializándose en la administración y las obligaciones que este papel requiere. El proyecto también especifica los requerimientos en materia de revelación de la información y protección del consumidor que deben satisfacer los fondos de inversión.

Existe además otro proyecto de decreto del Ministerio de Hacienda que busca introducir nuevas reglas para el uso de las redes financieras. Con esta iniciativa se está dejando claramente definido que los establecimientos de crédito pueden poner a disposición sus oficinas, empleados y sistemas de información para realizar operaciones como la vinculación de inversionistas a fondos de inversión colectiva; celebración de negocios de fiducia y leasing; recepción de órdenes para la suscripción, compra y venta de valores; y recepción o entrega de recursos correspondiente a la compra y venta de divisas en operaciones de giros, entre otras. Para la Asociación, esta

iniciativa es una aceptación del gran potencial que tiene la banca comercial dentro de la promoción del mercado de capitales.

Para terminar, quiero realizar algunas breves reflexiones sobre dos temas. El primero tiene que ver con el futuro de la regulación y supervisión del mercado de valores. En este frente en los últimos años, el país realizó un experimento de gran interés. Al tiempo que fusionó las Superintendencias Bancaria y de Valores en la Superintendencia Financiera, ordenó la autorregulación obligatoria de los distintos agentes que operan en el mercado financiero. Esta figura constituye un apoyo a la Superintendencia Financiera, quien le delega algunas de sus funciones, sin desprenderse de ellas. En respuesta a ese requerimiento el sector privado creó el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV), para el desarrollo de funciones públicas. No obstante, algunos eventos, conocidos por la opinión pública, hacen necesario replantear la conveniencia de su actual gobierno corporativo. No cabe duda de que, para que el AMV termine siendo un experimento exitoso, es necesario fortalecer su independencia con respecto a sus propios autorregulados, y demostrar la utilidad del arreglo mixto de supervisión y autorregulación, en el que, en cualquier caso, solo deben ser tolerados los más altos estándares de comportamiento de los agentes en los mercados.

El segundo tema sobre el cual quisiera comentar antes de terminar es el eventual efecto de la reforma tributaria sobre el mercado de capitales. En Colombia se ha hablado mucho sobre el sesgo anti-accionario del régimen tributario, que implica que, por razones impositivas, las empresas tienen más incentivos para endeudarse que para emitir acciones. Sería deseable que la reforma no aumentara ese sesgo. La estructura tributaria debería ser neutra a la hora de decidir si una empresa se debe financiar con acciones o con deuda.

Un elemento que parece que contendrá la reforma es la imposición de gravámenes a los dividendos, el cual debe ser sopesado a la luz del argumento de neutralidad tributaria frente a los métodos de financiación empresarial, y también frente al viejo argumento de la doble tributación. Pero al lado de este hecho podría haber otro que sería aún más inconveniente, cual es el que se decidiera gravar las ganancias de capital, resultado de las inversiones en valores. Lo mínimo que se debe esperar es que la nueva estructura tributaria no se convierta en un desestímulo al desarrollo del mercado de valores.

Estimados asistentes a este simposio: Colombia vive un buen momento económico, impulsado por la actividad minera y especialmente petrolera. La situación, sin embargo, impone el reto de administrar los recursos disponibles de manera eficiente. A diferencia del pasado, cuando la escasez de ahorro, tanto interno como externo, era la norma, hoy el país dispone de recursos y atrae capitales. El reto es que el mercado de capitales esté a la altura de las circunstancias, y sepa invertir esos recursos para que verdaderamente contribuyan al crecimiento de largo plazo del país. Las amenazas son que la moneda se revalúe demasiado, que la diversificación productiva se detenga, que el auge económico no beneficie a todos, y que no sea posible sostener el ritmo de

crecimiento una vez el boom petrolero haya pasado. Es verdad que el país atraviesa por un buen momento económico, pero no hay lugar para la complacencia. Quizás nunca como hoy se esperó tanto del mercado de capitales.

