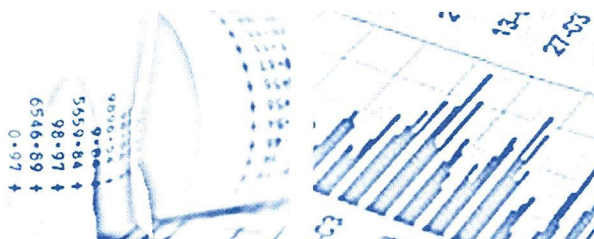
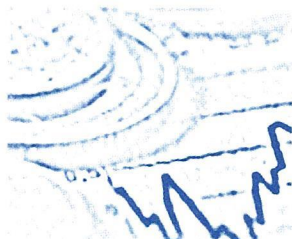
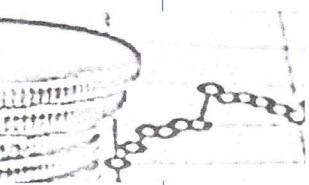


COLOMBIA, CENTRO FINANCIERO  
DE LA REGIÓN.  
¿QUÉ DEBEMOS HACER PARA LOGRARLO?





**PRESIDENTA**

María Mercedes Cuéllar López

**VICEPRESIDENTE ECONÓMICO**

Carlos Alberto Sandoval

**ASESOR ECONÓMICO PRESIDENCIA**

Arturo Galindo

**DIRECTOR DE ESTUDIOS MACROECONÓMICOS**

Álvaro Concha Perdomo

**DIRECTOR DE ESTUDIOS Y REGULACIÓN  
FINANCIERA**

Alexander Campos Osorio

**ECONOMISTAS INVESTIGADORES**

Camila Quevedo

Rodrigo Tejada

David Malagón

**ASESORA DE COMUNICACIONES**

María Constanza Mejía M.

**ASOBANCARIA**

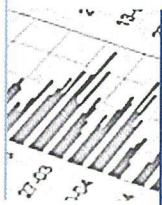
Asociación Bancaria  
y de Entidades Financieras  
de Colombia (Asobancaria)  
Carrera 9ª N°. 74-08 Piso 9º  
Teléfono 326 6600  
Fax 326 6601

[www.asobancaria.com](http://www.asobancaria.com)  
[info@asobancaria.com](mailto:info@asobancaria.com)

ISBN: 978-958-9040-66-9

Bogotá, mayo de 2007

Diseño y armada electrónica  
Formato Comunicación Diseño Ltda.  
[contacto@formatovirtual.com](mailto:contacto@formatovirtual.com)



## CONTENIDO

---

### PRÓLOGO 7

SESIÓN DE INSTALACIÓN	
<b>PROFUNDIDAD FINANCIERA Y REGULACIÓN: ELEMENTOS INDISPENSABLES PARA EL DESARROLLO DE CAPITALES EN COLOMBIA</b>	<b>9</b>
<i>María Mercedes Cuéllar López</i>	

### **1 EL ÉXITO EN LA CONFORMACIÓN DE CENTROS FINANCIEROS REGIONALES: LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL** 15

■ Una visión global del desarrollo de los mercados de capitales en economías emergentes	17
<i>Francis E. Warnock</i>	
■ Singapur como líder entre los centros financieros mundiales: su transformación y el papel proactivo del gobierno	22
<i>Khee Giap Tan</i>	
■ Desarrollo de un centro financiero internacional: la experiencia irlandesa	30
<i>Brendan F. Logue</i>	

### **2 LAS BARRERAS QUE SE DEBEN DERRIBAR** 35

■ Regulación de fondos de pensiones: una propuesta para mejorar el manejo de riesgo y la eficiencia de los portafolios de los fondos de pensiones obligatorias	37
<i>Juan Mario Laserna J.</i>	
■ Desarrollos regulatorios necesarios para profundizar el mercado de capitales en Colombia	44
<i>Juan Pablo Córdoba Garcés</i>	
■ Obstáculos que enfrentan los emisores en materia regulatoria	53
<i>Diego Córdoba Mallarino</i>	
■ Derivados financieros en Colombia: aspectos regulatorios y de mercado, requeridos para su desarrollo	58
<i>Cristina Chang Tang</i>	
■ Aspectos regulatorios y tributarios para el fomento de los <i>holdings</i>	65
<i>Óscar Rivera</i>	

SESIÓN ESPECIAL

**LA POLÍTICA MONETARIA Y EL MERCADO DE CAPITALES**

- Algunas consideraciones 71  
*José Darío Uribe*

**3 EL NUEVO ROL DEL SISTEMA BANCARIO 77**

- Desarrollo del mercado de deuda local en países de la región: la experiencia en México 79  
*Federico Casas*
- La banca en Colombia. ¿Qué se necesita para su desarrollo? 84  
*Jorge Londoño*

SESIÓN ESPECIAL

**LA POLÍTICA GUBERNAMENTAL Y EL MERCADO DE CAPITALES**

- 94  
*Óscar Iván Zuluaga*

**4 CÓMO DERRIBAR LAS BARRERAS AL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES: UN TEMA EN LA AGENDA INTERNA DE COMPETITIVIDAD 107**

- Rol del mercado de capitales en la política de competitividad y desarrollo desde la perspectiva del Estado 109  
*Clemente del Valle*
- El desarrollo de mercados de capitales: una visión desde el régimen del ahorro individual 115  
*Santiago Montenegro*

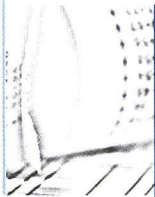
**6 ¿QUÉ SE REQUIERE PARA UN MERCADO DE CAPITALES MÁS PROFUNDO EN COLOMBIA 121**

- Diez requisitos para profundizar el mercado 123  
*Bernardo Vargas*
- Mercado de capitales: aspectos regulatorios y legales para su desarrollo 126  
*Carlos Fradique-Méndez*
- Mercado de capitales en Colombia. Opiniones personales 132  
*Fernando Tenjo Galarza*
- Un par de propuestas para el desarrollo del mercado de capitales en Colombia 136  
*Pedro Nel Ospina*
- Para un mercado de capitales más amplio en Colombia 141  
*Carlos García Orjuela*

SESIÓN DE CLAUSURA

**EL PAPEL DEL REGULADOR EN UN MERCADO DE CAPITALES MÁS COMPETITIVO Y ABIERTO 145**

- *Augusto Acosta*



## PRÓLOGO

MARÍA MERCEDES CUÉLLAR LÓPEZ

**E**l *Simpósio de Mercado de Capitales* es uno de los más prestigiosos espacios de discusión técnica sobre los temas económicos coyunturales y la dinámica del mercado de capitales en Colombia. En 2007, una vez más, el Banco de la República, la Bolsa de Valores de Colombia, Fedesarrollo y la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia, Asobancaria, unimos esfuerzos para realizar este evento, durante los días 10 y 11 de mayo en la ciudad de Medellín. Estas memorias recogen los discursos, ponencias y comentarios presentados durante el evento.

En esta ocasión, la convocatoria se hizo sobre un interrogante en particular: ¿qué necesita nuestro país para convertirse en un centro financiero en Latinoamérica?. Para contestarlo se analizaron las experiencias internacionales en la conformación de centros financieros en Singapur e Irlanda.

A nuestro juicio la principal conclusión del simposio fue que consolidar un centro financiero y desarrollar con mayor profundidad el mercado de capitales, no sólo requiere de un entorno macroeconómico estable sino de una decisión gubernamental. Es decir hay que dar un paso más. Es indispensable un marco legal propicio que estimule el diseño de nuevos productos financieros por parte de todos los actores del mercado. Además, es necesario eliminar o al menos reducir las barreras de entrada a los mercados financiero. En muchos casos la existencia de incentivos tributarios tanto a los inversionistas como a los emisores ha sido fundamental para facilitar su acceso al mercado de capitales.

Un ejemplo muy cercano y exitoso es Panamá que, desde 1970 y luego de superar barreras normativas y aprovechar ventajas como el canal, su zona de libre comercio y sus sistemas de transporte y comunicaciones logró convertirse en un centro financiero internacional. Esto se ha traducido en un crecimiento económico sostenido que en 2007 alcanzó 11.2%, el más alto de América Latina, lo que a su vez ha reportado un mayor bienestar para la sociedad que hoy registra un desempleo cercano al 6% después de afrontar en 2004 una tasa superior al 13%.

Si bien en Colombia se han logrado avances que le permitirán potenciar su mercado de capitales, como la expedición de la Ley del Mercado de Valores (Ley 964 de 2005), y la

unificación de las Superintendencias Bancaria y de Valores, la mayoría de los analistas del simposio consideraron indispensable seguir profundizando en temas como la protección de los derechos de los acreedores, la revisión del régimen de inversión de los portafolios de los inversionistas institucionales, la utilización de derivados como coberturas de riesgo, y el estímulo para la introducción de nuevos productos.

Se ratificó que la profundidad crediticia y de los mercados de capitales es central para garantizar el crecimiento económico. Los sistemas financieros profundos facilitan la intermediación del ahorro, tanto interno como externo, hacia actividades productivas y rentables. Usualmente no es posible adelantar proyectos de inversión cruciales, en particular de carácter privado, sin acceso a mercados financieros desarrollados. En el caso específico de Colombia, las metas del año 2019 y el Plan Nacional de Desarrollo le otorgan un papel central a la participación del sector privado en la inversión. Para lograrla es indispensable que exista financiación tanto bancaria como del mercado de capitales.

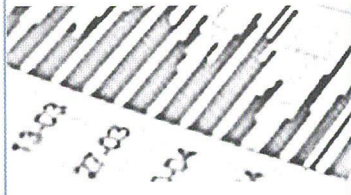
Colombia es un país privilegiado, ya que su localización geográfica lo convierte en una puerta de entrada a Suramérica. Pero no hemos aprovechado del todo esa circunstancia, y por ello resulta de gran importancia avanzar en la ejecución de una agenda concreta para convertirnos, en un futuro no lejano, en un centro financiero regional. La internacionalización del mercado requiere de la adopción de estándares de revelación de información y protección a inversionistas consistentes con prácticas internacionales, la innovación y sofisticación en materia de oferta y demanda de instrumentos financieros, y el desarrollo del mercado de derivados. En este último punto, es fundamental revisar aspectos legales relativos a compensación de operaciones, restricciones en relación con derivados internacionales y funcionamiento y estructura del mercado local incluyendo la consolidación de un contrato marco de derivados OTC.

Existen también varios aspectos de la regulación del mercado de valores y de derivados financieros que podrían mejorarse para facilitar la profundización del mercado como eliminar o reducir las restricciones para emisiones internacionales y revisar la regulación de ofertas privadas de valores.

Desde el punto de vista de los inversionistas, hay que trabajar en temas tales como la revisión del portafolio de inversionistas institucionales, evaluar las normas sobre derivados y apalancamiento para FICEs y la reglamentación para las carteras colectivas, así como las que restringen la financiación de adquisiciones.

Adicionalmente habría que eliminar las normas que determinan los depósitos al endeudamiento externo y a las inversiones de portafolio y, en general, es necesario modificar los aspectos tributarios y cambiarios relacionados con el impuesto de renta en derivados financieros internacionales, los derivados de crédito y de equities, así como los canales para ciertas operaciones cambiarias.

Sugerimos que las lecciones del Simposio de Mercado de Capitales, así como las iniciativas que desde la academia y los gremios se vienen proponiendo, se recojan en una gran agenda de trabajo público-privada para los próximos años, de tal manera que las futuras ediciones de dicho evento las dediquemos a revisar los avances logrados y a capitalizar en hechos concretos las enseñanzas del pasado.



## UNA VISIÓN GLOBAL DEL DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE CAPITALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES

FRANCIS E. WARNOCK  
DARDEN BUSINESS SCHOOL  
UNIVERSIDAD DE VIRGINIA

**H**ay diferencias importantes en la composición del mercado de bonos a nivel mundial. Mientras que en el mundo desarrollado estos mercados, en especial los de deuda corporativa, son profundos, en el mundo emergente son casi incipientes (cuadro 1). En el año 2001, en los países desarrollados de la zona Euro, Japón, el Reino Unido y los Estados Unidos, el mercado de bonos alcanzó 29 billones de dólares, mientras que en los países emergentes de Asia y América Latina, llegó sólo a 2. En América Latina el mercado era tan sólo de 544 mil millones de dólares. Igualmente, los países desarrollados se caracterizan por tener mercados de bonos en su propia moneda, mientras

que los emergentes, en particular los de América Latina, han tenido que desarrollar sus mercados locales en monedas internacionales que gozan de mayor credibilidad.

Si bien una línea importante de la literatura señala que el tamaño de las economías es el principal factor determinante de la profundidad del mercado de bonos, estudios más detallados señalan que no necesariamente es así. De hecho un análisis de regresión utilizando datos de la profundidad de los mercados a lo largo y ancho del mundo muestra que factores macroeconómicos como el nivel promedio de la inflación y su varianza son

■ CUADRO 1

MERCADO DE BONOS EN EL MUNDO  
(2001)

	Total	Local Currency		
	(\$ billions)	(\$ billions)	(% of GDP)	(% of country's total)
<b>Developed</b>	<b>28.973</b>	<b>27,047</b>	<b>114</b>	93
Euro Area	6.840	6.055	99	89
Japan	4.825	4.760	114	99
UK	1.313	973	68	74
US	14.396	14.107	138	98
<b>Emerging</b>	<b>2.156</b>	<b>1.676</b>	<b>30</b>	78
LA	544	262	15	48
Asia	1.198	1.087	39	91
<b>World</b>	<b>31.129</b>	<b>28.723</b>	<b>98</b>	92

FUENTE: Burger y Warnock (IMFSP 2006) utilizando datos del BIS, cuadros 14B (bonos domésticos) y 16A (bonos internacionales).

determinantes significativos de la profundidad del mercado de bonos corporativos. Igualmente el entorno legal, medido a través del imperio de las leyes, también aparece consistentemente como un determinante fundamental. En estos ejercicios de regresión el tamaño de la economía pierde su importancia predictiva, cuando se controla por el ambiente institucional y la estabilidad macroeconómica (cuadro 2).

En el caso de los países asiáticos la importancia de la estabilidad macroeconómica es notoria. Países como Corea del Sur, Malasia, Hong Kong, Singapur o Tailandia, que se caracterizan por tener tasas de inflación sostenidamente menores al 5%, tienen

mercados significativamente más profundos que países que toleran mayores tasas de inflación como Filipinas, Indonesia o Vietnam. Sin embargo, éste no es el único factor determinante de la profundidad de los mercados de bonos corporativos en Asia. Como se muestra en el cuadro 3, los países son muy heterogéneos en cuanto al desarrollo de los mercados de bonos privados, pasando de mercados muy profundos, como el de Corea del Sur o Malasia (60% y 55% del PIB, respectivamente) a países con mercados incipientes como Vietnam o Filipinas (0,8% y 0,3% del PIB, respectivamente). En muchos países se viene dando un crecimiento notable del mercado de bonos corporativos. De nuevo Corea del Sur y Malasia son los casos más representativos, en los cuales entre 1997 y 2006, el mercado de deuda privada creció en 16 y 15 puntos del PIB, respectivamente. En países como Filipinas, Vietnam e Indonesia no sólo el mercado es incipiente, sino que su crecimiento desde 1997 ha sido prácticamente nulo.

En cuanto a liquidez, los mercados de bonos asiáticos no son particularmente distintos a los del resto del mundo. En general los mercados de bonos corporativos no son líquidos. La razón entre el volumen de bonos transados como porcentaje del stock es significativamente más bajo en los bonos privados que en los públicos. Para los países asiáticos este indicador no supera el valor de 0,85

■ CUADRO 2

DETERMINANTES DEL TAMAÑO DEL MERCADO DE BONOS CORPORATIVOS

Varianza de la inflación	-1.596 ***	
Varianza de la inflación (CBI, FB, FB*EME)		-1.108 *
Imperio de la Ley	0.066 ***	0.061 ***
Balance Fiscal	-0.001	
Tamaño del país	0.037	0.035

**FUENTE:** Burger y Warnock (IMFSP 2006). N=42. R<sup>2</sup>≈0.25. Los datos del mercado de bonos son de 2001. La varianza de la inflación y el balance fiscal se calculan sobre periodos de 10 y 20 años, respectivamente.

■ CUADRO 3

MERCADOS DE BONOS EN ASIA

	Bonos públicos	Bonos privados de emisores financieros	Bonos privados de emisores corporativos	Cambio en bonos de emisores corporativos
	2006	2006	2006	1997-2006
Corea del Sur	52	31	29	+16
Malasia	38	20	35	+15
Hong Kong	10	21	4	+2
Singapur	43	19	4	+1
Tailandia	34	1	16	+11
China	31	12	3	+3
Indonesia	19	1	1	+0
Vietnam	8			
Filipinas	38	0	0	+0

**NOTA:** Los datos se expresan como porcentaje del PIB y son de septiembre de 2006 y diciembre de 1997.



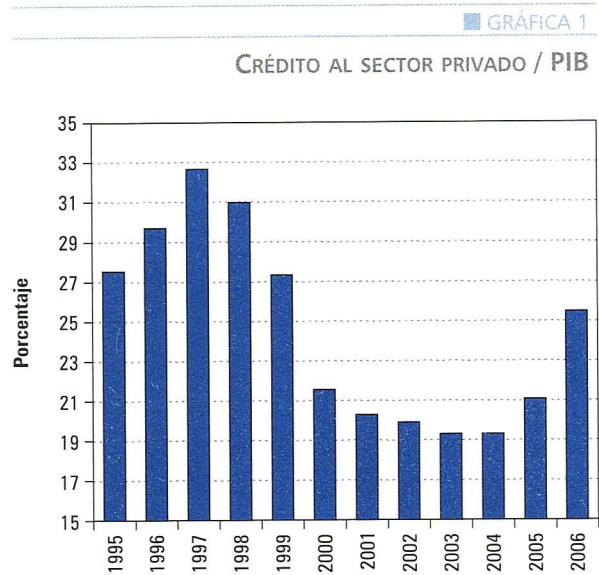
SESIÓN DE INSTALACIÓN  
**PROFUNDIDAD FINANCIERA Y REGULACIÓN:  
ELEMENTOS INDISPENSABLES PARA EL DESARROLLO  
DE MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA**

MARÍA MERCEDES CUÉLLAR LÓPEZ  
PRESIDENTA DE ASOBANCARIA

**M**edellín, que por tradición se ha convertido en el escenario natural para este evento, nos ha abierto de nuevo sus puertas con la generosidad de siempre. Será un gusto visitar esta cálida ciudad que ha progresado de una manera sorprendente en los últimos años y que hoy muestra con orgullo indicadores positivos de reducción de la violencia y de la pobreza. Sin duda es resultado de una acción conjunta de buenos gobiernos y de un sector privado abierto y competitivo consciente de su responsabilidad social.

Nos reuniremos aquí para discutir cómo fortalecer los mercados financieros en Colombia. La pregunta de fondo es cómo podemos lograr un mercado lo suficientemente profundo que nos permita constituirnos en un centro financiero regional o global.

La respuesta deberá empezar por analizar de dónde estamos partiendo. Durante los últimos meses, Colombia ha tenido una recuperación importante de los mercados financieros, después de la crisis de finales del siglo pasado y principios de éste. El crédito al sector privado como proporción del PIB, por ejemplo, cayó a porcentajes cercanos al 19%. Hoy volvemos a estar en niveles parecidos a los inmediatamente anteriores a la crisis (gráfica-1). Al mismo tiempo, con la recuperación de los mercados de crédito, se han venido fortaleciendo también los mercados de capitales privados. El valor de las acciones transadas en bolsa, como

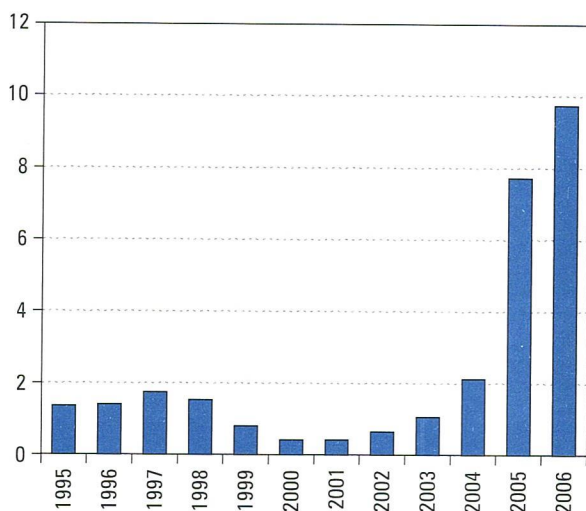


porcentaje del PIB, ha pasado de niveles inferiores al 2% durante más de 10 años, a cerca de 10% del PIB en la actualidad (gráfica 2). Por su parte, los mercados de bonos privados han crecido. En el año 2000 la proporción de bonos emitidos por el sector corporativo apenas ascendía a 0,25% del PIB. Hoy rondan 2% del PIB (gráfica 3).

A pesar de la recuperación del crédito y el fortalecimiento de los mercados de capitales la profundidad financiera es muy reducida. El crédito aún es escaso (gráfica 4). Es bajo en comparación con posibles competidores en el Este asiático y

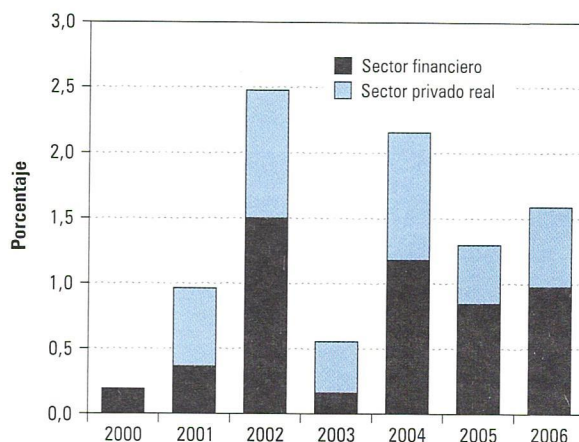
GRÁFICA 2

VALOR DE LAS ACCIONES TRANSADAS / PIB



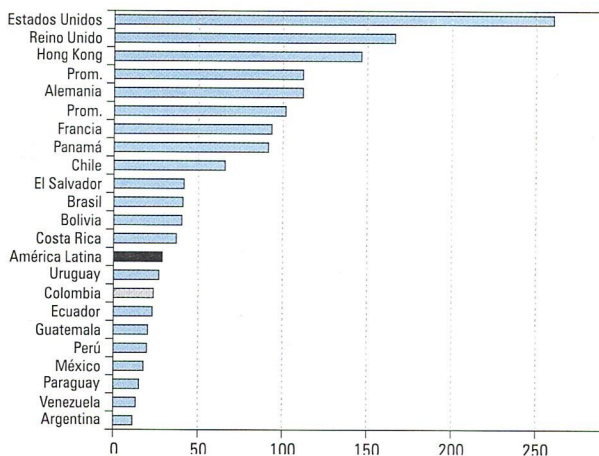
GRÁFICA 3

BONOS PRIVADOS / PIB



GRÁFICA 4

CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO / PIB



más todavía en comparación con otros países de América Latina. Lo mismo sucede en cuanto a la profundidad de los mercados de capitales. El valor de las acciones transadas sobre PIB y el de bonos privados con respecto al PIB (gráficas 5 y 6) es minúsculo al lado de otros competidores y de otros países de América Latina.

¿Por qué es importante la profundidad financiera? La profundidad crediticia y de los mercados de capitales es central para garantizar el crecimiento

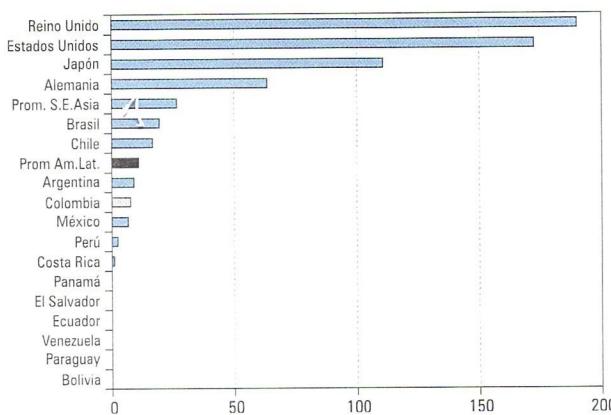
económico. Los sistemas financieros profundos facilitan la intermediación del ahorro, tanto interno como externo, hacia actividades productivas y rentables. Es muy difícil llevar a cabo proyectos de inversión cruciales, en particular de carácter privado, sin acceso a mercados financieros desarrollados. En el caso específico de Colombia, las metas del año 2019 y el Plan Nacional de Desarrollo le otorgan un papel central a la participación del sector privado en la inversión. Para lograrlas es indispensable que exista financiación tanto bancaria como del mercado de capitales.

¿Cómo lograr mayor profundidad financiera? Por una parte, mediante una agenda de política que se enfoque de manera conjunta en todo el sistema financiero. Por otra, a través de políticas orientadas al fortalecimiento de algunos mercados específicos. Los mercados de capitales requieren de políticas públicas que permitan su crecimiento. Comúnmente se cree que los mercados financieros crecen y se profundizan de manera espontánea, pero eso no es así, al menos en países en desarrollo. Debemos ser conscientes de que sin políticas públicas concretas y con los sesgos actuales de la regulación no es posible avanzar hacia el fortalecimiento de los mercados de capitales en nuestro país.

Un trabajo reciente del BID muestra que hay una correlación muy fuerte entre el desarrollo de los

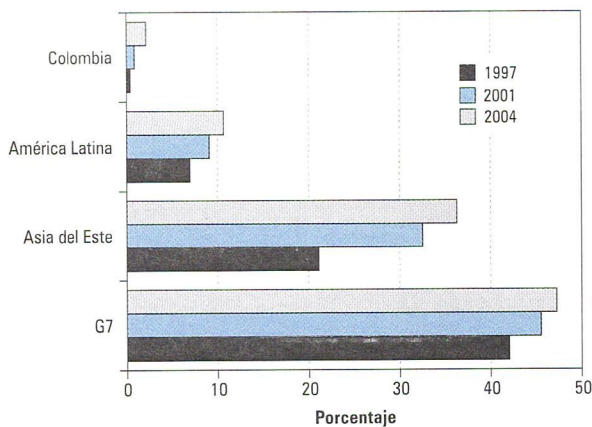
GRÁFICA 5

## VALOR DE LAS ACCIONES TRANSADAS / PIB



GRÁFICA 6

## BONOS PRIVADOS / PIB



mercados de crédito y los de capitales. Hasta hace unos 10 años se consideraba que los mercados de crédito bancario eran sustitutos de los de capitales. Hoy en día esta visión ha cambiado y cada vez se hace más evidente que los mercados operan de manera conjunta y complementaria. Esa relación se hace más estrecha en la medida en que mejoran las técnicas de manejo de riesgos crediticios en el otorgamiento de créditos y se desarrollan nuevos mecanismos para titularizarlos. Igualmente si el mercado de capitales funciona como un amortiguador para las firmas, en caso de que haya corridas contra la moneda que afectan en primer término a los bancos.

Dada la importancia del desarrollo conjunto de los mercados, es imperante el diseño de políticas orientadas hacia el fortalecimiento del marco de operación de ambos mercados. Un ejemplo de estas políticas son aquellas destinadas a crear un marco institucional sólido que garantice el cumplimiento de las obligaciones y derechos en los contratos financieros. Repetidamente se ha hablado en este foro y en otros similares de la importancia de fortalecer los derechos de los acreedores en Colombia para el desarrollo del mercado de crédito. Hacemos énfasis en esta necesidad no sólo pensando en el mercado de crédito, sino también en la profundización de los mercados de capitales, en especial el de bonos corporativos privados. En la medida en que se reduzca la incertidumbre sobre el retorno de los bonos asociado a la posibilidad de bancarrota aumenta el interés de asumir el riesgo.

En la actualidad en el Ministerio de Hacienda se está trabajando en una reforma al régimen de ejecución de garantías que seguramente se presentará al Congreso de la República el próximo semestre, y que complementará la reforma de la ley de bancarrota que se aprobó a finales del año 2006. El tema de las garantías en general es central para fomentar la profundidad financiera. Si bien es políticamente complejo, esperamos que el Ministerio de Hacienda lo mantenga como una prioridad en su agenda durante las próximas legislaturas.

Es claro que un marco institucional sólido es un pilar fundamental para fomentar el desarrollo de los mercados financieros. De igual manera un entorno macroeconómico estable, predecible y creíble, también es vital para lograr ese mismo objetivo.

En los últimos años, Colombia ha avanzado de manera importante en consolidar la estabilidad macroeconómica. La deuda pública como porcentaje del PIB ha disminuido, la situación fiscal es significativamente más sólida que a comienzos de la década, y las tasas de interés han alcanzado niveles históricamente bajos. En respuesta, los flujos de capitales hacia el país han sido abundantes, lo que ha llevado a un fortalecimiento generalizado de los activos colombianos. La gráfica 7 muestra la evolución del precio de varios activos colombianos. En ella se ve la importante caída en la tasa de los

TES, la subida en la valoración de las acciones, y la apreciación del peso. Todo esto es señal de fortalecimiento de la confianza en la economía.

GRÁFICA 7

PRECIO DE ACTIVOS EN COLOMBIA



La inflación ha permanecido durante varios años en niveles de un dígito, lo cual es un logro importante con respecto a lo vivido desde mediados de los años setenta.

Sin embargo, y a pesar de todas estas señales de fortaleza y estabilidad, estamos pasando por un momento muy difícil desde una perspectiva macroeconómica. En la actualidad hay una gran preocupación por el comportamiento de la inflación y de la tasa de cambio y en particular del accionar de las autoridades económicas en ambos frentes. Las señales de la autoridad monetaria comenzaron siendo confusas al utilizar sus instrumentos de política para afectar simultáneamente la tasa de cambio y la inflación. Por una parte, haciendo esfuerzos por contraer la liquidez mediante alzas en las tasas de intervención, y por el otro inyectando liquidez para tratar de frenar la apreciación de la tasa de cambio. Nuestra inquietud es que el círculo vicioso de expandir la liquidez para luego contraerla, no sólo genera especulación cambiaria, sino que deja a la economía con tasas de interés muy elevadas.

A comienzos de esta semana, el Banco de la República adoptó medidas más agresivas para atacar

el brote inflacionario y la apreciación del peso. El encaje marginal sobre los depósitos seguramente fortalecerá el mecanismo de transmisión de la política monetaria, llevando a un encarecimiento y a una disminución en el ritmo de crecimiento del crédito. Por otra parte, la medida del depósito de 40% al endeudamiento externo lo encarecerá y disminuirá la demanda de dólares. Creemos que ambas medidas lograrán el objetivo para el cual fueron diseñadas. Nuestro deseo es que así sea, y que ojalá suceda rápidamente, de tal manera que las autoridades puedan desmontarlas en un futuro próximo.

Consideramos oportuno solicitar a las autoridades económicas, que tengan cautela a la hora de implementar políticas adicionales que presionen aún más las tasas de interés al alza. En la actualidad se discuten proyectos de provisiones que llevarían a su incremento y a través de ello al de las tasas activas. En este momento, dada la presión al alza de tasas producto de la combinación de las subidas en las tasas de intervención y de los encajes, puede ser prudente esperar a que alcancen su nuevo nivel de equilibrio. Una vez conocido éste se podrán evaluar las consecuencias de las medidas sobre la profundización financiera y sobre la bancarización.

Volviendo a las medidas del Banco de la República, nos preocupa la política anunciada de limitar el apalancamiento para operaciones derivadas. El mercado de derivados en Colombia es poco profundo. Venía desarrollándose de manera importante recientemente, en beneficio de un gran número de agentes involucrados tanto en operaciones de comercio exterior como en actividades financieras, y esta medida podría estancar su desarrollo posterior. Su impacto sobre el mercado de derivados está por verse y con seguridad será un tema de discusión en este simposio. Sin embargo, quisiera resaltar que para nosotros no es claro que con esta política se logre reducir la presión de los flujos de capitales sobre la tasa de cambio, toda vez que en el neto podría desincentivar las operaciones de cobertura.

En medio de las preocupaciones macroeconómicas coyunturales es necesario mirar más allá de la turbulencia y tratar de identificar qué se necesita para lograr mercados financieros verdaderamente

profundos. Creemos que la agenda de política debe ir más allá de intervenciones generales al ambiente institucional y del fortalecimiento de la macroeconomía. En el frente microeconómico aún quedan temas muy importantes por desarrollar. Antes de mencionar algunos de ellos vale la pena recapitular los esfuerzos que se han llevado a cabo recientemente para fortalecer los mercados financieros. De hecho, la agenda de reformas recientes en este campo ha sido extensa.

En el año 2003 se hizo una importante reforma al estatuto del sistema financiero (Ley 795 de 2003) y posteriormente se aprobó la Ley de Valores (Ley 964 de 2005). El año pasado se presentó en el Congreso y se aprobó en el Senado (tanto en la Comisión Primera como en la Plenaria) el proyecto de Ley de Habeas Data, que hoy se discute en la Cámara de Representantes. Vale la pena anotar que ya se aprobó en la Comisión Primera de la Cámara y sólo resta un debate en la Plenaria. Igualmente se aprobaron decretos para el funcionamiento de la banca de las oportunidades y de los corresponsales no bancarios, entre otros.

También se llevaron a cabo drásticos cambios a la arquitectura del sistema financiero como la fusión de las superintendencias y de las bolsas de valores, así como importantes desarrollos en los sistemas de negociación y en los depósitos centralizados, entre otros aspectos.

A pesar de estos logros, aún hay un camino grande por recorrer. En este foro se discutirán muchos de los temas que es necesario afrontar para poder profundizar el mercado de capitales. Entre algunos de estos se resaltaré seguramente la importancia de flexibilizar el régimen de inversiones de los inversionistas institucionales. Este tema es recurrente en foros de esta naturaleza, pero dado que a pesar de la insistencia aún no hay cambios que permitan canalizar grandes volúmenes de ahorro privado hacia la inversión privada, es necesario continuar enfatizando su importancia hasta el cansancio. Hay que diseñar mecanismos para permitir que los inversionistas institucionales compren títulos de emisores con calificaciones distintas al grado de inversión e igualmente autorizar que se puedan negociar estos títulos por fuera de los sistemas

transaccionales (en esto último se ha logrado un avance importante).

También es necesario desarrollar indicadores adecuados del costo del fondeo para fomentar la creación de instrumentos del mercado de capitales. Una queja constante, tanto del sector bancario como de los operadores de los mercados de capitales, es que la ausencia de indicadores del costo actual de los fondos, dificulta la elaboración de estrategias e instrumentos de fondeo privado. En la actualidad las autoridades y la industria se encuentran trabajando en este indicador.

Igualmente, la consolidación de las curvas de referencia a partir de la deuda pública es importante para facilitar la negociación y valoración de los bonos privados. En este tema el Ministerio de Hacienda ha sido un apoyo constante para la industria. De nuevo, este es un asunto que esperamos esté en el primer plano de su agenda.

Unas de las principales dificultades que enfrenta en la actualidad el mercado de capitales para su desarrollo, en particular el de bonos privados, son las restricciones que han tenido los intermediarios para operar en los mercados OTC. En Colombia los decretos 2865/2001, 2049/2001 y 343/2007, obligaban a los intermediarios a realizar operaciones exclusivamente a través de los sistemas electrónicos transaccionales, o al menos así era la interpretación que se les daba. Para aumentar la profundidad de los mercados es necesario eliminar estas barreras y desarrollar otro tipo de sistema de registro en línea que garantice la transparencia en el mercado OTC.

El OTC es muy importante para el desarrollo del mercado de capitales por varias razones. Entre otras: permite negociar operaciones de grandes tamaños más fácilmente, en situaciones de estrés facilita a los intermediarios conseguir de manera más expedita las contrapartes para llevar a cabo cualquier operación, y es un medio eficaz para la negociación de títulos poco estandarizados, tales como los derivados, los bonos privados y las operaciones del mercado monetario, ya que por su naturaleza bilateral permite una mayor interacción entre las contrapartes antes de cerrar las operaciones.

La experiencia de varios países emergentes de Asia, que cuentan con mercados significativamente más profundos que el de Colombia en este tema, aporta grandes lecciones. El crecimiento del mercado OTC de forma transparente fue un eje central en el desarrollo de los mercados de bonos privados en estos países. Lo fundamental en esos casos fue establecer plataformas de disseminación oportuna de la información sobre transacciones. Corea, Malasia y Tailandia, entre otros, son ejemplos claros de la importancia de estos mecanismos de registros *ex-post*, para promover la profundidad del mercado.

En los mercados desarrollados se transa por los medios centralizados lo que es eficiente negociar por allí, pero también cuentan con la opción de hacerlo directamente con otra contraparte en títulos ilíquidos, grandes operaciones y deuda privada, de manera que es natural la coexistencia de sistemas transaccionales centralizados y el OTC.

En la actualidad hay un proyecto de decreto del Ministerio de Hacienda sobre este tema. Creemos que la solución propuesta es muy parcial y posiblemente no la mejor, pero confiamos en que mediante el diálogo con las autoridades se pueda llegar a un sistema que funcione para restablecer la dinámica que venía observándose en algunos mercados.

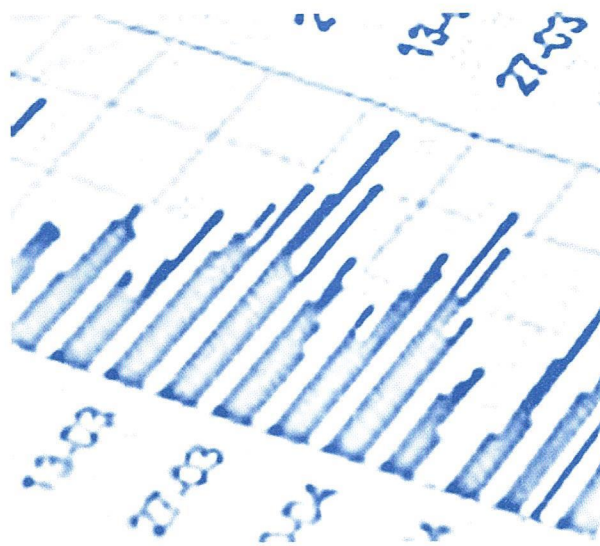
Como pueden ver, la agenda es nutrida. El marco institucional, la agenda de políticas macroeconómicas y la agenda regulatoria con más orientación microeconómica, interactúan para lograr el obje-

tivo de tener mercados financieros profundos y estables en Colombia, y con ello poder cimentar el crecimiento económico en el largo plazo.

En este foro de discusión sobre el desarrollo de los mercados de capitales tenemos el gusto de contar con excelentes expositores, tanto de Colombia como del exterior. La agenda del simposio incluye presentaciones y análisis de la experiencia internacional, en particular de Singapur e Irlanda. Esperamos tener discusiones profundas sobre las barreras técnicas y regulatorias que enfrentan los mercados de capitales en Colombia, desde diferentes perspectivas. Tenemos entre los panelistas reguladores, emisores, intermediarios, es decir, todo tipo de actores de los mercados de capitales. Dedicaremos un buen espacio a la discusión de la influencia de la política monetaria y en general de las políticas macroeconómicas sobre el desarrollo de los mercados de capitales y del papel que desempeñan éstos en el desarrollo económico y en el fortalecimiento de la competitividad. Igualmente analizaremos el papel del sistema bancario en el desarrollo del mercado de capitales, la naturaleza de las interacciones y la manera de fortalecerlas.

Las experiencias, planteamientos y conclusiones de este Simposio serán tenidos en cuenta para la discusión de políticas que promuevan el buen desempeño económico de largo plazo, la estabilidad macroeconómica y el fortalecimiento de nuestro mercado de capitales y sistema financiero.

EL ÉXITO EN LA CONFORMACIÓN DE  
CENTROS FINANCIEROS REGIONALES:  
LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL



para la deuda privada, mientras que en algunos casos alcanza cerca de 70 en el caso de la deuda pública. La liquidez de la deuda privada también es más alta en los países donde el mercado es más profundo, es decir, en Corea del Sur, Malasia y Singapur.

El estudio detallado de las diferentes experiencias asiáticas muestra que los factores que afectan la profundidad y la liquidez de los mercados de bonos corporativos son múltiples. Entre los que afectan la profundidad se destacan la inflación, el déficit fiscal, la competencia de los mercados de bonos con otras fuentes de financiamiento como los bancos o los mercados accionarios, y el mercado de deuda pública. Con respecto a estos dos últimos puntos, vale la pena anotar que no es del todo clara la dirección en que la afecta el mercado de bonos corporativos.

La competencia con el sistema bancario puede tanto estimular como frenar el desarrollo del mercado de bonos. Los bancos al proveer liquidez pueden contribuir a que el mercado sea dinámico, sin embargo, y como sucede en el caso de Filipinas, cuando la propiedad de los bancos está concentrada y hay vínculos fuertes entre los bancos y el gobierno, es posible que ellos mismos, para mantener poder monopólico en el negocio de los préstamos corporativos, limiten iniciativas públicas para desarrollar el mercado de capitales.

En cuanto al desarrollo de la deuda pública, también hay razones por las cuales éste puede afectar el mercado de bonos privados en una u otra dirección. Por un lado, puede limitar su crecimiento en la medida en que puede desplazar recursos de inversión del sector privado al público. Por otro, puede impulsarlo dado que a partir de la deuda pública se pueden crear referencias para valorar la deuda privada y por ende para impulsar su transabilidad.

En cuanto a los factores que afectan la liquidez, se destacan qué tan concentrada está la base de inversionistas, qué tan adecuada es la microestructura del mercado, qué tan transparente sea el mercado, y qué tan ágil es el flujo de información en la economía.

## Los casos de Filipinas, Corea del Sur y Malasia

Por sus características extremas, vale la pena analizar en detalle qué explica la limitada expansión de los mercados de bonos en Filipinas, y la notable dinámica en Corea del Sur y Malasia. A continuación se resaltan algunos elementos clave de cada caso.

### Filipinas

El mercado de deuda corporativa no ha florecido aún en Filipinas (gráfica 1). El país cuenta con un mercado relativamente profundo de bonos públicos que bordea el 40% del PIB, pero no ha podido desarrollar un mercado de bonos privados. Hay varios factores institucionales que no facilitan el surgimiento de este mercado. En primer lugar no hay un ambiente apropiado para la transacción de bonos. El mercado es un mercado OTC, pero carece de transparencia en la medida en que no hay ninguna plataforma en que se reporten transacciones o se listen los bonos disponibles. No se distribuye información de los volúmenes transados, o de la rotación de los bonos, entre otros. Tampoco hay información de mercados secundarios, ni de Repos o derivados.