Colombia. Principales Indicadores Macroeconómicos

	2008	2009	2010					2011				2012	
			T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3	T4	Proy.	Proy.
PIB Nominal (COP MM)	481.0	508.5	133	137	136	142	548	146.5	152.3	155.4	161.6	615.8	760.7
PIB Nominal (USD B)	214	249	69	71	75	74	286	77.9	85.5	81.1	83.2	317.0	416.4
Crecimiento Real													
PIB real (% Var. Interanual)	3.5	1.7	3.9	4.4	3.0	4.7	4.0	5.0	5.1	7.5	6.1	5.9	4.9
Precios													
Inflación (IPC, % Var. Interanual)	7.7	2.0	1.8	2.3	2.3	3.2	3.2	3.2	3.2	3.7	3.7	3.7	3.5
Inflación básica (% Var. Interanual)	5.9	2.7	2.3	2.3	2.3	2.6	2.6	2.8	3.1	3.0	3.2	3.2	3.2
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	2244	2044	1929	1916	1800	1914	1914	1879	1780	1915	1943	1943	1827
Tipo de cambio (Var. % interanual)	11.4	-8.9	(24.7)	-11.2	-6.4	-6.4	-6.4	-2.5	-7.1	6.4	1.5	1.5	-6.0
Sector Externo													
Cuenta corriente (% del PIB)	-3.2	-2.0	-1.8	-2.0	-4.5	-3.8	-3.1	-2.3	-2.5	-3.5	-3.1	-3.0	-2.4
Cuenta corriente (USD mmM)	-6.8	-5.0	-1.2	-1.4	-3.4	-2.8	-8.9	-1.8	-2.2	-2.8	-2.5	-9.4	-10.0
Balanza comercial (USD mmM)	0.8	2.1	0.9	1.2	-0.4	0.2	2.0	1.2	1.7	0.9	...	...	...
Exportaciones F.O.B. (USD mmM)	37.1	32.6	9.1	10.0	9.7	10.8	39.5	12.5	14.5	14.2	...	...	...
Importaciones F.O.B. (USD mmM)	36.3	30.5	8.1	8.8	10.1	10.5	37.5	11.3	12.7	13.3	...	...	...
Servicios (neto)	-3.1	-2.8	-0.6	-0.8	-0.9	-1.1	-3.5	-0.9	-1.0	-1.0	-1.2	-4.2	-2.4
Renta de los factores	-10.2	-9.3	-2.6	-3.0	-3.2	-3.2	-11.9	-3.2	-4.0	-4.2	-3.7	-15.1	-15.2
Transferencias corrientes (neto)	5.5	4.6	0.9	1.1	1.1	1.3	4.5	1.1	1.1	1.4	1.4	5.0	4.5
Inversión extranjera directa (USD mmM)	10.6	7.1	1.7	1.9	2.1	1.2	6.9	3.4	3.5	3.9	4.2	15.0	16.3
Sector Público (acumulado)													
Bal. primario del Gobierno Central (% del PIB)	0.9	-1.1	...	...	...	...	-1.1	...	...	...	...	-0.7	-0.3
Bal. del Gobierno Central (% del PIB)	-1.3	-4.1	0.1	-0.8	-1.1	-3.8	-3.8	0.6	1.3	0.9	...	-3.6	-3.2
Bal. primario del SPNF (% del PIB)	3.5	0.9	...	...	...	...	-0.1	...	...	...	...	0.1	1.3
Bal. del SPNF (% del PIB)	0.9	-2.4	0.2	0.2	-0.1	-3.1	-3.1	1.2	2.5	2.3	...	-3.1	-1.9
Indicadores de Deuda													
Deuda externa bruta (% del PIB)	19.0	22.7	18.7	19.3	21.4	22.4	22.4	20.6	20.9	21.9	...	21.9	24.2
Pública (% del PIB)	12.0	15.7	12.6	13.1	13.4	13.7	13.7	12.1	12.0	12.6	...	12.6	13.9
Privada (% del PIB)	6.9	7.0	6.0	6.2	8.1	8.7	8.7	8.5	8.9	9.3	...	9.3	10.2
Deuda del Gobierno (% del PIB, Gob. Central)	36.2	37.7	36.3	36.4	35.9	38.4	38.4	36.3	34.2	35.1	...	37.6	37.5