A lo anterior se suma que no hay mecanismos idóneos para el registro de este tipo de valores. No hay procesos computacionales para hacerlos y muchos de los títulos valores aún se emiten en forma física.

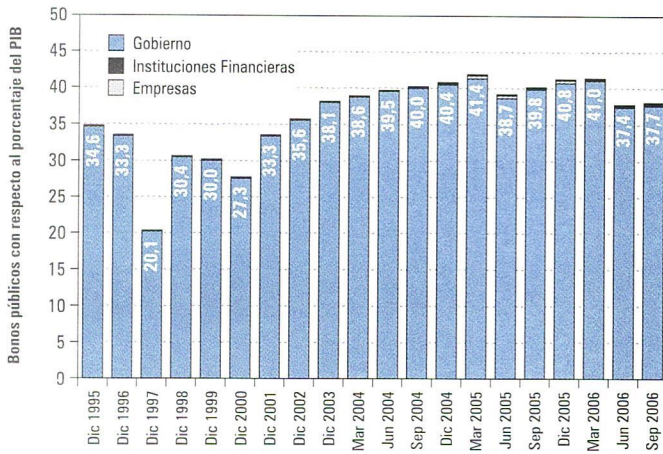
Filipinas no cuenta con regulaciones o prácticas de mercado que faciliten la emisión y comercialización de papeles privados. Los reguladores locales exigen poco a la hora de analizar la emisión, precios, distribución, transacción y cruces de cuentas en las transacciones de bonos. La ausencia de este marco hace que haya gran incertidumbre a la hora de realizar transacciones con bonos privados.

El marco legal en Filipinas tampoco favorece la emisión de bonos. Los accionistas de las firmas pueden bloquearla fácilmente. Se necesita una mayoría de dos terceras partes de los accionistas para aprobar la emisión de bonos. Además de esto, el ambiente



GRÁFICA 1

MERCADO DE BONOS EN FILIPINAS



impositivo no es propicio, la ley de quiebras no protege a los acreedores corporativos, y además el país no cuenta con un buró de crédito. Todos estos factores contribuyen a que los inversionistas no sientan confianza en las normas que rigen el funcionamiento de los mercados de bonos.

La ausencia de transparencia se presenta como otro impedimento fundamental para el desarrollo del mercado de bonos. Algunos bonos consiguen ser exentos de calificación y de listarse en cualquier mecanismo institucional, no hay mecanismos para establecer precios de manera competitiva a partir de referencias de deuda pública, no existen mecanismos para que los supervisores puedan hacer seguimiento de los mercados, y no hay información creíble sobre la situación financiera de los emisores, a excepción de los más sofisticados.

Los altos costos de emisión de bonos también han llevado a que las empresas filipinas prefieran mantener su tradicional vínculo con el sistema bancario para adquirir financiación, que desarrollar otras acciones como los mercados de bonos.

Corea del Sur

Es significativamente diferente a la de Filipinas. El mercado de bonos privados supera el 60% del PIB (gráfica 2). La mitad de éstos son de emisores del sistema financiero, la otra mitad de emisores corporativos. El segmento corporativo ha sido muy

volátil. A finales de la década pasada los bonos corporativos superaban el 45% del PIB, y en la actualidad no superan el 30%.

El mercado en Corea se desarrolló a principios de los años setenta. La ausencia de déficits fiscales convirtió a los bonos corporativos a tres años, como la referencia financiera del país. Estos bonos en sus inicios contaban con garantías bancarias. Después de la crisis de finales de los noventa, los bancos se fueron retirando del mercado, y los bonos fueron perdiendo su garantía. Esto, acompañado de quiebras importantes en el sector real emisor de bonos, tales como el colapso de Daewoo, y algunos escándalos de corrupción, llevaron a que se recortara de manera importante la profundidad del mercado.

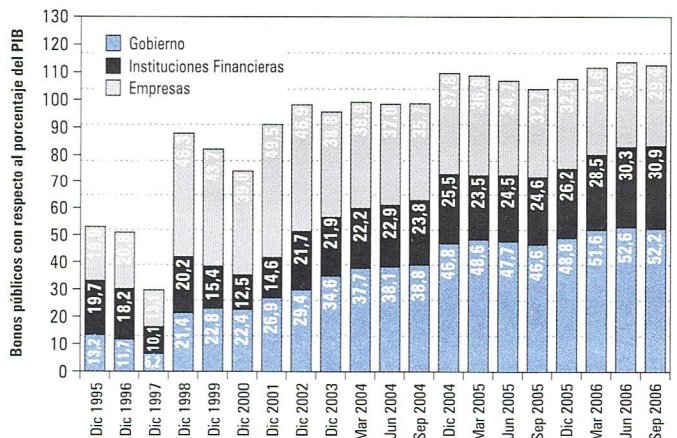
Las lecciones que se derivan del estudio de Corea son importantes y se extienden al mundo entero. En particular es claro que los arreglos institucionales débiles tales como las prácticas contables deficientes y la baja protección a los derechos de los inversionistas, sumados a la inestabilidad macroeconómica son terriblemente nocivas para el desarrollo de los mercados de bonos privados.

Malasia

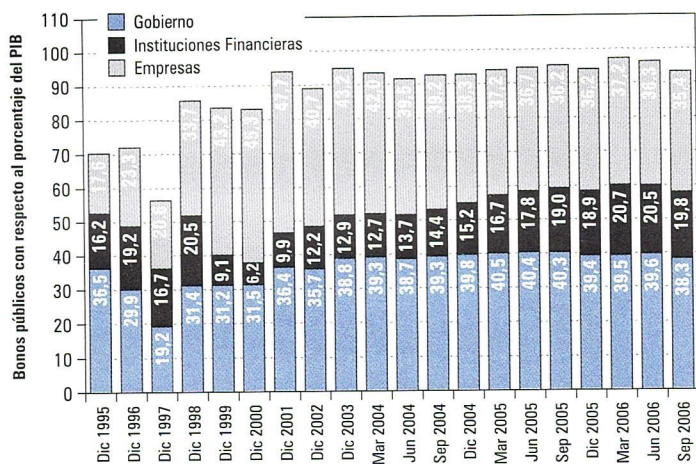
El caso más exitoso de desarrollo de bonos privados es el malayo. El mercado de bonos privados de Malasia es profundo y ha gozado de gran es-

GRÁFICA 2

MERCADO DE BONOS EN COREA DEL SUR



GRÁFICA 3  
MERCADO DE BONOS EN MALASIA



tabilidad. Los bonos privados representan cerca del 55% del PIB, de los cuales 35% son bonos corporativos y 20% de emisores financieros (gráfica 3). Este mercado se sustenta en el desarrollo de procedimientos ágiles y sólidos para la emisión. Mientras que a principio de los años noventa la aprobación de una emisión tardaba cerca de un año, en la actualidad tarda tan sólo 14 días. Esto se ha logrado dándole un giro importante a la supervisión y consolidando la transparencia en la información corporativa.

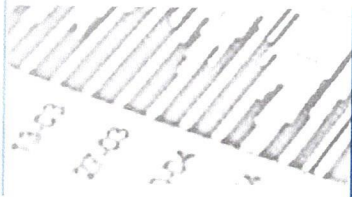
Igualmente se han realizado importantes esfuerzos por consolidar el mercado secundario de bonos. Se han introducido sistemas de creadores de mercado, así como mecanismos para aumentar la

transparencia en el mercado OTC. La introducción en 1997 del sistema de información y diseminación de bonos ha sido crucial en la consolidación de este mercado. Éste es un sistema computarizado y centralizado que distribuye información sobre los términos de las emisiones, los precios a los que se transan los bonos, los detalles de las transacciones y noticias relevantes sobre los emisores y el mercado. Las entidades financieras están obligadas a reportar los detalles de las transacciones, incluyendo el precio y los montos transados, después de llevar a cabo las transacciones. Las entidades calificadoras también están obligadas a reportar por este medio cualquier cambio en sus calificaciones de los bonos.

En Malasia se han diseñado incentivos tributarios para estimular el desarrollo del mercado de bonos corporativos. Hay exenciones al impuesto de timbre y a los impuestos sobre las ganancias atribuidas a la inversión en este tipo de bonos.

## Conclusiones

La experiencia de los países asiáticos arroja múltiples lecciones con respecto al desarrollo de los mercados de deuda corporativa. No basta considerar los tamaños de los mercados, hay factores macroeconómicos de gran importancia que contribuyen para que unos mercados se desarrollen y otros no. Más allá de los aspectos macroeconómicos también hay factores regulatorios y de microinfraestructura de los mercados que es crucial tener en cuenta.



## SINGAPUR COMO LÍDER ENTRE LOS CENTROS FINANCIEROS MUNDIALES: SU TRANSFORMACIÓN Y EL PAPEL PROACTIVO DEL GOBIERNO

KHEE GIAP TAN  
NANYANG TECHNOLOGICAL UNIVERSITY  
SINGAPUR

**E**l Centro Financiero de Singapur, a diferencia de otros centros financieros, fue impulsado por iniciativa del gobierno debido a que el sector privado o aún mejor, las fuerzas del mercado no generaron suficientes incentivos para su desarrollo. El esfuerzo para la construcción de la infraestructura esencial de cualquier centro financiero, como lo son los puertos o los aeropuertos, fue liderada por el gobierno, que desempeñó un papel muy importante.

También me gustaría hablar sobre la intensificación de la globalización después de la crisis financiera asiática y sus dos pilares: el comercio y las finanzas.

El comercio se ha desarrollado rápidamente en Singapur. Nuestro país es uno de los líderes en cuanto a acuerdos de comercio bilaterales con las principales economías del mundo. Estos acuerdos de comercio multilaterales han logrado grandes avances, con resultados muy satisfactorios.

El área de comercio en Asia, y en el sur de Asia, se viene desarrollando muy rápidamente, pero en el área financiera, que es el otro pilar de la globalización, no nos está yendo muy bien.

Después de una conferencia en China a la cual asistí en 2004, sugerí que consideráramos la posibilidad de analizar las estructuras financieras y establecer un grado de clasificación de la liberalización de las

economías asiáticas con el fin de estudiar su desempeño bajo estas reformas, dado que queríamos promover esas reformas en los sectores financieros.

También quiero comentarles lo que significa ser un centro financiero líder para una economía abierta dirigida hacia el comercio, como lo es Singapur, y por qué Singapur requiere un centro financiero. Luego haré referencia a las fórmulas que nos han convertido en un centro financiero líder en la región y hablaré acerca del mercado versus el papel del gobierno.

Las economías de mercado libre prefieren ver las fuerzas del mercado en acción, pero con base en el análisis del caso de Singapur, nos dimos cuenta de que si el gobierno no hubiese desempeñado el papel de facilitador, no habríamos podido tener un centro financiero en nuestro país.

Pero llegar a donde estamos como centro financiero, no ha sido algo que se hubiera alcanzado de un día para otro. Nos tomó 40 años lograrlo. Sin duda ha sido un proceso a largo plazo, que no se ha desarrollado rápidamente, y lo que es más importante, y que no se hizo evidente sino hasta la crisis financiera de 1997, es la trascendencia que han desempeñado en este proceso los ciclos económicos. Si observamos el caso de Singapur, cada etapa del desarrollo tiene una cierta secuencia, y esto se va dando a medida que crece la economía.

Singapur logró evitar los desequilibrios monetarios que se vieron durante la crisis financiera de 1997. Estos desequilibrios de las divisas ocurren debido a que se toman préstamos en moneda extranjera, pero las ganancias obtenidas son en moneda local. Así, cuando ocurre una depreciación de la moneda local, no hay capacidad de pago. Cuando hablamos de este desequilibrio monetario, nos referimos a que se toman préstamos a corto plazo para invertir a largo plazo, lo que al final lleva a la quiebra. Singapur logró evitar esto y obviamente existen razones para ello.

Cuando fui invitado a Colombia, se me dijo que el país deseaba convertirse en un centro financiero regional para América Latina. Sin saber mucho acerca de Colombia, me referiré a las bases que se requieren para crear un centro financiero.

A continuación quisiera compartir con ustedes los resultados en cuanto al estado y avance de las economías asiáticas.

Para ello consideraremos cuatro elementos fundamentales.

1. Estabilidad y fortaleza de las instituciones financieras
2. Desarrollo y liberalización de los mercados financieros (acciones, bonos y mercados de futuros)
3. Eficiencia y manejo de políticas por parte de las autoridades reguladoras
4. Desempeño y gobierno corporativo.

En cada categoría tenemos alrededor de 100 indicadores, en los cuales no me voy a detener. Normalmente utilizamos una fórmula de calificación para cada una de las economías del continente y quisiera comentarles que comenzamos con este proceso de evaluación el año pasado, debido en parte a los rezagos en la información. Ésta se consolidó en 2004, fue actualizada en 2005 y va hasta 2007. Este es el resultado que obtuvimos.

Aquí vemos la calificación general para las economías asiáticas. Singapur continúa destacándose como el primer centro financiero de Asia. Si lo com-

paramos con todas estas economías, Japón superó a Hong Kong y se ha convertido en el número dos, según nuestra última revisión. Hong Kong sigue de tercero. Esto en términos generales.

Si observamos la estabilidad y fortaleza de las instituciones financieras, vemos que Hong Kong continúa siendo el primero, Singapur el segundo. Ustedes pueden apreciar también que las instituciones financieras del Japón continúan teniendo problemas y siguen en el séptimo. China ha mejorado significativamente, y pasó de la posición novena al puesto tercero. Ese país logró una significativa reducción en la gestión de préstamos, y se sabe que se van a invertir grandes sumas de dinero en proyectos a largo plazo.

Si vemos el desarrollo y la liberalización de los mercados financieros (acciones, bonos, futuros), Singapur era el número uno; pero ahora vemos que el gobierno japonés ha hecho significativos esfuerzos durante los últimos dos años y también ha efectuado reformas en el mercado financiero. En cuanto a eficiencia y manejo de políticas, las autoridades reguladoras japonesas ocupan ahora la primera posición.

Las posiciones no han cambiado mucho en términos de gobierno corporativo. Algunos países como Filipinas o Malasia tienen una muy buena en cuanto a gobierno corporativo, sin incluir los factores de regulación o de la existencia de normas.

## Estadísticas de Singapur

El que Singapur sea un centro financiero no constituye una sorpresa. Veamos por qué:

- Según la Fundación Hábitat del *Wall Street Journal*, Singapur ha ocupado durante 13 años consecutivos el segundo lugar entre las economías del primer mundo y de las diferentes economías asiáticas. Las más competitivas son Hong Kong, Taiwán y Singapur.
- Si observamos el país con el menor riesgo, vemos que es Singapur, seguido por Australia, Japón, los Estados Unidos y Hong Kong.

- Si consideramos el mundo en general, para ver quién presenta el menor grado de corrupción, Singapur ha mantenido la primera posición, seguida por Hong Kong y Japón.

También hay un elemento muy importante en Singapur: ha tenido un gobierno democrático desde 1965. Este es un factor clave para explicar lo que es hoy como centro financiero.

Los avances logrados en Medellín me causaron una gran impresión, debido a que me recordó a Singapur hace 40 años, cuando aún teníamos gánsters, prostitución, homicidios, etc. Era un país muy inseguro, pero eso como en el caso de esta ciudad ya cambió. Escuché las palabras de su alcalde acerca de las inversiones en educación, cómo se están reinsertando las personas, cómo se le está ofreciendo trabajo a esa gente para transformar su vida.

Quisiera contarles lo que hizo el gobierno en Singapur para solucionar ese problema, sin antes decirles que su accionar fue un poco distinto al que se hizo en esta ciudad. Lo que el gobierno hizo en primer lugar fue generar puestos de trabajo en un proceso que fue acompañado de la construcción de vivienda, y al garantizar el crecimiento de la economía todos los años, se logró que las personas participaran en su desarrollo.

Las personas adquieren vivienda en Singapur porque ésta se valoriza, y podemos decir que hoy en día el 80% de la población tiene casa propia. Cuando una persona adquiere una casa sabe que tendrá que trabajar, y si trabaja, sabe que podrá pagar la hipoteca. Pero para poder cubrir las deudas, es necesario que el gobierno genere los puestos de trabajo y que a la vez le garantice a su población la permanencia en el sistema económico.

Sin crecimiento es difícil financiar la educación y los programas sociales en el largo plazo, y los programas de salud pueden convertirse en una gran carga para el Estado.

Singapur se concentró en un crecimiento económico sostenible. La inflación entre 1997 y 2007 fue

de menos del 1% y aunque las estadísticas indican que la tasa de desempleo es del 3,3%, en realidad Singapur no tiene desempleo o más bien, tiene tasas de desempleo negativas. La gente pregunta por qué, y ello se debe a que Singapur tiene una población nativa de 3.5 millones y la población ocupada hoy es de 4.5 millones. Esto significa que se han creado más de un millón de puestos de trabajo adicionales para extranjeros. De tal manera que las cifras de desempleo no dicen mucho en el caso de Singapur.

### ¿Qué significa ser un centro financiero exitoso?

El contar con un centro financiero exitoso ha ayudado a Singapur a proyectarse más allá de su tamaño físico y ha fortalecido su posición en el sureste asiático en términos de importancia política. En Singapur un 12% del PIB se encuentra en el área de servicios. Esto es muy importante puesto que tiene un efecto multiplicador para otros sectores de la economía.

El centro financiero apoya las actividades de las empresas multinacionales. El área de logística, por ejemplo el transporte, ha mejorado, y esto le ha permitido a Singapur conectarse con las economías regionales y permanecer dentro del escenario global. De hecho, éste ha sido uno de los principales motores para el desarrollo de la economía externa. Es lo que llamamos la "política del segundo anillo".

Ahora quiero contarles, según mi apreciación, cuál es la fórmula para convertir a una nación en un centro financiero exitoso:

- Poseer un crecimiento sostenible del PIB, no inflacionario
- Contar con fuertes recursos humanos
- Manejar con prudencia las finanzas públicas
- Contar con una fuerte infraestructura tecnológica para la información financiera

Los anteriores son los prerequisites básicos para ser un centro financiero exitoso; sin embargo,

quisiera resaltar la importancia de la prudencia en materia presupuestal. En Singapur nunca hemos tenido un déficit presupuestal, salvo en el caso de algunos años críticos. Si analizamos el manejo de la política presupuestal de Singapur a través del tiempo, se puede apreciar el cumplimiento permanente del objetivo de lograr presupuestos equilibrados en todos los ciclos de negocios de todos los gobiernos elegidos.

Considero que con relación al manejo de nuestras finanzas públicas la disciplina que se ha impuesto en materia presupuestal es muy estricta. Si la inflación es alta y su moneda no es estable, el centro financiero no puede operar adecuadamente.

En mi concepto también es importante agrupar un *pool* de recursos, para lograr que la economía opere en forma eficiente. Para una sana operación de un centro financiero, es necesario contar con un buen gobierno corporativo. De lo contrario, se verán afectados los fondos. En mi concepto la mejor inversión de largo plazo es alcanzar un adecuado *pool* de recursos.

Finalmente, y quiero resaltarlo, para que la fórmula funcione se requiere de la conformación de un gobierno que se comprometa con el proceso, debido a que éste afecta a la comunidad, afecta a las compañías y naturalmente afecta a la población y si no hay compromiso y se presentan problemas habrá huelgas como las que se han visto en Indonesia o Tailandia. Si esto ocurre habrá “piedras” en las ruedas que mueven la economía. Entonces, considero que el gobierno debe realizar un papel importante como impulsor del mercado.

### ¿Cómo pudo Singapur evitar los choques externos?

Como centro financiero hemos tenido varias crisis, no sólo en 1997 sino también en los años ochenta cuando algunas de las compañías incluidas en la Bolsa de Valores de Malasia se quebraron y su quiebra generó pánico. Afortunadamente hoy podemos afirmar que Singapur logró mitigar los impactos financieros de los choques externos generados en Malasia.

Lo primero que debemos saber, si estamos interesados en entender el desarrollo de la estrategia financiera seguida por Singapur, es que este proceso no se encuentra en ningún libro de texto.

Dentro del país, el comercio se realizaba únicamente en dólares de Singapur y las opciones se negociaban en cualquier moneda, excepto la de Singapur. No se tomaban préstamos en moneda extranjera porque la moneda de Singapur era más estable. La inflación ha sido estable y baja y los intereses, a diferencia de Malasia y otros países donde los préstamos se obtenían en moneda extranjera a un bajo costo, también son bajos.

En este punto hay que recordar que cuando un agente toma préstamos en moneda extranjera y sus ingresos son en moneda local, si la moneda local se deprecia, existe una alta probabilidad de que ese agente no pueda pagar sus deudas.

Adicionalmente si a esto se le suma el problema de los vencimientos, lo más aconsejable es que se evite tomar préstamos a corto plazo y en moneda extranjera. Los préstamos más aconsejables deben ser a largo plazo y a nivel gubernamental. Para lograr esto se requiere construir una curva de los títulos del gobierno que fije los precios a largo plazo de los bonos. En el caso de los bonos corporativos se pueden utilizar los bonos gubernamentales como referencia de su precio. Pero en Singapur no necesitamos de la emisión de bonos gubernamentales, puesto que no tenemos fondos de pensiones. Para solucionar esto le pedimos a los fondos de ahorros privados que lo hagan porque necesitamos de una referencia para el mercado de los bonos corporativos.

No obstante, los agentes del sector privado deben readquirir esos bonos, y a cambio de ello, el banco central toma el dinero de la emisión del gobierno y lo entrega a las corporaciones inversionistas del gobierno, que lo invierten fuera de Singapur utilizando la figura de un *holding*.

Posiblemente se habrán enterado de que en los últimos años muchos países del este asiático han deseado tener algo similar a las entidades inversionistas gubernamentales o *holdings*, para que

manejen el superávit de reservas que han acumulado. Así lo está haciendo Japón en este momento. China comenzó hace algunos meses, y Corea ya ha comenzado con la agencia de inversión externa. Todas las agencias de inversión se enfocan hacia el exterior.

Lo anterior demuestra que los bancos centrales no pudieron manejar las reservas en forma apropiada y que, en particular, estas economías orientadas hacia el comercio requieren determinar cómo manejar esas reservas acumuladas de manera funcional, a nivel mundial, con un buen gobierno corporativo que garantice su buen manejo.

Se requiere una infraestructura financiera apropiada: marcos de referencia institucionales y normas financieras, porque se puede cubrir la porción interna y la porción externa y se pueden utilizar incentivos fiscales. Se pueden utilizar ventajas tributarias para realizar negociaciones en monedas distintas del dólar de Singapur. En cuanto a los impuestos, quiero contarles que mientras la porción interna representó el 33%, la porción externa fue el equivalente al 10% de las utilidades de los bancos.

Con respecto al manejo de los recursos, 2/5 del centro financiero se realizan en unidades locales para las actividades internas de Singapur y los 3/5 restantes en monedas distintas a los dólares de Singapur. Estas proporciones se escogen de tal manera que los fondos en el mercado local no se vean demasiado afectados. Se refinanció la porción externa con el fin de que la economía interna pudiese tener un sano suministro de fondos.

Si un banco extranjero tuviese a Singapur como centro financiero, podría utilizar el incentivo tributario para financiar sus negociaciones de bonos y también parte del mercado inmobiliario para evitar las burbujas; y luego podría invertir el 10% en el mercado de vivienda.

Así es como opera nuestro mercado de capitales. También tenemos una política muy importante: no permitimos que los dólares de Singapur se vuelvan internacionales. A esto le llamamos una internacionalización gradual para los dólares de Singapur.

Muchos países no pueden permitir que su moneda se vuelva de referencia internacional. El yen japonés, el dólar de los Estados Unidos, y tal vez el renminbi chino son las monedas de referencia para el mundo, pero en el caso de otras economías pequeñas, como Corea, Malasia, Singapur y muchas otras, no considero que estén preparadas para que su moneda se vuelva de aceptación internacional debido a que el tamaño de la moneda local es demasiado pequeño.

Tenemos ciertas reglas para asegurarnos de que el dólar de Singapur no se convierta en una moneda internacional. Esto lo hacemos mediante la aplicación de dos reglas:

1. A través de la posición geográfica
2. Con el estatus de residente

La primera de esas reglas consiste en que nadie, ni siquiera una persona de Singapur, puede sacar más de cinco millones de dólares de Singapur del país a no ser que cuente con una autorización del banco central. Aunque no se pueden sacar dólares de Singapur del país, sí se puede sacar moneda de otro país, en la cantidad que se desee.

La segunda regla es el estatus de residente. Si uno no es residente en Singapur, no puede tomar préstamos en dólares de Singapur, ni siquiera para utilizarlos allí, pero puede tomar préstamos en otras monedas y si se va a tomar un préstamo por más de cinco millones de dólares de Singapur se requiere autorización del banco central.

Esta política se inició hace 40 años. La encontrarán en los libros de texto. Después de la crisis financiera, Indonesia, Malasia y Tailandia anunciaron que no iban a internacionalizar su moneda, ni la industria en Indonesia, ni el dinero en Malasia, ni los dólares de Taiwán, ni el peso de Filipinas; éstos no se internacionalizarán.

Una de las políticas importantes que se deben seguir es que si se desea tener un centro financiero, cuando se es pequeño, la moneda local no debe ser internacionalizada. Sé que en América Latina es muy popular hablar acerca de la dolarización. No sé hasta qué punto los Estados Unidos quieran

compartir esa pesada carga de que sus dólares se vuelvan internacionales. Asia y Camboya están dolarizados en un 100%. Los camboyanos toman préstamos en dólares estadounidenses y sus depósitos también son en dólares estadounidenses. Esto es muy importante porque no cuentan con una política monetaria y tienen que adaptarse a lo que ocurra en los Estados Unidos, a miles de kilómetros de distancia.

Cuando se desea tener un centro financiero es necesario asegurar que las monedas locales, en caso de ser monedas pequeñas, no se internacionalicen. Es necesario tener un desarrollo financiero secuencial y las reformas en la liberalización financiera deben evitar el enfoque de los bancos grandes.

Los centros financieros deben evolucionar gradualmente porque son muchos los impactos internos. En Singapur hemos experimentado, aun si lo hacemos secuencialmente, que con frecuencia, debido a la reforma financiera que realizamos, estimamos que siempre hay un impacto interno inesperado y, por consiguiente, el tener un enfoque de "banco grande" para la reforma financiera implicaría arriesgar demasiado. Estos son temas delicados que deben considerarse en los bancos locales.

En Colombia, por ejemplo, ¿desean fortalecer o proteger los bancos locales? Quizás ustedes piensen que protegerlos es malo porque son muy ineficientes, en particular los bancos oficiales, dado que se comen las reservas del gobierno. En Singapur protegimos los bancos locales en una forma muy sutil; no hablamos de "protegerlos", hablamos de "nutrirlos". Nutrir significa tener una gran base de depósitos en dólares de Singapur; no se les permite a los bancos extranjeros tener muchas sucursales. Nutrimos los bancos locales en un 70%.

Hacia los años ochenta estos bancos locales comenzaron a crecer. Hacia los noventa, este crecimiento comenzó a enfrentar cuellos de botella porque los bancos no estaban cambiando con la velocidad requerida y comenzamos a atraer bancos extranjeros para mejorar la competencia y así los bancos de Singapur se vieron obligados a fusionarse entre sí para poder competir con los bancos extranjeros. Hoy en día, los bancos de Singapur

tienen una muy alta calificación en el mundo, están al nivel del 80 o 90% en cuanto a tamaño.

Es necesario aceptar las reglas del juego de los centros financieros internacionales, porque para que un banco sea fuerte tiene que ser grande, y para ser grande tiene que haber pocos. Por consiguiente, esto significa que deben fusionarse y es lo que están haciendo para alcanzar un tamaño suficiente para convertirse en bancos regionales y comenzar a comprar porcentajes de bancos potenciales en la región. Pero es necesario nutrirlos desde un comienzo para no tener competencia internacional y hacer que los bancos locales crezcan. Hoy podemos comprar bancos en China, Corea, Japón, Indonesia o Malasia. Esto no ha sido generado por las fuerzas del mercado; es el resultado de planes estratégicos gubernamentales muy cuidadosos.

Se puede ver la secuencia: en los setenta nos aseguramos de que se liberalizaran los mecanismos de precios para los agregados; en los ochenta comenzamos a establecer la fuerza de la política monetaria. Vimos que la mejor forma de controlar la inflación era manejar la tasa de cambio, porque la inflación tiene un gran componente del mercado extranjero o de las exportaciones. Esto hizo que nuestro mercado mantuviera control sobre la inflación interna, lo que nos hizo más competitivos. En los noventa aumentamos nuestro mercado financiero e incrementamos nuestro mercado de deuda corporativa en Asia.

Las actividades financieras están dominadas por los bancos. Los bonos corporativos no son populares, lo cual se debe en parte al hecho de que uno solo no es lo suficientemente grande para ser eficiente, pero se tornan demasiado costosos cuando su tamaño es pequeño. Los bonos corporativos requieren transparencia al emitirse. Cuando se depende de los bancos como tales, se llega a la corrupción a través del nepotismo y el clientelismo, y eso también lo condenamos. Lo que consideramos importante es que las compañías pertenecientes al Estado sean financiadas por el Estado, pero las alentamos a emitir bonos corporativos, de tal manera que la base de bonos corporativos crezca en Singapur.



Hacia el año 2000 y de allí en adelante, hicimos crecer nuestros mercados de futuros. Iniciamos una audaz negociación en oro y nuestro mercado de futuros tiene efectivamente el mayor índice de existencias futuras a nivel mundial. Logramos entrar al mercado de los futuros; estamos en una buena ubicación geográfica, pero esto no es tan importante. Si esto hubiese sido muy importante, las ciudades del este asiático se habrían destacado enormemente, pero no lograron hacerlo. Lo más importante es educar a las personas y que éstas tengan un buen conocimiento del inglés como idioma de los negocios, un eficiente sistema de telecomunicaciones y aeropuertos de primera línea muy bien conectados y de clase mundial. No podríamos hacer que los banqueros mundiales viniesen a Singapur si no tuviésemos vuelos frecuentes, o si ellos no pudiesen hacer llamadas telefónicas en forma eficiente, o si no tuviesen un acceso ágil al correo electrónico. También es necesario aprender a hablar inglés, nos guste o no.

## Las lecciones que aprendimos

Aprendimos que es importante que cuando se desean realizar cambios en la reglamentación, se debe comenzar desde adentro; es necesario tener autoridades y agentes financieros honestos y creíbles. Si son corruptos, si los bancos centrales son corruptos, si los legisladores son corruptos, no se puede tener un centro financiero. Nosotros castigamos fuertemente a cualquier autoridad del banco central o a cualquier autoridad competente que sea corrupta.

1. Una lección que aprendimos como centro financiero es que es muy importante ser prudente tanto en términos tributarios como fiscales. Obviamente, esto incluye el liderazgo gubernamental y debe haber factores que jalen pero también empujen.

Tenemos centros financieros tanto internos como externos. Otorgamos los créditos internos en dólares de Singapur y esto se logra permitiendo la entrada de bancos extranjeros, y permitiéndole a los bancos locales tener altos

niveles de reservas y también los alentamos para que salgan a los mercados externos.

También se requiere una adecuada fusión de bancos internos. Es necesario asegurarse de que el interés nacional se enfoque hacia bancos bien administrados, fuertes y con buenos rendimientos.

2. La segunda lección que aprendimos es que es muy importante escalar el desarrollo financiero. En esta tarea es necesario identificar objetivos y prioridades y también creemos que no sería posible controlar la liquidez monetaria sin movilidad del capital. Está movilidad se logra cuando los dólares son de Singapur. Los capitales pueden moverse en cualquier moneda salvo en dólares de Singapur y no controlamos el suministro de dinero, manejamos la tasa de cambio, con base en una canasta cambiaria y nos aseguramos de que haya una distinción entre moneda local y moneda extranjera.

También generamos puestos de trabajo, y queremos que estos trabajadores contribuyan significativamente y tomen préstamos en moneda local. A la vez deseamos tener un crecimiento sostenible, elemento que consideramos como el mejor de los logros económicos.

3. La tercera lección que aprendimos es que los flujos de capital deben ser libres. No es posible ni conveniente controlarlos. También es importante asegurarse de que la liberalización financiera sea gradual y que los ahorros internos se reúnan y se acumulen de tal forma que la gente sienta que su dinero está seguro.

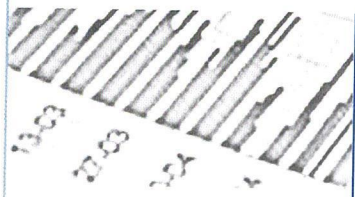
## El caso colombiano

Si este fuese el centro financiero líder en América Latina, yo observaría su crecimiento durante los últimos años y vería que su potencial es del 4%, y que es inflacionario. Pero ustedes requieren un crecimiento sostenido del 5% sin inflación durante cinco décadas para convertirse en un centro financiero.

Requieren un crecimiento positivo constante del 5% sobre el producto potencial del 4%. Su inflación que era de dos dígitos ha venido bajando desde el año 2000 hasta el 6%, y aunque su inflación de mediano plazo es de 4%, deben reducirla a un 2%. Adicionalmente es importante resaltar que si ustedes obtuvieron un déficit fiscal entre 3% y 5% durante los años 2000 a 2002, ello implica que requieren disciplina para asegurarse de que sus presupuestos estén equilibrados a través de los ciclos de los negocios. Considero que la carga de los desbalances fiscales debe ser uno de los principales elementos por considerar por parte del gobierno colombiano. He visto sus informes. Para ustedes el esquema pensional es muy importante,

y el desbalance está creciendo; la carga pensional se está volviendo enorme y ese problema debe ser resuelto lo más pronto posible.

Si observamos el comportamiento de sus reservas internacionales podemos ver que tenían US\$8.4 miles de millones en 1995 y ahora las han llevado a cerca de US\$15 mil millones en 2005. El peso colombiano se ha apreciado con el tiempo hasta llegar a niveles relativamente altos para los estándares latinoamericanos. Y aunque tienen un problema grande en la ocupación de la mano de obra, hay formas de generar empleo y opino que los servicios financieros podrían ser una de las maneras más eficientes para continuar generando puestos de trabajo.



## DESARROLLO DE UN CENTRO FINANCIERO INTERNACIONAL: LA EXPERIENCIA IRLANDESA

BRENDAN F. LOGUE  
EXDIRECTOR DE SERVICIOS FINANCIEROS - IDA IRLANDA

**E**spero que una descripción de la experiencia irlandesa en el desarrollo del Centro de Servicios Financieros Internacionales de Dublín, conocido como el IFSC, les sea de ayuda en sus deliberaciones acerca del establecimiento de dicho centro en Colombia.

Aunque la experiencia irlandesa podría proporcionarles a sus legisladores, reguladores y profesionales algunas ideas que podrían ser de utilidad, también es claro que sólo ustedes, como expertos en asuntos colombianos, podrán determinar lo más apropiado para su propia economía y su situación financiera.

Antes que nada, quisiera compartirles parte de mi currículum. Fui jefe de la División de Servicios Financieros del IDA en Irlanda desde 1990 hasta 2003 y estuve encargado, junto con mi equipo de colaboradores, de la promoción internacional del IFSC en su periodo de más rápido desarrollo. Durante este tiempo fui miembro del Comité de Cámaras de Compensación del Taoiseach (primer ministro) el cual era, y continúa siendo, el responsable de todos los aspectos de política, reglamentación, tributación y políticas promocionales del IFSC. También estuve encargado de la estructuración de propuestas de licenciamiento para el Comité Asesor en Certificaciones del Departamento de Finanzas de Irlanda, del cual fui miembro.

### Antecedentes económicos y desarrollo

La historia relevante del desarrollo del sistema irlandés se remonta muchos años atrás, de hecho hasta la década de 1950.

En los años cincuenta, la situación económica de Irlanda era bastante precaria. Se caracterizaba por la abundancia de políticas económicas proteccionistas en un ambiente en el cual la actividad principal se centraba en el sector agrícola. Mientras que el resto de Europa estaba entrando en un periodo de auge económico, resultante del proceso de reconstrucción de la posguerra, Irlanda se encontraba en un estado de estancamiento caracterizado por una profunda pobreza y emigración masiva. En 1959, la población de la república había descendido a su menor nivel en 200 años. En ese entonces el principal rubro de exportación de Irlanda era su gente. Debido al agotamiento económico y social era incluso dudoso que el país pudiera sobrevivir como una entidad viable. Pero como ustedes saben, los irlandeses tienen un talento especial para sobrevivir en las más extremas circunstancias, de manera que no se perdieron las esperanzas.

A finales de los cincuenta, comenzó a surgir un nuevo progresismo económico liderado por un Taoiseach visionario y por un alto funcionario de

nuestro Departamento de Finanzas. Ellos se dieron cuenta de que el país tendría que “saltarse” la revolución industrial de los últimos 150 años que habían experimentado otros países europeos y que esto únicamente podría lograrse atrayendo inversión extranjera. Así, se inició un experimento para determinar cómo se podría atraer la inversión extranjera y ello resultó en la creación de la primera zona franca del mundo en el aeropuerto de Shannon, para entonces una parada obligada en la ruta de los viajes aéreos transatlánticos. Se concibió un modelo sencillo que eximía a las compañías fabricantes que se instalaran en la zona de Shannon de todos los impuestos corporativos (impuestos a la renta e impuestos a las ventas) sobre sus actividades para exportación. Por supuesto, ustedes entenderán que no tiene mucho sentido tener un producto atractivo si éste no se vende; por consiguiente, se decidió establecer el precursor de IDA de Irlanda para promover a Shannon como un lugar para la inversión hacia el interior. Durante los siguientes años se establecieron oficinas en los principales centros económicos y se reclutaron ejecutivos de mercadeo.

Muchas compañías –principalmente de los Estados Unidos– se establecieron en Shannon durante los años siguientes como una base logística estratégica desde la cual podían exportar a Europa. Este experimento fue tan exitoso que el concepto de los bajos impuestos corporativos para exportadores con el objeto de estimular la economía fue posteriormente extendido a todas las actividades de manufactura en el país. Incluso hoy, 50 años más tarde, aún existe y prospera en el aeropuerto un grupo de industrias, que operan bajo el régimen actual, cuyos detalles explicaré más adelante.

A comienzos de la década de los setenta, como resultado del ingreso de Irlanda a la CEE, se extendió una tasa uniforme de impuesto corporativo del 10% a todas las actividades de manufactura y ésta se extendió de nuevo a ciertos servicios no financieros –sujetos a un régimen de aprobación– a finales de los años setenta.

En 1987 la tasa del impuesto corporativo del 10% se amplió para cubrir servicios financieros que calificaban en la zona del IFSC, sujetos a licencias.

Esta zona se estableció con la aprobación de la UE. Aquellos de ustedes que pasan de cierta edad recordarán el infausto “lunes negro” ocurrido el 19 de octubre de 1987 cuando Wall Street y los mercados accionarios del mundo sufrieron dramáticas caídas. Fue durante ese mismo mes que se lanzó el IFSC, siendo recibido en forma menos que entusiasta tanto nacional como internacionalmente. En muchos sentidos el IFSC duplicaba, para el sector de servicios financieros, el exitoso experimento de Shannon para las manufacturas de la generación anterior. Luego, en 2000, como resultado de directivas de la UE que limitaban las zonas con impuestos especiales, se introdujo una tasa de impuesto uniforme del 12,5% para todas las sociedades en Irlanda, cualquiera que fuese su actividad comercial. Se acordó con la UE un periodo de transición para los compromisos preexistentes con compañías que ya estuviesen operando desde el IFSC.

Así, puede verse fácilmente que en la estrategia de desarrollo para atraer inversión extranjera a Irlanda se aplicaron ciertas políticas subyacentes en el desarrollo de los incentivos. Principios tales como los siguientes fueron fundamentales para las políticas:

- Adhesión a los compromisos existentes.
- Una relación abierta y consultiva con los inversionistas existentes
- Ningún cambio drástico de dirección en las políticas de impuestos o regulatorias.
- Estricto cumplimiento con los requisitos internacionales (UE y OCDE)

## El concepto del IFSC

La idea del desarrollo del IFSC provino no del establecimiento político, sino de una persona del sector privado con visión creativa. No obstante, las ideas, no importa qué tan progresistas sean, no llegan a ningún lado sin respaldo político. En este sentido, Irlanda tuvo la suerte de tener para esa época un Taoiseach (Charles J. Haughey) que reconoció el potencial económico de la propuesta y le dio un apoyo político crucial. Sin este apoyo, la idea del

IFSC habría seguido siendo tan sólo eso, una idea. Una vez se dio a conocer el respaldo político, el aparato legislativo, encargado de elaborar las políticas estatales, entró en acción. Se implementaron arreglos tributarios y reglamentarios especiales y se puso en marcha un proyecto para recuperar un área de muelles venida a menos en el centro de la ciudad de Dublín. En 1988 se creó una unidad promocional especial en el IDA de Irlanda y yo fui designado para dirigirla en 1990.

La intervención del Taoiseach en este momento fue de importancia crucial debido a que por iniciativa suya implementó una estructura de gobierno que operó desde su propia oficina para supervisar todo el proyecto. Esta estructura de gobierno fue quizás el componente clave para el éxito del proyecto y tuvo una poderosa importancia simbólica, al igual que práctica. Consistió en un comité denominado el Comité de Cámaras de Compensación cuyo presidente era (y aún es) el empleado público de mayor rango del país y quien debía reportarle directamente al Taoiseach. El comité estaba conformado por altos representantes tanto de la burocracia nacional como del sector privado. Representantes del Departamento de Finanzas, el banco central, los comisionados de rentas, el Departamento de Industria, el IDA de Irlanda y la compañía de propiedad especial que se había creado, eran miembros. Los miembros provenientes del sector privado eran personas de alto rango de la industria bancaria y de seguros, las firmas de contadores y las principales firmas de abogados (como nota de interés quisiera contarles que las autoridades en Londres, que han reconocido la eficacia del sistema de las cámaras de compensación, planean duplicarlo para su propio régimen).

Tres miembros retirados de alto rango de la burocracia fueron designados para recorrer el mundo y anunciar el establecimiento del IFSC. Estas personas tuvieron la suerte de contar con la infraestructura del IDA para manejar la logística de semejante tarea. Sobra decir que estos tres personajes eminentes recibieron el apodo de los "Tres Reyes Magos".