Fuente: PIB y Crecimiento Real – DANE y Banco de la República, proyecciones Asobancaria. Sector Externo – DANE y Banco de la República, proyecciones MHCP. Sector Público y respectivas proyecciones - MHCP. Indicadores de deuda – DANE, Banco de la República, Departamento Nacional de Planeación; proyecciones DNP y MHCP.

Colombia. Estados financieros*

	feb-12 (a)	ene-12	feb-11 (b)	Var real anual entre (a) y (b)
Activo	298,516	294,631	249,780	15.4%
Disponible	19,842	18,364	15,054	27.3%
Inversiones	56,497	57,237	56,872	-4.1%
Cartera Neta	192,383	190,610	155,120	19.8%
Consumo Bruta	57,569	56,702	43,294	28.4%
Comercial Bruta	122,382	121,460	103,803	13.8%
Vivienda Bruta	15,774	15,769	11,492	32.5%
Microcrédito Bruta	5,641	5,582	4,059	34.2%
Provisiones**	8,984	8,902	7,529	15.2%
Consumo	3,576	3,533	2,623	31.7%
Comercial	4,718	4,679	4,373	4.2%
Vivienda	424	427	343	19.3%
Microcrédito	266	263	190	35.2%
Otros	29,794	28,420	22,735	26.5%
Pasivo	256,179	254,308	218,058	13.4%
Depósitos y Exigibilidades	193,481	188,077	160,928	16.1%
Cuentas de Ahorro	100,050	96,661	81,886	18.0%
CDT	54,074	52,475	42,742	22.2%
Cuentas Corrientes	32,938	32,250	30,422	4.6%
Otros	6,419	6,691	5,877	5.5%
Otros pasivos	62,698	66,231	57,130	6.0%
Patrimonio	42,337	40,322	31,722	28.9%
Ganancia/Pérdida del ejercicio	961	440	575	61.3%
Ingresos por intereses	4,062	2,036	2,482	58.0%
Gastos por intereses	1,531	767	902	63.9%
Margen neto de Intereses	2,528	1,267	1,576	54.9%
Ingresos netos diferentes de Intereses	1,395	626	1,057	27.4%
Margen Financiero Bruto	3,923	1,893	2,633	43.9%
Costos Administrativos	1,873	909	1,660	9.0%
Provisiones Netas de Recuperación	456	230	182	141.9%
Margen Operacional	1,594	754	792	94.4%
Indicadores				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	2.80	2.69	2.99	-0.18
Consumo	4.72	4.50	4.72	0.00
Comercial	1.86	1.79	2.11	-0.25
Vivienda	2.61	2.64	3.71	-1.10
Microcrédito	4.36	4.01	4.94	-0.59
Cubrimiento**	162.93	169.76	159.01	3.92
Consumo	131.76	138.44	128.44	3.32
Comercial	207.51	214.87	199.75	7.77
Vivienda	102.86	102.53	80.33	22.53
Microcrédito	108.30	117.50	94.70	13.59
ROA	2.21%	2.16%	2.09%	0.1%
ROE	16.60%	16.32%	16.04%	0.6%
Solvencia	16.10%	15.55%	14.66%	n.d.

1/ Calculado como la diferencia entre ingresos y gastos por intereses menos Prima amortizada de cartera - cuenta PUC 510406

2/ Indicador de calidad de cartera en mora = Cartera Vencida /Cartera Bruta.

*Datos mensuales a febrero de 2012 del sistema bancario. Cifras en miles de millones de pesos. Fuentes y cálculos Asobancaria.

** No se incluyen otras provisiones. El cálculo del cubrimiento tampoco contempla las otras provisiones.