## El producto IFSC

Yo descubrí muy al comienzo de mis actividades promocionales del IFSC que intentar interesar a las entidades internacionales con vagos conceptos y ventajas abstractas para establecer una operación financiera en Irlanda era un ejercicio inútil. Para atraer su interés, requeríamos presentarle al inversionista potencial un producto simple, claro y potente, libre de vaguedades, que pudiera transformarse claramente en términos de una mejora demostrable en su rentabilidad y adaptado específicamente a su negocio particular. Esto no significa que las condiciones básicas de la jurisdicción de inversión elegida no sean importantes. Elementos como la reputación, las habilidades interpersonales, la capacidad de telecomunicaciones, la infraestructura de transporte, etc., son muy importantes pero normalmente son conceptos que se pueden encontrar en muchas jurisdicciones internacionales. Lo que distingue la localización financiera exitosa de sus competidores es la medida en la cual puede ofrecer una ventaja competitiva específica y distintiva a la empresa en cuestión.

Las encuestas entre clientes del IDA que se realizan anualmente han identificado sistemáticamente, a lo largo de muchos años, dos ventajas claves ofrecidas por Irlanda como localización preferida para la inversión interna: bajos impuestos corporativos y personal calificado. En el fondo, pero de gran importancia, está la accesibilidad, tanto a la estructura política como a los regímenes regulatorios y tributarios.

## Sectores desarrollados

Ahora quisiera darles alguna idea de los sectores que fueron desarrollados exitosamente en el IFSC de Irlanda. No obstante, es necesario tener en cuenta que no todos éstos estuvieron allí desde un principio. De hecho, los productos originales que eran agresivamente impulsados por los impuestos ahora prácticamente han desaparecido. El impuesto sigue siendo un impulsador importante, pero su

influencia está ahora estructurada en una forma más sutil. Los sectores que he presentado aquí fueron desarrollados a lo largo de un periodo de casi 20 años. Algunas actividades, v.g. el *leasing* de aeronaves, se construyeron apoyadas en un sector preexistente mientras que otras se concibieron desde cero (algunos de ustedes recordarán que la primera compañía de *leasing* de aeronaves del mundo, GPA, se inició en Irlanda).

Los diversos sectores difieren en su impacto económico. Algunos, como el sector de los fondos mutuos, generan un empleo significativo mientras que otros, como los proyectos de propiedad intelectual, promueven flujos de capital muy sustanciales. La mayoría de los sectores requieren bastantes habilidades mientras que algunos como el de los vehículos de *pooling* de pensiones y las estructuras de reaseguros son bastante esotéricos en su operación.

## Sector público y sector privado

Para el desarrollo de un proyecto como el irlandés, es importante que las partes interesadas de los sectores público y privado actúen en una relación de cooperación positiva y de mutuo apoyo. He incluido en esta diapositiva y la siguiente los papeles apropiados de cada uno, que han funcionado bien en el contexto irlandés. La creación de una estructura dinámica de políticas es el papel clave del sector público. Desde un punto de vista operativo, es importante que el proceso legislativo esté abierto a nuevas ideas y que haya un tiempo de respuesta eficiente a las nuevas propuestas. Debe recordarse en este contexto que el sector financiero internacional se mueve y evoluciona tan rápidamente como cualquier otro y que quedarse quieto en este ambiente no es una opción.

Lo que puede afirmarse del sistema legislativo también puede afirmarse de los sistemas regulatorio y tributario. La accesibilidad del sector privado en ambos casos es un requisito operativo clave. Los elevados estándares en la reglamentación no deben significar rigidez ni deben operar en forma

hostil. La consulta continua entre los sectores privado y público es la clave para la eficiencia y la competitividad en este sentido.

Con respecto al papel del sector privado, la actividad más importante que debe desarrollar es el mercadeo. Nuestra experiencia nos indica que únicamente los profesionales del sector privado tienen los conocimientos prácticos para interactuar a nivel micro con los clientes potenciales. De este proceso resultan ideas para el desarrollo de productos que pueden ser alimentadas al proceso de desarrollo de la política pública. Y de nuevo, en esta actividad, el suministro de apoyo técnico por parte del sector privado, ya sea en cuanto a tributación, reglamentación o legislación, es vital para que haya una interfaz exitosa en el proceso de desarrollo.

## Los beneficios económicos

En el caso irlandés, y pienso que en otras jurisdicciones exitosas, los beneficios económicos pueden observarse en la creación de empleo, la generación de ingresos por servicios para las instituciones financieras, firmas profesionales y otros proveedores de servicios. La generación de ingresos adicionales por impuestos también es significativa para el erario. Otro de los beneficios, menos notable pero igualmente importante, que se deriva de la organización de un centro financiero exitoso es la creación de un perfil económico internacional positivo. No obstante, desde mi punto de vista, los beneficios económicos más significativos de los servicios financieros surgen de la generación de flujos de capital positivos dirigidos hacia adentro. Aun cuando este proceso no es fácilmente aislable de la base estadística nacional, su efecto sobre el sistema financiero local es enorme. En nuestra experiencia las actividades del IFSC y de proyectos de inversión no financieros similares, han energizado el sistema local de tal manera que hacen disponibles grandes cantidades de crédito a costos muy bajos. Éste a su vez se va transmitiendo a la industria de la construcción y a otras actividades de inversión y relacionadas con el consumo público.

## El Tigre Celta

Si se examina el excepcional crecimiento de la economía irlandesa a lo largo del periodo de 1990 hasta la fecha, se encuentra un alto grado de correlación entre el crecimiento del PIB irlandés per cápita y el crecimiento del IFSC. Este crecimiento se ha tornado en un importante conjunto de beneficios económicos como los que mencioné anteriormente, pero desde mi propio punto de vista, el factor principal de este éxito económico ha estado relacionado con los efectos indirectos de la masiva afluencia de capitales engendrada por el sector de los servicios financieros. Este punto de vista es apoyado por la experiencia de otras economías muy exitosas en servicios financieros, tales como Luxemburgo, Suiza, Singapur, Hong Kong y, por supuesto, Londres. Éstos no son lugares que vivan de las manufacturas ni aun de la prestación de servicios visibles. Los efectos ocultos, pero muy poderosos, de los flujos de capital apuntalan su éxito.

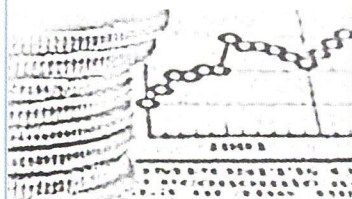
El éxito irlandés surgió de un punto de partida bastante insólito. Aunque Dublín cuenta con un mercado de servicios financieros internos bueno, aunque pequeño, no habría sido vista internacionalmente como el lugar ideal para desarrollar una industria de servicios financieros internacionales. Si existe la sensación de que Colombia es una base igualmente improbable para los servicios financieros internacionales, recuerden siempre la experiencia irlandesa.

El llamado Tigre Celta que surgió durante los últimos 20 años ha traído grandes beneficios a Irlanda, y Colombia, de tener éxito en sus planes de imitarlo, también podría obtener tales beneficios. No obstante, debe señalarse que ese rápido crecimiento económico no se dará gratuitamente. El precio es el cambio social con todo lo bueno y lo no tan bueno que lo acompaña.

## LAS BARRERAS QUE SE DEBEN DERRIBAR







## REGULACIÓN DE FONDOS DE PENSIONES: UNA PROPUESTA PARA MEJORAR EL MANEJO DE RIESGO Y LA EFICIENCIA DE LOS PORTAFOLIOS DE LOS FONDOS DE PENSIONES OBLIGATORIAS

JUAN MARIO LASERNA J.  
CODIRECTOR BANCO DE LA REPÚBLICA

La junta directiva del Banco de la República discutió el documento que voy a presentar cuando revisó todas las reformas que ya se anunciaron. Aunque no hubo compromisos en cuanto a los detalles, quedó claro que es un debate que se debe abrir y plantear y les pareció que estaba bien en su filosofía. Sin embargo, los puntos específicos de esta propuesta son de mi entera responsabilidad. Son cinco los puntos que analizaré.

1. El objetivo
2. Los antecedentes
3. La propuesta
4. La compatibilidad con multifondos total
5. El marco legal.

**El objetivo** de todo sistema de pensiones es maximizar el ahorro de los afiliados al sistema contributivo de pensiones a través del tiempo. Nadie desea obtener ganancias extraordinarias a corto plazo, si éstas implican luego unos grandes retrocesos. Es importante darle estabilidad al sistema y tener en cuenta la eficiencia y rendimiento.

El segundo objetivo es proponer el establecimiento de un régimen de inversiones moderno y eficiente, lo que llamamos *asset management*, similar al que existe para el manejo de reservas del Banco de la República. El manejo nuestro en el banco es, tal

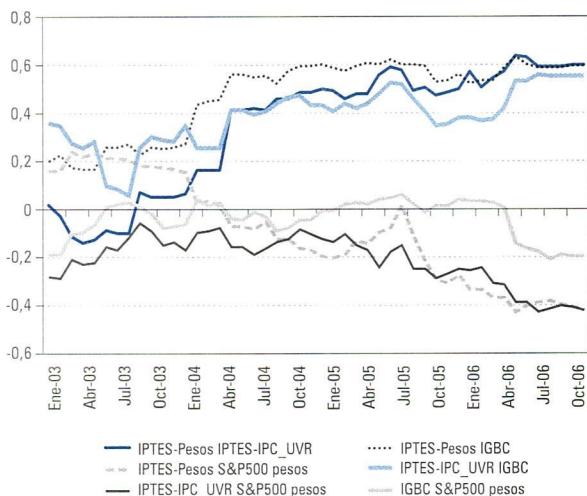
vez, uno de los más sofisticados del país, al que se le ha invertido mucho en el recurso humano y en capacidad técnica.

El otro objetivo es mejorar la relación *riesgo-retorno* a los portafolios de los fondos de pensiones. Riesgo es algo que hemos ignorado en ciertas ecuaciones y en la economía, aunque todos sabemos que cada vez es más importante. En este sentido vale la pena resaltar la experiencia de Fogafín, que para tomar un "*hedge*" tiene todos sus activos invertidos en moneda extranjera. Podría citar algunas compañías aseguradoras cuya política es similar.

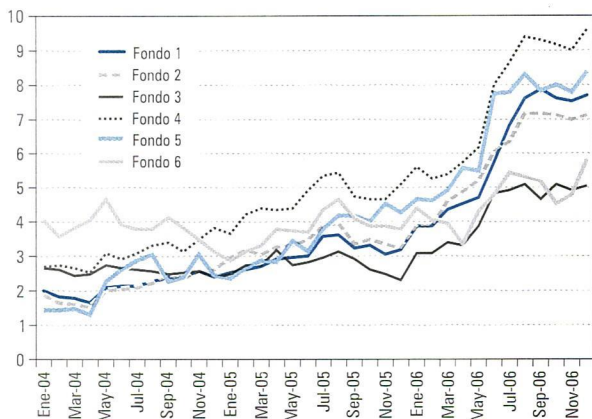
Quiero referirme a las implicaciones y a las diferencias que esto tiene sobre el sistema. En primera instancia, mencionaré un hecho que podrán encontrar en el último Informe de Estabilidad Financiera que presentamos (página 75) y que se refiere básicamente a que los retornos han caído al mismo tiempo en que la volatilidad de los portafolios han aumentado. La gran concentración del portafolio de los fondos de pensiones obligatorios (el único que discutiré en este momento), en activos internacionales altamente correlacionados, ha hecho que el aumento en la volatilidad de los retornos haya incrementado el riesgo. Como lo dije anteriormente, pueden consultar la información en la *web*, en el Informe de Estabilidad Financiera (gráfica 1).

GRÁFICA 1

CORRELACIONES HISTÓRICAS ENTRE PRINCIPALES FACTORES DE RIESGO



VARIANZA DEL PORTAFOLIO



En este vemos la composición de los fondos de pensiones. Todos sabemos más o menos qué tienen y cuánto tienen en TES. En el banco los hemos monitoreado muy de cerca; hemos monitoreado las transacciones *intra día*, sabemos quiénes hacen *tradings* de US\$400 o US\$500 millones al día, y quiénes no. Uno puede ver la fotografía de muchas de estas personas y aunque todo esto es confidencial y no les puedo decir de quién se trata, todos lo sabemos, y en la junta, y en parte en el gobierno, existe una conciencia sobre esta información.

También hay que decir que según Anif los ahorros de las AFP van a alcanzar el 19% del PIB, es decir, 61 billones a finales de 2007; a la tasa de cambio de hoy estaríamos hablando de cerca de US\$30.000 millones. Por este motivo, en el Banco de la República llevamos varios años analizando estos portafolios y hemos producido cierta cantidad de documentos que muestran que esos portafolios –dentro de la teoría clásica de finanzas–, tienen unos problemas de ineficiencia, debido sobre todo a su concentración de riesgos en ciertos activos.

Hoy en día los fondos de pensiones obligatorias representan el 19% del PIB y, como pueden ver, están creciendo (gráfica 2). Esto quiere decir que nosotros, como banco central que busca atenuar los rebalances que puedan ocurrir en el sector financiero colombiano, necesita un mayor nivel de reservas para atender las operaciones que demandan dólares y que pueden inestabilizar el mercado, y la realidad nos indica que somos cada vez más pequeños en términos relativos a los portafolios existentes en el mercado. Es una tendencia que se va a acentuar en el largo plazo; es un problema y una disparidad de mucho cuidado, porque están creciendo exponencialmente.

Al observar varios de los estudios que hemos realizado (algunos de ellos son susceptibles de críticas), luego de establecer una frontera eficiente, lo que

GRÁFICA 2

PORTAFOLIO FPO VS. RESERVAS INTERNACIONALES



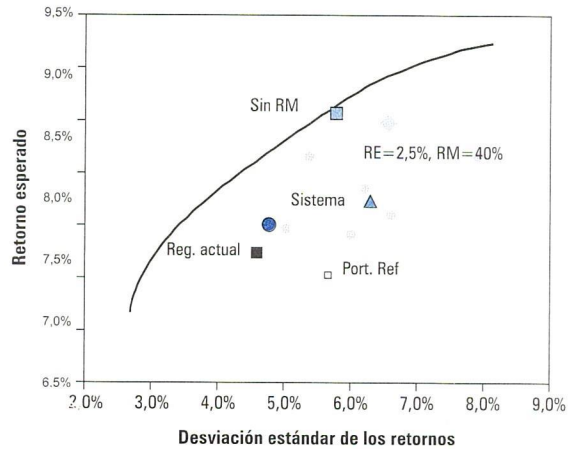
nosotros creemos que son activos que se pueden comprar –en realidad he hablado con muchas personas que manejan los portafolios de los fondos de pensiones y les parece que sí se puede– están en una composición de riesgo retorno por debajo de lo que se conoce como la *frontera de eficiencia*. Una de las cosas que los afecta es la falta de diversificación internacional (gráfica 3).

Un investigador del Banco de la República, Diego Jara, estimó que esta tendencia, en un periodo largo, podría implicar una pérdida del valor total al final de la vida del pensionado de 30%. Y esto nos interesa porque estamos hablando del dinero de todos nosotros. Hablamos de la pensión de todos ustedes, y de la mía. Una de las razones por las cuales creemos que esto ha sido ineficiente –y vamos a mostrar la evidencia– es la regulación a la rentabilidad y en particular la definición de la rentabilidad mínima, que explica las inversiones ineficientes. De nuevo, Diego Jara, quien está ahora con el *Deutsch Bank*, hizo un modelo de cómo la rentabilidad mínima puede explicar ciertas inversiones ineficientes.

Si tenemos una concentración de riesgo, como lo dice el Informe de Estabilidad Financiera, ¿qué debemos hacer?, ¿qué podemos hacer? Siempre he creído que a los fondos de pensiones hay que permitirles diversificarse, ser más rápidos en la toma de muchas decisiones; que puedan constituir los portafolios que consideren adecuados, y no los que se le impusieron por una regulación que lleva más de 10 años para un mundo diferente, con unos objetivos también diferentes, como por ejemplo, el objetivo de desarrollar el mercado de capitales. Al respecto, vale la pena preguntarse si en estos momentos todos nosotros, los colombianos, queremos que nuestras pensiones privadas tengan como objetivo desarrollar un mercado de capitales, o si lo que queremos realmente es asegurar una pensión.

A los argentinos les dijeron que las pensiones tenían otros objetivos y ya han llegado a expropiar las pensiones varias veces en su historia. Las podemos usar para desarrollar el mercado de capitales y si eso es una decisión política, me parece bien. Pero creo que el deber fiduciario de los fondos de pen-

GRÁFICA 3  
PORTAFOLIOS ÓPTIMOS  
MODIFICANDO LA REGULACIÓN ACTUAL



siones es atender a sus ahorradores, a las personas que están próximas a pensionarse, a las generaciones nuevas que se van a retirar con pensiones muy por debajo de las generaciones anteriores. Como ustedes saben, gran parte de los impuestos que pagamos se destinan a cumplirle a un gran número de personas que se subieron en unos sistemas que no eran de capitalización; les dieron concesiones hace 30 años y ahora estamos pagando la cuenta. Puede que en ese momento esto no tuviera un gran impacto sobre el flujo de caja, pero hoy en día es una realidad. Es algo en lo que debemos pensar porque ahora es tiempo de pagar, y si esto no se controla más, pagaremos más. Personalmente me afecta y sé que afecta a muchas personas, aunque no tenga mayor importancia para otras.

Una vez que se tiene una concentración de riesgo de los fondos de pensiones, es el momento de preguntar qué hacer. Si alguien tiene una mejor propuesta para manejar o reducir el riesgo, lo invito a compartirla.

A continuación, quiero mostrarles tres maneras de cómo la diversificación y un sistema moderno ayudan a reducir el riesgo sistémico. Esta es una gráfica muy sencilla basada en un estudio muy conocido en finanzas, del año 74, de un economista llamado Bruce Solnik. Observamos cómo en la gráfica 4.1 tenemos un riesgo sistémico alto, que está en 0,27 y vemos cómo a través de una

diversificación internacional se reduce este riesgo sistémico. Al reducirlo, si uno es vulnerable a una parada súbita de capitales, uno va a estar mucho mejor, ya que tendrá activos externos que se van a valorizar. Creo que esto es intuitivo y bastante sencillo.

La segunda opción es, simplemente, hablar directamente del beneficio de diversificación. Aquí estamos hablando de una *razón de sharpe*. Esto sucede cuando, por ejemplo, se tienen dos activos –lo vemos en el gráfico 4.2– y en vez de concentrarse en uno solo, se concentra en dos; los beneficios de diversificación permiten reducir el

riesgo al contener activos con menor correlación. Obviamente, si los activos tienen todos la misma correlación no se logra nada. Pero es importante saber y mirar las correlaciones. Basilea II quiere que nos movamos hacia allá. La reglamentación de los fondos de pensiones al parecer no lo permite, pero al hablar de un beneficio de diversificación, se puede incentivar un manejo más eficiente.

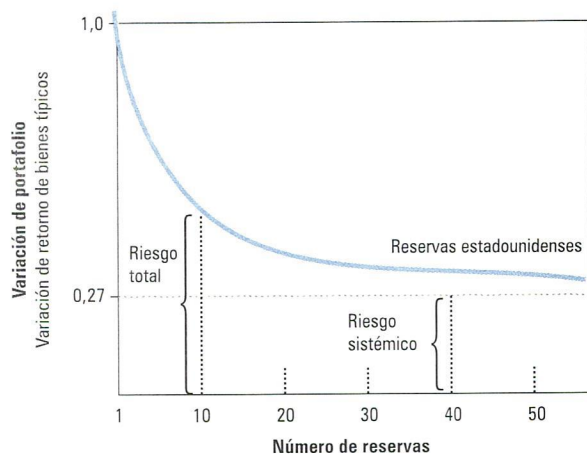
Este es un problema de tres caras. Quisiera llegar a la tercera con un estudio muy reciente e interesante, de Milesi Ferreti y Philip Lane, que habla acerca de la posición de activos y pasivos de los Estados Unidos, y cómo las inversiones de ese país en el extranjero, a través de la diversificación, lo han protegido en los últimos años. Básicamente, el mensaje es el siguiente: Estados Unidos tiene en activos la mitad en dólares y la mitad en moneda extranjera; y sus pasivos son todos en dólares. Cuando se deprecia el dólar se deprecia la mitad de los activos y la mitad de los pasivos; pero la mitad de los activos sube. Esto ha hecho que lo que era la correlación antigua entre cuenta corriente y tasa de cambio se haya roto. En los últimos años Estados Unidos ha aumentado su déficit de cuenta corriente al 6% y, al mismo tiempo, ha reducido su posición de deudor neto frente al mundo.

Recientemente conversé con el gobernador del Banco de Francia y él afirma que a Estados Unidos eso le ha funcionado hasta ahora, pero no sabemos qué pasará en un futuro. La verdad es que lleva cinco años protegiéndolos. Muchos de los entendidos en el tema aseguran que pronto algo va a pasar y cambiará esta realidad; pero lo que sí es cierto, es que han tenido que esperar para verlo.

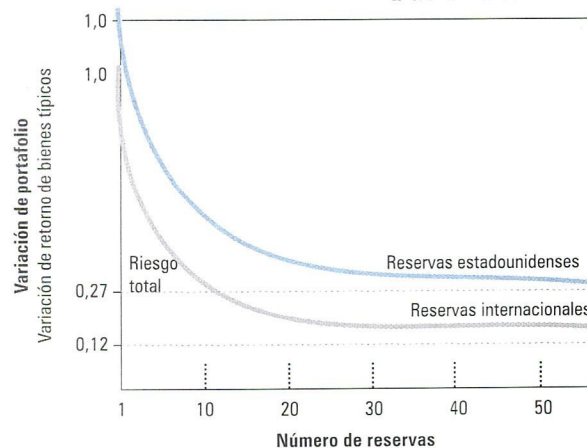
La regulación debería incentivar a las AFP a realizar un manejo eficiente, a considerar riesgos con un horizonte de largo plazo, en aras de maximizar el retorno esperado por unidad de riesgo. Hay una mayor concentración de riesgo y una dinámica por los crecimientos de los fondos vs. las reservas, que es preocupante. Y como hay una concentración de riesgos, hay que buscar unas soluciones. Pregunto a los entes competentes si realmente podrá existir una responsabilidad por omisión por permitir esta alta concentración.

GRÁFICA 4.1

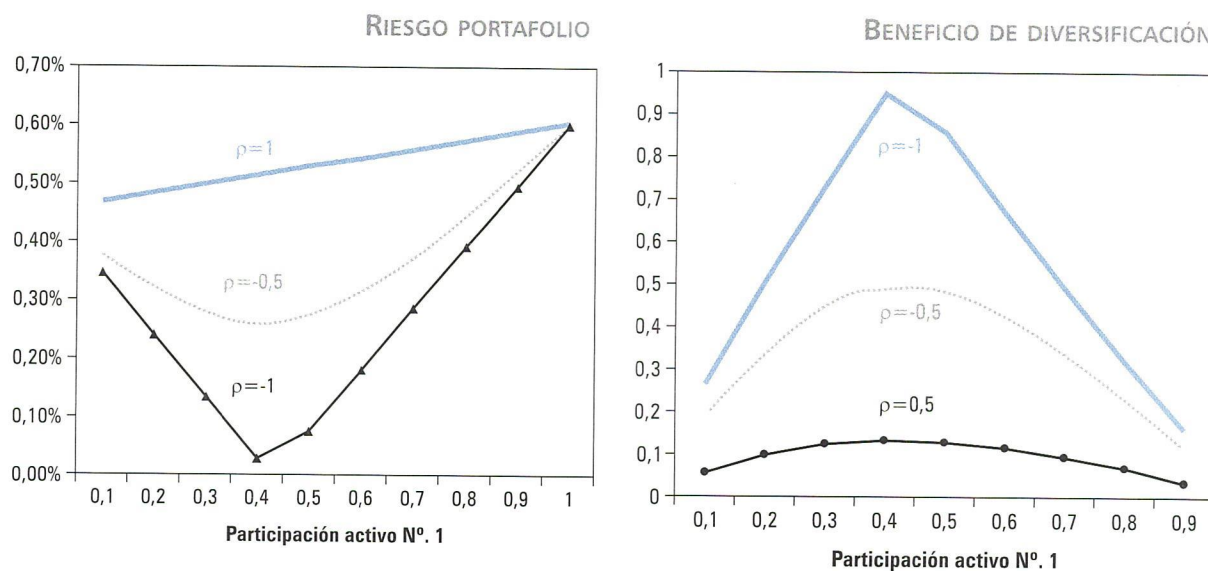
REDUCCIÓN DEL RIESGO A TRAVÉS DE LA DIVERSIFICACIÓN NACIONAL



REDUCCIÓN DEL RIESGO A TRAVÉS DE LA DIVERSIFICACIÓN NACIONAL E INTERNACIONAL



GRÁFICA 4.2



En relación con algunas de las últimas medidas tomadas (encaje marginal a depósito del 40% en pesos por desembolso de crédito externo de corto plazo), me uno a varios miembros de la junta y a muchos empresarios, que han dicho que nos tocó asumirlas, posiblemente porque la Superfinanciera no las quiso tomar, o no las entendió, o no tenía prisa; no sabemos lo que está en la mente de las demás personas. Pero en realidad, al banco central le tocó cumplir una función de la Superfinanciera: la parte prudencial de derivados. ¿Por qué estamos involucrados en eso? Algunas personas argumentan que debió haber sido tema de la Superfinanciera. Yo creo lo mismo, pero no lo hicieron.

¿Cuál es mi propuesta? Es muy sencilla: implementar un esquema mediante el cual cada AFP realiza una asignación estratégica de activos, a través de la conformación de un portafolio de referencia basado en índices de referencia definidos por la Superintendencia Financiera. Nosotros les ofrecemos la asistencia técnica para crear esos índices, si ellos no la tienen, al fin y al cabo los hacemos en el mercado monetario para las reservas internacionales (gráfica 5).

Los nuevos índices definidos deben ser replicables y reflejar el rendimiento de algunos de los activos en los cuales pueden ser invertidos los fondos de pensiones obligatorios, su nivel de inversión y las

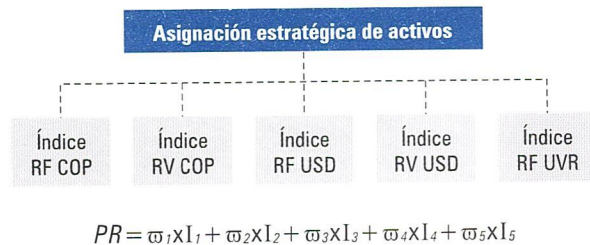
condiciones de liquidez del mercado. Además, esa definición se debe hacer *ex ante*. Hoy en día, la Superfinanciera dice cuánto debió haber sido la rentabilidad *ex post* al final del mes.

Afortunadamente, como codirector, totalmente independiente del tema, no tengo reservas frente a lo que estoy diciendo. Lo he venido diciendo hace más de dos años, desde que hago parte de la junta, y el resultado ha sido el mismo: sin mayor reacción por parte de la Superfinanciera. Realmente no entiendo por qué, ya que el súper es una persona muy capaz y entiende los problemas del sector financiero.

La propuesta es que cada AFP conforme un portafolio de referencia, un *benchmark*, con base en los índices y con varios índices. Es importante movernos hacia una regla de un experto, prudente, diligente y no quedarnos en un sistema de cajones donde pareciera que todo el mundo termina, a largo plazo, comprando lo mismo. Es importante que los lineamientos de inversión acoten la exposición al riesgo crediticio, la calificación mínima por emisión y emisor; límite a la concentración del portafolio por activo, tipo de instrumento y emisor, y que permita la inversión en activos diferentes a los considerados también en los índices de referencia. Es importante que un administrador de portafolio no tenga que mandar una carta a la

Superfinanciera diciendo: ¿Será que puedo invertir en esto? y que esto termine como en *El coronel no tiene quien le escriba*: yo mando una propuesta y no me responden.

GRÁFICA 5



La propuesta también es asegurar un buen desempeño en escenarios de estrés. Como vemos, el beneficio de diversificación produce eso. El portafolio de referencia de la AFP puede soportar, mediante ejercicios de simulación, cuál habría sido la máxima pérdida esperada en efecto de estrés, en episodios como el estornudo de los TES en marzo de 2006 o la crisis de los TES en agosto de 2002, que todos aquí lo vivimos. Para ello es conveniente exigir a la AFP un beneficio mínimo de diversificación en la construcción del portafolio de referencia, establecer un plazo sobre el portafolio de referencia mínimo, un proceso de transición de un portafolio al otro, una definición de un requerimiento de rentabilidad mínima de retorno frente al que obtendría el portafolio de referencia.

Con este sistema manejamos casi US\$20 mil millones como banco central, y así manejan sus recursos administradores tan importantes como Pimco, Oneco, Blackrock, Templeton y muchos otros.

Finalmente, sugiero una evaluación mensual del desempeño, basada en un periodo de 36 meses. En realidad, el documento de la junta habla de uno de cinco años; probablemente me apresuré al definir el periodo así y es algo que hay que pensar y calibrar. Lo importante es que se deben recoger los periodos de estrés de la economía colombiana.

También es importante establecer las desviaciones máximas por el tipo de riesgos, cambiario, duración, concentración, por tipo de instrumen-

to, es decir, establecer el *tracking error* –quienes manejan portafolio saben qué significa. Por otra parte, es importante la implementación de medidas complementarias de gestión que incorporen criterios de eficiencia: *razón de Sharpe* o *razón de información*. Esta idea es totalmente compatible con los multifondos.

Bajo un esquema de multifondos, cada AFP definiría un portafolio de referencia por fondos, que podría reflejar el perfil de los grupos afiliados. Entonces, antes de dividirlo en tres grupos, se observaría primero cómo funciona un grupo, sobre todo porque los multifondos necesitan ley y esta propuesta no la necesita. Esto requiere decisión política y para cada fondo se establecerían lineamientos de inversión como los anteriormente mencionados, de acuerdo con el perfil de riesgo.

En cuanto al marco legal se establecería una regla general sobre administración de portafolios de los fondos de pensiones, de forma experta, prudente, y diligente. Se adoptaría una modificación de la metodología de cálculo de la rentabilidad mínima por decreto. La definición y construcción de los índices de referencia de la Superfinanciera podría hacerse con el apoyo del Banco de la República. Nosotros podemos hacer los índices para que ellos los administren. El siguiente paso hacia la evolución de este mercado es moverse hacia una regulación de “hombre prudente”, idea, creo, que todos ustedes comparten.

Aunque esto no estaba en el borrador que vio la junta, considero que se le debería permitir a los fondos de pensiones obligatorias realizar la cobertura directamente. Sé que en este momento hay intermediarios que no comparten esta apreciación, pero creo que tiene grandes ventajas; por ejemplo, un banco local cuando hace la cobertura, se fondea a corto plazo, mientras que la cobertura de un fondo de pensiones es un activo que puede tener 20 años.

La cobertura cambiaria con derivados basados en una subyacente de tres meses, con endeudamiento a corto plazo; no sé si es algo sano o que pueda generar una gran inestabilidad; éste es un tema que no he entendido muy bien. Existe mucha

gente que hace mucho dinero con eso pero, conceptualmente, si usted no tiene un activo subyacente a largo plazo, es muy difícil hacerlo de una manera estable.

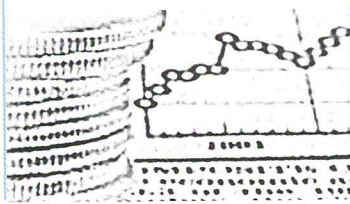
Una tesis que han tenido varios de mis colegas es estudiar la posibilidad de restringir la velocidad de rebalanceo de los portafolios en un momento de crisis. Si uno tiene una asignación estratégica y se encuentra en la frontera eficiente, los ejercicios demuestran que el monto del rebalanceo es mucho menor. Si uno está diversificado, no se rebalancea; pero si mañana hay una crisis, los FPO van a salir a comprar 3.000 millones de dólares y a vender quién sabe qué. Si ellos ya están diversificados, no se va a producir ese tipo de crisis que se genera con el *estornudo de los TES*, como llamamos a la devaluación del año pasado.

Hay que pensar a largo plazo la ponderación del riesgo de los TES. ¿Son realmente libres de riesgo?, ¿le estamos diciendo la verdad a los pensionados?

Hay que observar los resultados de la comisión *Marcel*, en Chile. Después de un consenso político

de todos los partidos, se está sugiriendo que Chile aumente su posición externa permisible a 50%. Es muy importante considerar que hay consenso sobre eso y analizar por qué lo están haciendo y qué significa. Tiene unos grandes beneficios, porque se comienza a blindar la economía, a diversificarla, a fortalecerla. Por supuesto, se deben observar las diferentes correlaciones; una persona puede decirme que en el último momento el dólar y los TES han tenido una misma correlación, pero eso es positivo cuando la marea está alta. Cualquier persona relacionada con el tema sabe que, cuando hay crisis, la correlación es totalmente inversa. Veo caras amigas de quienes tuvieron que vivirlo y saben de qué les estoy hablando: en 2002 fue claro, en 2006 fue claro y en 1998 y 1999 fue claro.

Considero muy importante el tema que he tocado y creo que quienes estamos en esta situación deberíamos retomar unos de los esfuerzos intelectuales más importantes que se han hecho en el país, como fue el de la Misión Alesina sobre nuestra institucionalidad. En un artículo en el que participaron Alesina, Alberto Carrasquilla y Roberto Steiner, decían que, de pronto, la regulación bancaria debería pasar al Banco de la República.



## DESARROLLOS REGULATORIOS NECESARIOS PARA PROFUNDIZAR EL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA

JUAN PABLO CÓRDOBA GARCÉS  
PRESIDENTE DE LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA

Desde los años setenta nos preguntábamos qué debíamos hacer para que el mercado de capitales despegara en Colombia y desde esa época surgió la idea de invitar a conferencistas de países que hubiesen sido exitosos.

Hoy, con base en la presentación de los panelistas que nos presentaron aquí mismo la experiencia de Singapur e Irlanda, se llegó a la conclusión obvia, pero difícil de digerir, de que lo que queríamos era tener la fórmula mágica, pero que ésta no existe. En su reemplazo, hemos entendido que es necesaria una política macroeconómica seria, estable y sostenible; además de una regulación adecuada, que invite al desarrollo, a la innovación de productos y que no inhiba el desarrollo del mercado.

Mencionaban los panelistas que para lograr el desarrollo del mercado se requieren cosas adicionales muy interesantes, como por ejemplo una mano de obra calificada: trabajadores institucionales no solamente conocedores de los productos que uno quiere promocionar, sino en algo tan sencillo como hablar inglés.

Así mismo, los expositores de Singapur y de Irlanda hablaron de tener una infraestructura adecuada para el ambiente de negocios. Ejemplos tan sencillos como contar con un aeropuerto decente para los extranjeros y redes de comunicaciones con costos razonables.

Hace algunas semanas estuve en Londres visitando algunos operadores de sistemas transaccionales y me decían que ellos podían alquilar canales de comunicaciones de una terabyte (un terabyte es igual a 1.000 gigabytes) por 1.000 libras esterlinas al año. Si lo traducimos al mercado local, cuando una conexión a nivel de Bogotá cuesta US\$1.000 al mes –sin mencionar los costos a nivel nacional–, empiezan a generarse problemas de competitividad.

Finalmente, los expositores nos mencionaron un tema muy importante y es que se necesita decisión política: no se trata de un tema del sector privado, sino de un tema que requiere del apoyo del gobierno y de una clara decisión del mismo de querer convertir al país en un centro financiero regional.

Inversionistas y representantes de entidades financieras internacionales opinan que Colombia debería proponerse ser realmente un centro financiero regional. Tenemos muchos de los atributos que se requieren; otros nos tocará construirlos, pero en definitiva lo que se requiere es decisión política.

Este evento es una invitación al gobierno, para que acompañe al sector privado que ve en esta región una oportunidad para generar un poco de desarrollo, y para eso se requiere decisión política.

En la discusión de coyuntura infortunadamente hay que decir que estamos en contravía. Parte del



objetivo de tener un mercado de capitales robusto y que Colombia sea un centro financiero internacional, es que las empresas colombianas puedan competir localmente y en el exterior, gracias a que cuentan con una estructura de capitales que les permite hacerlo.

En gran medida se puede competir si se tiene acceso a recursos de crédito o de capital. Se nos olvida que el acceso al capital es importante. Infortunadamente, esto no hace parte de la discusión en Colombia y nos ceñimos a eso de que la competitividad es única y exclusivamente del tipo de cambio, cuando existen muchos aspectos que nos pueden hacer mucho más competitivos y una de ellas es el acceso a esos recursos necesarios para el desarrollo de las compañías colombianas.

Antes de entrar en materia, quiero hacer énfasis en este tema, que no tiene que ver directamente con el Simposio de Mercado de Capitales, pero que es importante tener en cuenta para poner sobre la mesa todos los aspectos que implican mejorar la competitividad del país.

Uno de ellos es el tema de acceso de capital barato, con el que podamos competir. La competitividad no se consigue cerrando el acceso a capitales al país sino que, por el contrario, hay que crear más oportunidades para conseguirlo. Es bueno que las personas quieran invertir en Colombia, y es bueno que las empresas colombianas tengan acceso a estos recursos económicos.

La competitividad se ha fijado en el tipo de cambio y se nos ha olvidado que hay otro tipo de medidas que no están en el debate público. Haría una invitación al gobierno a que miremos otros temas, pensando en horizontes de mediano y largo plazo. Evidentemente nos hemos centrado en el argumento sencillo de decirle al sector privado que tiene que volverse más productivo de hoy para mañana, cuando sabemos que esto no es posible, y se le ha lanzado un poco la pelota a este sector. Creo que hay muchas cosas que en el sector público se pueden hacer y mi invitación es para que, tanto el gobierno como el Congreso, empiecen a debatir todos esos temas.

Debemos pensar en cosas tan sencillas como los trámites. Por ejemplo, todos sabemos y lo acaba de mencionar Juan Mario Laserna, codirector del Banco de la República, que la autorización para desarrollar e invertir en un nuevo producto en el sector financiero colombiano puede demorar un año, lo que no redundará para nada en el desarrollo de la competitividad. Por otro lado hay que tener en cuenta los trámites para crear una compañía, para hacer empresa, conseguir las licencias del Invima (si es de alimentos), los altísimos costos de transacción que hay en la economía colombiana. Ahora, ¿qué puede hacer el gobierno para disminuirlos y cómo puedo yo como empresario reducir los costos asociados para entregar en garantía mis activos con el fin de que me presten más barato?

Hay unos costos de transacción muy elevados para hacer finanzas estructuradas y creo que el gobierno puede hacer cosas al respecto, pensando en la competitividad del país. De nuevo, el tema de una regulación lenta no sólo en el sector financiero, sino en muchos otros sectores. La disposición existe, siempre hay muy buena apertura, pero las decisiones toman mucho tiempo y esto no invita a que seamos muy competitivos.

En el debate nacional entendemos el tema del cuatro por mil (4x1000) como un impuesto que no les gusta a los banqueros y que no podemos quitar para no beneficiarlos. Pero el punto radica en que los altos costos de transacción generan ineficiencias, incluso en la asignación de mis recursos de liquidez.

El conferencista Khee Giap Tan, de Singapur, habló de tener una política fiscal prudente en el largo plazo, un equilibrio fiscal de largo plazo sobre el ciclo económico, como se ha establecido en las leyes de muchos países, en sus constituciones y que equivale a lo que nos enseñan nuestras abuelas *sobre ahorrar cuando hay platica para que, cuando no haya platica, se pueda coger la que ahorramos*. Cuando se está en el pico del *boom*, cuando se está creciendo a un ritmo del 8%, se tiene que ahorrar generando superávit. En Chile, por ejemplo, la empresa del cobre posee una política en la cual tiene fijado un precio de largo plazo para el

cobre y cuando el precio está por encima de ese largo plazo, toda la diferencia se ahorra. ¿Qué está pasando en Colombia? Pues que tenemos unos ingresos extraordinarios y aunque hemos disminuido el déficit fiscal, no estamos ahorrando los excesos. Simplemente, para balancear el debate, creo que hay muchas cosas distintas a fijarnos en el tipo de cambio y que no se trate de evitar que entre capital a Colombia; el capital es lo que necesitamos para crecer y hay mucho por hacer para que el país llegue a ser más competitivo.

Hoy teníamos una visión un poco más general sobre qué se requiere y cómo empezar a mirar temas puntuales sobre el marco regulatorio de nuestro sistema financiero y de mercado de capitales, para permitir la innovación y generación de nuevos productos. Juan Mario Laserna presentó una excelente charla sobre uno de los principales actores de los mercados de capitales. La mía avanza un poco en dirección de presentar algunas cosas que debemos hacer puntualmente en el mercado colombiano. Quiero añadir que la diversificación internacional de los activos de los fondos de pensiones, no necesariamente implica que éstos no puedan apoyar el mercado de capitales; por el contrario, son perfectamente compatibles y los productos que vamos a comentar van en esa dirección.

## ¿Hacia dónde están evolucionando los mercados?

Cuando se observa la industria financiera en los últimos 10 años, lo que se ve es una proliferación de nuevos productos distintos a la discusión tradicional que hemos tenido aquí, de si las empresas deben emitir acciones, que la deuda pública, que los bonos privados, etc. Hay una evolución que va muchísimo más allá de los productos tradicionales que hay disponibles en el mercado colombiano y que debemos empezar a observar, como son, obviamente, los productos derivados. Pero no hablaré de ellos porque hay un panelista que va a hablar del tema. Por fortuna, creo que finalmente estamos avanzando en la dirección de tener un mercado organizado de derivados en el país.

La mayoría de los mercados, tanto emergentes como desarrollados, están evolucionando hacia nuevos productos. Los inversionistas buscan alternativas para optimizar la estructura de sus portafolios –muy de la mano de lo que ha dicho Juan Mario Laserna– y buscan productos de baja correlación, inclusive de correlación negativa con los demás activos que tienen disponibles en sus portafolios. Hoy en día, a los grandes administradores de portafolios están recomendando invertir en *commodities* y tener una participación de sus títulos en éstos, cosa de la que nadie hablaba hace cinco años. Cada vez los productos financieros tienen un mayor nivel de elaboración.

Los cuatro productos que mencionaré son los siguientes:

### Fondos bursátiles o transables

En primer lugar, los fondos bursátiles o transables de manera bursátil (*Exchange traded funds* o ETF, por sus siglas en inglés), se han vuelto formas famosas de inversión. Se trata de fondos o carteras colectivas de inversión –que por sí solos no implican novedad–, que derivan su valor de una canasta de subyacentes, ya sean acciones, bonos, *commodities*, monedas o índices que, como pueden ver, invitan a la diversificación de portafolios. Otra virtud de estos ETF es que invierten en los activos, algunos de ellos buscan replicar directamente los índices y tienen una gran ventaja y es que se constituyen como fondos pero se transan como si fueran acciones. Se transan en estado líquido donde hay una formación de precios viables, pero tienen la ventaja de que el administrador del portafolio puede tener un fondo cerrado con vocación de inversión a largo plazo, para hacer todo el manejo óptimo del portafolio y, además, tiene la ventaja para los inversionistas, incluyendo los pequeños, de que posee liquidez en el mercado secundario; esto es, que en cualquier momento puedo ir a un mercado, conseguir un precio y conseguir una oferta de compra y de venta.

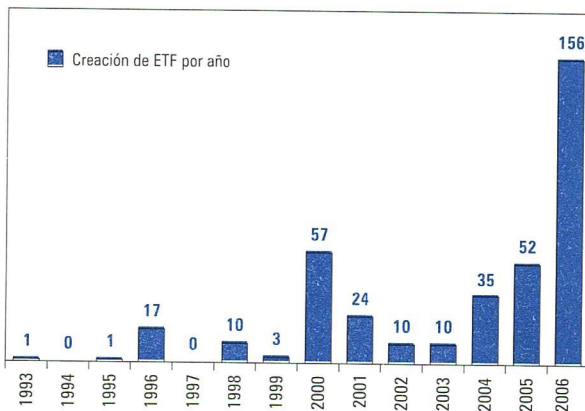
Los ETF son los activos bursátiles de mayor crecimiento en los últimos tres años tanto en Estados Unidos como en Europa. ¿Cómo funcionan? Muy

sencillo. Uno puede tener un inversionista o un grupo de inversionistas grandes que cuentan con un portafolio de activos y los lleva a este portafolio. El portafolio puede hacer nuevas emisiones, una emisión de títulos que le entrega al inversionista y puede hacer otras emisiones en el mercado recibiendo dinero, comprando los activos subyacentes y entregando títulos de participación. Generalmente son administrados por profesionales; hay un gestor profesional detrás de este fondo que está siguiendo el mercado permanentemente y el fondo de esos ETF. Hoy en día los títulos de los ETF se inscriben en los sistemas transaccionales, que pueden ser bursátiles o no, y aquí empiezan a negociarse por precio.

En la gráfica podemos observar la evolución de estos fondos en los Estados Unidos. Tenemos el número de ETF nuevos, por año, y podemos ver cómo ha venido creciendo el volumen desde el año 2000, con 156 inscripciones el año pasado y anticipándose más de 200. Este año en la diversificación de tipos de ETF en Estados Unidos vemos índices sectoriales especializados en acciones un 50%, con *commodities*, moneda, índices extranjeros, índices de renta fija, otros tipos de índice, e inclusive empiezan a generarse otro tipo de fondos que se vuelven fondos de fondos. Con esta proliferación de títulos que siguen diferentes índices yo puedo hacer otro fondo que le haga un seguimiento a ese índice (gráfica 1).

GRÁFICA 1

## EVOLUCIÓN ETFs – ESTADOS UNIDOS



En México lanzaron un fondo que sigue el índice de la bolsa, de tal manera que no se tenga que comprar directamente el portafolio de cada una de las acciones de índices bursátiles, sino que simplemente se invierte en este fondo que, a su vez, refleja el índice de la bolsa y me permite tomar una posición en él. Esto es crítico para el desarrollo derivado en acciones, ya que se puede operar a través de este índice y se pueden hacer operaciones, coberturas y otros tipos de derivados con base en el indicador. En México las negociaciones del fondo que sigue el índice de la bolsa representan aproximadamente un 7% de las negociaciones diarias. Simultáneamente, en Europa y Estados Unidos este es uno de los productos que muestran mayor crecimiento en los últimos cinco años. Mientras tanto, en México y Brasil se han comenzado a lanzar este tipo de productos, innovación que deberíamos importar al mercado colombiano para darle mayor liquidez y, a su vez, mayor oportunidad de diversificación a los administradores profesionales.

No podemos quedarnos simplemente en la estratosfera de plantear que haya estabilidad macroeconómica, sino que vamos a cosas concretas también. Se trata de un producto que se puede promocionar en el mercado local, que traería valor y oportunidades de diversificación, pero hay unos temas regulatorios que debemos mejorar.

¿Qué se requiere? Hay dos tipos de problemas: uno es tributario y el otro es la valoración y negociación de este tipo de instrumentos. El primero tiene que ver con que se aclare en la regulación colombiana que, si al poseer un activo que tiene un tratamiento tributario X, cuando hago una cartera colectiva de ese activo subyacente, el tratamiento tributario debería ser el mismo. Al parecer, la interpretación tradicional ha sido que el activo, al ser parte de una cartera colectiva, se transforma en otro tipo de activo y, entonces, el tratamiento tributario cambia. Se trata de implantar lo que hay en muchas partes del mundo: transparencia del planteamiento tributario, tipo de activo y si, por ejemplo, en el caso de las acciones, éstas son exentas de impuestos sobre la renta, se tenga un fondo donde se invierta solamente en acciones en este tipo y sea exento.

En la cultura tributaria, en el tema de las carteras colectivas, se deben ir haciendo diariamente *shocks* sobre los rendimientos que va acumulando el fondo. Sin embargo, si el fondo es transado en un sistema de negociación o en el mercado público de valores, la venta también está sujeta a retención en la fuente, lo cual hace que haya un doble cobro de este impuesto. Al respecto, se le ha planteado a la Superintendencia Financiera, en particular, que este tipo de fondos que se transan y se negocian en el mercado público, donde hay retención en la fuente, no deberían pagar dos veces este tributo.

En temas de negociabilidad, Juan Mario Laserna mencionaba que se requieren índices para que los inversionistas puedan usarlos como referencia y puedan constituir sus portafolios bajo ese esquema. Al respecto, estamos trabajando precisamente en el desarrollo de índices, pero infortunadamente hoy no los hay. Ojalá fuese tan sencillo como dicen, que en una semana se logren sacar, pero no es tan fácil, aunque reconocemos que sí debemos tener pronto por lo menos el índice de acciones. Ya hay uno constituido, que estamos revisando para relanzarlo, de manera que se puedan generar esos tipos de fondos atados a ese indicador.

Se requiere, como todo en Colombia, un marco regulatorio para la negociación de este tipo de fondos y, en particular, para que los inversionistas institucionales y de otro tipo puedan invertir en ellos. Hay consenso, ha habido mucha apertura, y estamos a la espera de la expedición del decreto de carteras colectivas donde nos referimos a este tema. Por nuestra parte ya se están modificando los sistemas de negociación, vía precio, para que la negociación de este tipo de instrumentos sea una realidad, aunque se requiere la creación de otra norma que se refiere a que, una vez existan los fondos y se transen, se puedan hacer operaciones de retro y operaciones a plazo con este tipo de títulos.

Como ven, hay una idea de un producto nuevo que requiere por lo menos tres o cuatro normas diferentes para poder llevar al mercado este tipo de instrumento. Se ha avanzado mucho en el tema y esperamos poder tenerlo en un par de meses, solicitando la mayor cooperación por parte de las

autoridades para que esta normatividad se expida lo más pronto posible.

### Los fondos inmobiliarios

El otro producto tiene que ver con los fondos inmobiliarios. Hace un par de semanas tuvo lugar un foro en Bogotá sobre el tema, en conjunto con Camacol. La idea de estos fondos es la misma: cómo volver líquidos, a través del mercado de capitales, unos activos que tradicionalmente no lo son, disminuyendo costos de transacción y permitiendo la diversificación de los activos. La idea es hacer un fondo que no se constituye de acciones sino de inmuebles; esos inmuebles son administrados y gestionados por un profesional, administrador del fondo, quien emite unos títulos libremente negociables en el mercado y que son suscritos por los inversionistas. ¿Qué ventajas ofrecen? Diversificación, flujos estables, liquidez en negociaciones en el mercado secundario, mejoramiento de la relación riesgo retorno y, en general, este tipo de activo está bajamente correlacionado o negativamente correlacionado con otro tipo de activos, por lo cual dan oportunidades de diversificación en portafolios.

Sobre su evolución en los últimos años, sabemos que es un producto que ha venido creciendo de manera importante; con más de US\$500 mil millones en Estados Unidos. De hecho, en Europa fue un poco más lento el desarrollo de este tipo de instrumento, pero hoy existen cerca de 200 mil millones de euros en títulos, con un producto que lleva menos años en operación. Más cerca de nuestro entorno encontramos a países como Costa Rica, que ha venido desarrollando en los últimos cinco años una industria de fondos inmobiliarios que lo ha llevado a tener en la actualidad once fondos inmobiliarios que representan inversiones de al menos 2,5% del PIB o uno de US\$600 millones. Hay más de cuatro mil personas invirtiendo en Costa Rica en este tipo de instrumento.

En Colombia, hace más o menos un mes se hizo el primer ejercicio de llevar al mercado un fondo inmobiliario. Fue una emisión realmente exitosa, en la que se buscó colocar cerca de 100 mil millones de pesos y las demandas fueron de unos 487 mil millo-

nes de pesos. Esto lo hizo Estrategias Corporativas en un patrimonio autónomo de estrategias inmobiliarias. Ellos quieren seguir aumentando la oferta de estos títulos en el mercado y, como ellos, hay otras personas buscando crear estos fondos y volver un poco más accesible este tipo de inversión.

Las ventajas son obvias. En la medida en la que uno no tenga que comprar unos inmuebles sino que a través de un título que refleja un portafolio de activos se puedan transar los recursos libremente en el mercado. Aquí surge un importante tema para trabajar y es la regulación de los fondos inmobiliarios.

Una de las grandes ventajas de la diversificación tiene que ver con las posibilidades de apalancarse, entonces los fondos no están permitidos para endeudarse. Podría abrirse un debate para que se les exijan ciertos requisitos y límites en el uso de recursos más eficientes a este tipo de fondos.

Los fondos sobre inmuebles, por ejemplo, deben tener una duración muy larga. La idea de una inversión sobre un inmueble es que sea superior a 20 años. Sin embargo, los fondos hoy día en Colombia están limitados a 20 años. Incluso la titularización estaba planteando una inversión a 99 años.

En aspectos tributarios, la legislación internacional plantea que el fondo no es sujeto de impuesto sino los inversionistas, de acuerdo con su régimen tributario. De nuevo, observamos una filosofía de transparencia frente al inversionista del administrador de fondo. Esa discusión sería más difícil en Colombia, ya que se requeriría una modificación legal. Al igual que en los ETF, el tema de la retención en la fuente es algo muy importante si se van a negociar en el mercado secundario, pues no creo que tengan doble retención.

Uno de los obstáculos para trabajar en este sentido sería el tema de valoración. Puede que quien compra el título tenga una referencia del precio, que está allí todos los días y se está transando en el mercado, pero las normas le obligan a valorar los activos en forma diferente y hacen que se generen diferencias en los portafolios. Hay que avanzar para que las normas de valoración sean transpa-

rentes en la formación de precios que se den en el mercado, con el fin de que estos títulos tengan liquidez; habilitar los mecanismos de negociación y habilitar, al igual que en los ETF, la posibilidad de realizar operaciones a largo plazo en este tipo de títulos. Entiendo que en ninguno de los dos existe restricción por parte de los inversionistas institucionales para participar en ese mercado.

En cuanto a la diversificación internacional, algunos mercados han visto la dificultad de tener una oferta propia de los productos cuando lo que han hecho es traer los productos al mercado local y hacerlos disponibles para los inversionistas locales: estamos planteando que trabajen en una mayor internacionalización de la oferta de productos en el mercado. Hay diferentes modelos, uno de ellos es tan sencillo como ir con el maletín a pedir a las empresas de otros países que vengan e inscriban sus acciones o sus títulos en el mercado colombiano, lo cual es un poco más difícil. El otro es un modelo que se denomina Sistema Internacional de Cotizaciones y se refiere a que el operador local trae del exterior un portafolio de productos y lo ofrece individualmente a los operadores locales; pero las normas locales tienen que permitir que reofrezcan y se comercialicen productos del exterior y que se puedan transar localmente. Este es el ejemplo del pasaporte europeo, que es básicamente cuando hay un convenio entre países, que un emisor de un país puede transar libremente con cualquiera de los miembros de ese convenio.

Observemos en la presentación que el primer modelo es muy sencillo: simplemente el emisor del lado A se mueve al mercado B e inscribe sus acciones. En el caso del Sistema Internacional de Cotizaciones, que estamos proponiendo más para Colombia, hay un promotor en el mercado B (mercado colombiano), que va a ese otro mercado, encuentra un grupo de títulos para traer e inscribe ese título en el mercado colombiano. Esto es posible en Colombia debido que a la Ley 964 permitió la negociación de títulos del exterior en el país, es decir, la oferta pública de instrumentos del exterior en el mercado local. Sin embargo, esta es una norma que no se ha reglamentado aún y tenemos que trabajar en ese sentido.

En países mucho más abiertos que el nuestro, está la idea del pasaporte europeo, que se podría plantear en la región andina, o en Centroamérica (México, Brasil), con valores que hayan pasado del tamiz de una superintendencia igual o más exigente que en otros países, que esos títulos se puedan negociar libremente aquí, permitiendo una mayor oferta de los productos, que se dinamice el mercado de capitales locales y que se le dé la oportunidad de diversificación a los actores que la necesitan.

México tiene de las dos experiencias: tiene la inscripción directa de valores de algunas compañías del exterior. Es el caso particular del Banco Santander y el Banco BBVA de España, que están inscritos como emisores del banco local y ha sido muy exitoso en éste que se llama el Sistema Global de Cotizaciones. Tienen en este momento casi 300 valores del exterior inscritos, que circulan y se transan libremente en el mercado local. Son 200 acciones, 58 fondos o ETF que siguen el comportamiento de índices y de otros tipos de activos subyacentes y tienen 38 emisiones de deuda de diferentes países.

La diferencia entre el primero y segundo esquemas es que, en el primero, es el emisor quien se inscribe. Por supuesto, si le proponemos a Microsoft que se inscriba en Colombia, no lo haría. Pero en el esquema B, la bolsa o los promotores de mercado de capitales o un banco, consiguen una lista de productos y los inscribe para que se puedan negociar libremente en el país. Ese *sponsor* debe cumplir unos requisitos para transferir la información que el emisor pone en el exterior a disposición de todos los inversionistas en el mercado local, pero amplía la oferta de productos disponibles.

Ya son más del 50% de las emisiones que hay disponibles en México; del total de ellas, 203 son extranjeras y 385 locales –en la bolsa de valores del Perú también tienen este tipo de programa. Lo más importante es que, del volumen negociado en el mercado de valores de México, el 15% corresponde a este tipo de instrumentos y uno de los grandes actores son los fondos de pensiones mexicanos, que encuentran localmente productos de diversificación internacional.

Hay algunas recomendaciones para avanzar en esta dirección. En el caso de inscripción de valores extranjeros, en Colombia hay una norma que establece que se deben reportar estados financieros 30 días después del cierre del ejercicio. En otros países el ejercicio no está uniformizado al año fiscal, sino que existe la posibilidad de escoger el ejercicio fiscal cuando quiera y adicionalmente se puede escoger entre 60 y 90 días para reportar la información. Esto puede ser una barrera para que muchos emisores voluntariamente se quieran inscribir, en razón a que los requisitos son mucho más exigentes aquí.

En cuanto a las normas de gobierno corporativo, hoy se exige que el emisor tenga un código de buen gobierno para que los fondos de pensiones puedan invertir en ese tipo de valores. Habría que establecer algún tipo de norma que homologue los estándares de gobierno corporativo internacionales o del país de origen del emisor para que los inversionistas internacionales puedan actuar. No podemos decir a los inversionistas que adecuen sus estatutos y sus normas al mercado colombiano, porque no van a venir. Si las normas que ellos están cumpliendo son equivalentes y comparables, se trata de tener una aproximación hacia ese tipo de normas o exigencias y permitir que haya la inscripción y negociación de esos valores. Reaparece el tema tributario: evitar la doble tributación y, así como las acciones son exentas de impuestos sobre la renta, se debería aplicar la exención para la inscripción a inversionistas locales. No obstante son temas que hay que aclarar.

Necesitamos además una adecuación del marco jurídico y la expedición de un decreto que cree el registro de estos valores internacionales, que habilite a los intermediarios a ofrecerlos y que nos habilite a nosotros para negociarlos. Esta idea está planteada, pero está pendiente que el decreto sea expedido. Tendríamos que acordar cuál sería la responsabilidad de los inversionistas locales que, evidentemente, no la tienen sobre la calidad de la inversión, más allá de simplemente dar la información al mercado. Aquí hago uso de la invitación del Dr. Juan Mario a que el Banco de la República está presto a colaborar con el asunto; sin embargo, hay una serie de temas cambiarios que hay que entrar a clarificar. Por ejemplo, si la

inversión de un residente en un título extranjero que se negocia localmente, la operación de liquidación entre residentes y divisas no está permitida, habría que analizar si es posible liquidarla y cuál sería el mecanismo. Es importante aclarar para no tener responsabilidades legales o fiscales.

Cuando hay una doble inscripción en acciones, puedo comprar la acción en México; pero si está inscrita en Colombia, la idea es encontrar una mejor oportunidad para vender la acción en nuestro país. Con la interpretación actual de la norma, no es posible hacer esa operación cambiaria. Se debe analizar la viabilidad de esa transferencia de títulos en el portafolio, que al fin y al cabo son de un mismo actor, si se quiere ampliar nuestra flexibilidad y nuestra oferta de producto.

La estructuración y aprobación de los productos requiere un largo trámite en Colombia. Los mercados han venido evolucionando para hacer estos procesos más ágiles. Todos los días se están ofreciendo productos a diferentes tipos de inversionistas, por supuesto en primera medida a inversionistas profesionales que tienen diferentes niveles de requisitos, pero algunos ya estructurados con ciertas restricciones a capital son ofrecidos al mercado de *retail* y permite diversificar.

La gran ventaja de todo lo que he mencionado es que podríamos superar la discusión de que las empresas colombianas no quieren emitir, porque muchos de los productos de los que hablo no requieren de la voluntad de las empresas para emitir, sino que vamos a poder aumentar la oferta de productos a través de diferentes mecanismos. Los productos estructurados buscan mejorar la relación riesgo-retorno, utilizar la volatilidad de los mercados para mejorar las alternativas disponibles, aprovechar las correlaciones entre diferentes activos financieros, el uso de productos derivados como parte inherente al manejo de portafolios —hace 10 años hablábamos de un manejo de portafolios tradicionales— pero hoy en día los derivados son inherentes a la administración de portafolios y no los estamos utilizando.

Para citar un ejemplo, es posible emitir una nota en el mercado, donde yo le protejo el capital y la ren-

tabilidad de un título que dependa de la valorización del mercado de acciones de Tailandia. En ese momento lo que hago es que, como administrador del portafolio, compro unos títulos de deuda cuya rentabilidad asegure un periodo de dos o tres años, y compro opciones en el mercado derivado sobre el índice, sobre unas acciones del mercado de Tailandia o cualquier otro mercado. Si las opciones no me funcionaron, la rentabilidad de esas opciones es cero, pero el capital se protegió con la inversión en renta fija que a través de los rendimientos preservó el capital. Pero si el derivado o las opciones que compré se apreciaron o se valorizaron, puedo ejercer esas acciones o ganarme la utilidad y voy a tener el capital protegido en el 100% y adicionalmente tengo una ganancia de capital.

Se trata de productos muy apetecidos a nivel internacional y al que los inversionistas están accediendo de manera regular. Los bancos internacionales los ofrecen a todos los administradores de portafolios y es algo que deberíamos observar más en Colombia; con tasas de interés del 2 al 3%, a cualquiera le interesa, aunque se esté apostando en las bolsas asiáticas donde la rentabilidad es del 8%.

Debemos aceptar que este tipo de productos existen en el mundo, que debería ser normal ofrecerlos en Colombia. Debería existir una norma general para su emisión para que el inversionista sepa qué es lo que le van a pedir para su autorización. En el tema de valoración, como los elementos estructurados probablemente tengan componentes de títulos locales con títulos del exterior, las referencias de precios de componentes del exterior tendrían que ser internacionales y no tenemos validado un proveedor de precios internacionales. Debemos aplicarlo para poder valorar este tipo de instrumentos.

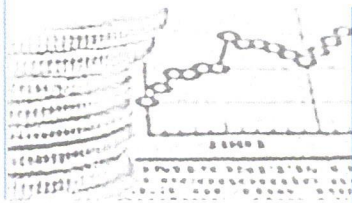
Si no lo hacemos, tendremos inversionistas institucionales que saben valorar y administrar pero que, desde el punto de vista contable, van a tener diferencias entre la norma de valoración autorizada en Colombia y la verdadera valoración de mercado. La inversión en derivados no está permitida para todos los actores; al menos la inversión para otro tipo de productos como *commodities*. En la medida en que se empieza a construir en el mercado

de capitales, se amplía la oferta de inversiones. Si no puedo invertir en derivados y poseo una nota estructurada que tiene un derivado en un 5%, no estaría capacitado para hacer tal inversión.

Si tenemos una política de manejo de portafolios mucho más general, será la escogencia de los instrumentos lo que genere la diferenciación de los

administradores de portafolios. Que sea claro que estos instrumentos existen, que se puedan transar en Colombia, que el proceso de estructuración y aprobación sea relativamente ágil y que los inversionistas institucionales y profesionales puedan participar en este mercado con tranquilidad. La creatividad del sector privado está allí para ofrecer estos productos.





## OBSTÁCULOS QUE ENFRENTAN LOS EMISORES EN MATERIA REGULATORIA

DIEGO CÓRDOBA MALLARINO  
PRESIDENTE DE VALOREM

Colombia es un país que hoy está de moda. No es comparable a Suiza, pero debemos decir que es el secreto que estaba escondido detrás de un armario y que ha sido encontrado por una serie de inversionistas. Es un país que ha tenido un crecimiento económico sostenido durante los últimos años y bajos niveles de inflación, de un dígito.

Tenemos importantes niveles de inversión extranjera, poco vistos en los últimos tiempos, unos buenos niveles de seguridad y estabilidad económica, y se nos presenta, como país, un tema interesante –al igual que en el caso de Chile y otros países de América Latina–, que es el crecimiento en los fondos de pensiones obligatorias y voluntarias, a una tasa del 26% acumulada desde 1997. Sin embargo, si uno compara a Colombia con otros países, debería haber más emisiones de acciones de las que hay. Es como una rara apatía frente al tema. ¿Qué sucede?

Colombia tiene un nivel de crecimiento del PIB casi por encima del de la región; con excepción del año 2004, ha tenido un crecimiento compuesto anual del 31%, entre los años 2002 y 2006, de los flujos de inversión extranjera, pasando de 2.1 billones de dólares a 6.2 billones de dólares. La capitalización bursátil se ha quintuplicado, pasando de 11.1 billones de dólares en 2002 a 56.2 billones de dólares en 2006. Obviamente este fenómeno

se ha presentado en otros países de América Latina como Brasil –de donde ha pasado de 124 a 710– o en Chile, –que ha pasado de 60 a 174 y ya se había desarrollado de manera importante para el año 2002– y en México donde ha pasado de 286 a 834 billones de dólares.

Si uno observa el componente de capitalización bursátil *per cápita* sobre el ingreso *per cápita*, Colombia tiene un espacio para crecer. Se podría pensar que este 42% *versus* el 120% de Chile –que podría estar un poco recalentado por el control que tienen los fondos de pensiones chilenos para invertir fuera de Chile–, nos da un espacio para crecer eventualmente en acciones. Y podríamos pensar que México tiene unos niveles adecuados en el 99%.

El dinamismo de los mercados emergentes ha impulsado a Colombia. La evolución de acciones negociadas en Latinoamérica del año 2000 al año 2006 ha tenido un crecimiento compuesto anual de 19,3%, pasando de 149 billones de dólares a 428 billones de dólares. De estos 428 billones de dólares, Colombia representa 3,5%; pero ha tenido un interesante crecimiento compuesto anual de 68,5% en el mismo periodo, pasando de 0.7 billones de dólares a 15 billones de dólares.

En términos del número de emisiones en el mercado público de valores, el gran ganador es Brasil con

80 emisiones en el periodo 2004 – 2007, seguido de Chile con 31 y Colombia con 13. La verdad es que sigue pareciendo poco al lado de otros países latinoamericanos.

No obstante, al observar algunos papeles que se han emitido, Colombiana de Inversiones ha tenido una rentabilidad acumulada de su fecha de emisión del 34,5% anual; Inveraval, del 55,6% habiendo sido emitida durante 2004; ISA del 53,6%; Colpatria del 46,8% emitida en 2005; Inversiones Balsimesa del 27,7% y ETB del 8,1%, entre otros. Uno a veces le pregunta a algunos de estos emisores si está contento de haber salido al mercado de acciones y la respuesta es siempre sí; estas rentabilidades son dicientes y, a mi parecer, muy atractivas.

Si analizamos el mercado de capitales como un ente, como un objetivo ¿quiénes son los primeros a los que volteamos a mirar como posibles inversionistas? Los inversionistas institucionales, por supuesto. En Colombia los fondos de pensiones tienen 26.1 billones de dólares para invertir; las compañías de seguros, 5.1 billones de dólares y las fiduciarias, 0.3 billones de dólares. Para 2006 tienen 31.5 billones de dólares y, si lo comparamos con Chile, las administradoras de los fondos de pensiones tienen 91.1 billones de dólares y la banca privada 40 billones de dólares. Es un tema interesante que es la organización de las fortunas que se han hecho en Chile a través de bancas privadas que están invirtiendo como inversionistas institucionales, las compañías de seguros 26.2 billones de dólares, fondos mutuos 15.6 billones de dólares, fondo de inversión 3.6 billones de dólares, y otros 0.4 billones de dólares, para un total de 176.8 billones de dólares; la diferencia es impresionante.

Si analizamos cuál es la concentración de inversión en Colombia, observamos que hay una alta concentración en deuda pública. El 45% de los portafolios de las AFP están en deuda pública, sólo 13% (para diciembre de 2006) está en acciones y 31% en renta fija versus países como Chile, que tienen en deuda pública sólo del 12%, en acciones el 17% y en fondos extranjeros el 31% –aunque tienen un límite del 30%. En esencia, esto es lo

que está jalando las inversiones de los fondos de pensiones.

Si uno pensara que estos 26 billones de dólares se pueden convertir en aproximadamente 52 billones de dólares en cuatro años, deberíamos estar al nivel con la capacidad de inversión que pueden tener los fondos de pensiones, en acciones, y que serían alrededor de 15 billones de dólares disponibles para este mercado. Hoy en día los fondos de pensiones tienen 3.4 billones de dólares invertidos, mientras que en Chile tienen 15.5 billones de dólares. En Colombia podrían invertir hoy por hoy más de cinco billones de dólares; pero suponemos que si no los tienen invertidos en acciones, es porque faltan alternativas, porque no hay emisores.

Los fondos de pensiones obligatorias crecen exponencialmente. Desde el año 2000 hasta el año 2006, tomando 2006 en términos constantes en dólares, han tenido un crecimiento compuesto anual del 32,5%, llegando a 20.8 billones de dólares. Sin embargo, la inversión de los fondos de pensiones obligatorias en acciones ha crecido 79,8%, pasando de 0.1 billones de dólares. Esta cifra puede parecer muy interesante, pero sigue estando muy por debajo del límite que tienen que es del 30%; estoy seguro de que si hubiera más alternativas, invertirían más. Basta con observar el caso de Isagen, donde los fondos de pensiones se tomaron el 80% de la emisión, y creo que las que vienen de Ecopetrol tendrán un comportamiento similar, pues hay gran apetito. Evidentemente, si sumamos los fondos de pensiones totales, incluidas las voluntarias, esperamos que se acabe el año con un total de 29.6 billones de dólares, cercano a la cifra de 30 billones de dólares que mencionaba Juan Mario Laserna anteriormente, y una inversión en acciones de 4.3 billones de dólares, que es muy interesante.

Por supuesto, todo este fenómeno de acciones ha venido acompañado de una disminución de la tasa de interés, el DTF ha pasado del 12,3% en 2001 a 7,4% en 2007, mientras que la rentabilidad del IGVC de 2001 a 2007 ha sido del 47% anual. Se espera que las tasas de interés con estas medidas suban al finalizar este año. Obviamente, los potenciales clientes de las nuevas emisiones son los fondos de pensiones, pero no están solos; hemos

visto que dentro de las compras que se realizaron a diciembre del año pasado, 42% fueron de personas naturales, también el 43% de los vendedores son jugadores importantes dentro del mercado.

Entre las consideraciones que debe tener en cuenta una compañía para ingresar al mercado de acciones, el proceso para llevar a cabo una oferta pública de acciones es sencillo: consta de siete pasos totalmente explicados y poco complejos, una tarea a la que se debe dedicar un tiempo de 15 a 17 semanas. En Brasil se han inventado un esquema llamado *el nuevo mercado*, en el que básicamente las compañías se comprometen a una serie de regulaciones de gobierno corporativo y de transparencia. Existen paneles de arbitraje en la resolución de conflictos entre inversionistas y compañías, que ofrecen un sistema más seguro, rápido y espontáneo para los inversionistas y que mercadean una mayor transparencia de apertura. Las últimas emisiones que se han hecho en Brasil se han hecho a través de este mercado.

En Chile se inventaron el *mercado emergente*, establecido para que las compañías chilenas que tienen nichos de mercado puedan encontrar un medio para obtener recursos de capital. En esencia, compañías chilenas como Replay, como Sonda, se están metiendo en este mercado por las ventajas que ofrece y que veremos a continuación.

Comparemos a Brasil, Chile y Colombia en términos de acciones. En el *nuevo mercado* de Brasil se pueden emitir sólo acciones ordinarias; en Colombia seguimos teniendo varias alternativas, y en Chile tenemos acciones ordinarias y preferenciales. En Brasil existe un mínimo flotante libre obligatorio del 25%; en Colombia el mínimo flotante libre es del 10% al igual que en Chile. Tengo entendido que en Colombia existen iniciativas de poner este flotante en el 20%, lo que me parece una iniciativa y una señal no adecuada al mercado. Es importante primero desarrollar bien el mercado y después observar el comportamiento; evidentemente, si una compañía que entra en el mercado tiene éxito, eventualmente querrá emitir más.

En Brasil hay derechos de *tag alone* en el caso de cambio de control, al igual que en Chile y en

Colombia. En términos de estados financieros no hay grandes diferencias entre los tres y en términos de reportes también están equiparados. En términos de gobierno corporativo, en el caso de Brasil la junta directiva debe tener al menos cinco miembros de los cuales 20% deben ser independientes y los minoritarios deben tener al menos un puesto. En Colombia la junta directiva debe tener por lo menos cinco miembros, de los cuales 25% deben ser independientes; no tienen un periodo mínimo establecido por ley y no existen puestos establecidos para los accionistas minoritarios.

En Chile, al igual que en Brasil, no existe un mínimo periodo establecido por ley para la junta directiva, no existe un puesto preestablecido para los accionistas minoritarios y la junta directiva está obligada a incluir como anexo, una síntesis fiel de los comentarios de los accionistas que tengan el 10% o más de las acciones.

Desde el punto de vista de la deslistada, en Brasil hay obligación de mantener una oferta usando criterios económicos para los casos en que se quieran deslistar. En Colombia hay un derecho de retiro de los accionistas para casos de deslistamiento y en Chile lo hay para casos de deslistamiento o desmejoramiento de sus derechos.

En términos de la colocación, en Brasil es necesario presentar, al momento de ésta, el concepto de una firma de abogados que explique claramente cuáles son los derechos de los accionistas minoritarios. En Colombia se obliga al emisor a presentar un informe anual de gobierno corporativo, debe demostrar utilidades operativas en alguna vigencia anual anterior y debe tener un patrimonio mínimo de 7 mil millones de pesos.

Como vemos, no hay grandes diferencias. Sin embargo, se observa que existen barreras que son culturales y mentales al momento de entrar al mercado accionario. En Colombia hay una alta concentración familiar en las compañías: 68% de las empresas en Colombia son familiares, lo que hace que los dueños de estas compañías tengan temor a la pérdida de control. En Colombia 68% de las empresas y en Chile el 66% son familiares y, de ellas, 73% han sido fundadas después del año

70. Estas últimas, que van a enfrentar un cambio generacional, tienen dos maneras de hacerlo: una es haciendo una transferencia de mando con la venta de la compañía –esa transferencia se puede manejar quitando el manejo del negocio a la familia, invirtiendo en bolsa o sencillamente haciendo una transferencia de mando con unos acuerdos muy fuertes entre los familiares.

En estudios que se han realizado de bursatilidad de empresas familiares y no familiares en Europa, las empresas familiares alemanas que se han metido en bolsa han tenido unos crecimientos en sus índices de 206% frente al 47% de las que no se inscribieron en bolsa. En Francia el índice es del 203% de las que se inscribieron en bolsa frente al 76% de las que no lo hicieron. Por consiguiente, podríamos decir que para un cambio generacional meterse al mercado público tiene sentido.

Pero, por otro lado, existe un temor a las reorganizaciones administrativas en las sociedades, a los gobiernos corporativos, a los miembros independientes de las juntas, a los comités de auditoría, a los comités de conflictos de intereses, etc., a los requisitos exigidos, que todos pueden cumplirse, y la sugerencia es que las empresas que estamos inscritas en bolsa le contemos a las que no lo están que esto no es una pesadilla.

Otro tema importante es el temor a la entrada de capitales desconocidos y extranjeros. Si bien existen controles muy fuertes, lavado de activos, etc., siempre existe el temor, por parte de los dueños de las compañías, sobre quién será su socio. Recuerdo hace mucho tiempo cuando estábamos en Sofasa, discutimos con nuestros socios franceses y japoneses la posibilidad de entrar al mercado público y de tener un mecanismo de salida para nosotros a través del mercado de acciones. La primera reacción de los franceses y los japoneses fue de temor frente a socios desconocidos. Además, existe un temor reverencial a la revelación de información al mercado o información eventual.

El último tema que siempre está latente, es el riesgo de estabilidad jurídica en las reglas de juego: en Colombia los inversionistas tenemos una angustia frente al cambio de las reglas de juego; de manera

que éstas tienen que ser claras para que la gente se sienta segura. Cuando los emisores se alistan en bolsa tienen muchas ventajas, por ejemplo, la consecución de recursos que no necesariamente son baratos al momento de hacer la emisión. Si hay rentabilidades interesantes puede resultar a la postre baratos versus endeudarse, pero al principio no sonaría que son baratos. Esos recursos se pueden utilizar para disminuir los niveles de endeudamiento, expandir las operaciones de las compañías, invertir en activos operacionales y buscar un mecanismo de liquidez para los accionistas. Es obvio que si yo tengo todos los huevos invertidos en la misma canasta, y tengo posibilidades para desinvertir una parte e invertir en otros sectores, o en otras compañías que estén listadas en bolsa (el caso de Chile), lo voy a hacer, pero hay que tener alternativas.

Al listar las compañías en bolsa, éstas normalmente mejoran su estructura de balance, tienen la posibilidad de tener inversionistas extranjeros, pueden tener una valoración permanente. Siempre saben cuál es su *market cap* y qué piensan sobre ellas, y esto obliga a tomar decisiones permanentemente con respecto a lo que ocurre con la acción. Por supuesto, ello conlleva a una gestión en la cual la imagen corporativa es muy importante y genera mayor transparencia.

También los inversionistas tienen grandes ventajas: diversifican los niveles de riesgo y aumentan los niveles de retorno de sus portafolios al recibir no sólo dividendos, sino también potencial de valorización en las acciones en las cuales están invertidos. Diríamos que, en comparación con Chile y Brasil todo esto es gratis. Pero lo importante es hacer comparativos de manera constante, entendiendo que el mercado es globalizado hoy por hoy y, siendo así, el dinero va a donde mejor le va.

El mercado de empresas emergentes en Chile tiene un tema interesante y es que los accionistas que invierten en él están exentos de las ganancias de capital, desde el primer día, hasta por un periodo de tres años sin importar su bursatilidad. Después de tres años estas empresas siguen disfrutando de este beneficio tributario, en la medida en que tengan, como dirían en Chile, presencia bursátil

(alta bursatilidad). Este es un incentivo que, por ejemplo, hace que si una empresa chilena como Centrosur quiere venir a comprar una empresa que esté inscrita en bolsa, lo que le sucederá es que va a dejar ganancias de capital de la bolsa, y las ganancias de capital se van a dar en razón al crecimiento del mercado de Colombia, porque el chileno ya está maduro; evidentemente lo van hacer en Chile y no aquí ya que estamos compitiendo contra eso.

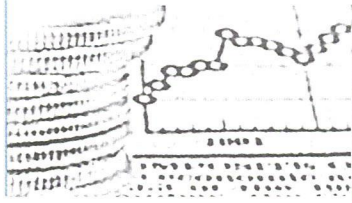
En Colombia tenemos exenciones hasta por el 10% solamente a las ganancias de capital alto. En Brasil los inversionistas no tienen impuestos a las ganancias de capital y los locales que están en bolsa tienen el 15% de impuestos, así que los brasileños están a medio camino.

Como conclusiones básicas podemos afirmar que en Colombia hay inversionistas con el capital requerido para hacer del mercado de valores un mercado ágil y dinámico. No hay obstáculos para que los emisores puedan ir al mercado de capitales; existen, sin embargo, vacíos en la normatividad del

mercado de valores, pero éstos no obstaculizan de ninguna manera el acceso ni la permanencia en ese mercado.

Hay cosas que se pueden hacer. Por ejemplo, debe haber tratamiento igualitario entre los inversionistas locales y los extranjeros para favorecer a los emisores; debe reglamentarse, por ejemplo, el *book building* para la emisión de acciones. Son cosas que van a venir, y que van a ayudar a que el mercado se sofisticue. Pero, en esencia, lo que hay que hacer es generar incentivos para estimular a los emisores a salir al mercado de capitales (como en el caso de Chile), y hacer un trabajo muy duro con las empresas medianas y grandes del país, de educación y de concientización de cuáles son las ventajas que hay al entrar en un mercado de capitales.

Debemos buscar que las empresas medianas colombianas entren al mercado a través de estos estímulos y, obviamente, el mercado de valores es una de las mejores soluciones para la alta liquidez que tienen los inversionistas institucionales.



## DERIVADOS FINANCIEROS EN COLOMBIA: ASPECTOS REGULATORIOS Y DE MERCADO REQUERIDOS PARA SU DESARROLLO

CRISTINA CHANG TANG

DIRECTORA EJECUTIVA • GRUPO DE DERIVADOS PARA AMÉRICA LATINA  
JPMORGAN CHASE BANK, N.A.

¿Qué es un derivado? No se trata solamente de un concepto matemático. Si nos basamos en la definición del *Wall Street Journal*, un derivado es un instrumento financiero cuyo valor de mercado se basa o se deriva de un activo subyacente, como una acción, un bono, un tipo de cambio, un *commodity*, o un crédito.

Los derivados benefician a los participantes de mercados al proveer cobertura de riesgo de mercado –generado por diferentes activos financieros tales como el tipo de cambio, las tasas de interés, acciones, créditos, *commodities*– y, por lo tanto, les dan flexibilidad a los participantes para diferenciar la toma de decisiones de financiamiento, manejo de liquidez y cobertura de riesgos, por ejemplo, en el manejo de pasivos para soberanos o corporativos.

Así, un soberano o un corporativo pueden, por un lado, escoger o hacer un financiamiento en el mercado de deuda más eficiente y más económico y, por otro lado, utilizar un derivado para cubrir un riesgo de tasa o tipo de cambio que pueda generar este pasivo.

Por ejemplo, la república se puede endeudar en el mercado de euros –que es el más eficiente y es el más líquido en ciertos momentos de mercados– y después puede volverse hacia un derivado donde convierta ese pasivo de euros a pesos colombianos o a dólares.

¿Cómo pueden los inversionistas utilizar los derivados para el manejo de activos? El uso de derivados permite a los inversionistas cambiar el perfil de la cartera de inversión y reducir la volatilidad de las variables de esta cartera. También les permite invertir en instrumentos que no están fácilmente disponibles en los mercados convencionales o en los mercados locales, porque a través de ellos pueden incorporar otras estructuradas. Por ende, los derivados reducen, aunque no eliminan, el nivel general de riesgos en los mercados financieros, al optimizar la distribución de riesgos a las partes con mayor capacidad y apetito para manejarlos.

Como resultado del uso y los beneficios de los derivados vemos un incremento exponencial en el monto de contratos de derivados vigentes en los últimos años. En los últimos siete años, desde junio de 2001, ha habido un incremento anual de aproximadamente US\$100 mil millones en contratos vigentes de derivados; a junio de 2006 tenemos un crecimiento del 3% o 4% con un opcional vigente de US\$350 mil millones de dólares, principalmente en derivados de tipo de tasa que son los más líquidos. Los segundos derivados más comunes son los de tipo de cambio en moneda y los terceros más comunes son los de acciones y los de *commodities*. Otros que están desarrollándose fuertemente son los mercados de derivados de crédito, que han crecido muy significativamente en los últimos tres a cuatro años.

Tanto en los mercados locales como en los mercados *off shore* externos, existen dos tipos de mercados de derivados: unos son los que transan en la bolsa, los que llamamos derivados listados, y otros son los contratos privados bilaterales conocidos como *over the counter*. ¿Qué son los derivados listados? Son opciones futuras que se asemejan a los *vanilla*: transan en una bolsa organizada y se hacen sobre diferentes activos, ya sea tasas de interés, índices accionarios, energía, *commodities* y tipo de cambio. Generalmente se caracterizan por ser futuros a corto plazo, con un vencimiento fijo que va de dos a tres años máximo, dependiendo del activo. Decimos que son productos “bastante *vanilla*”, pues proveen con futuros como *calls* o *puts* y son contratos bastante extensos en el mercado organizado; y en mercados emergentes la liquidez puede ser bastante limitada.

Ejemplos de bolsas organizadas donde se transan derivados listados en Estados Unidos: el *Chicago Mercantile Exchange*, el *Chicago Board of Trade* o *Nimex*. De los mercados en Latinoamérica tenemos en México el *Mexter*, que lleva ya varios años, y últimamente ha empezado a generar más liquidez; en Brasil tenemos un mercado de derivados listados muy profundo y bastante líquido que se intercambia en el *Bovespa* y en la Bolsa de Mercaderías y Futuro que es el *BMF*.

El segundo tipo son los derivados privados, que son básicamente contratos bilaterales y son aquellos que llamamos *Over the Counter*. Son típicamente productos como *swaps*, *forwards*, opciones y productos más estructurados; híbridos que combinan básicamente un derivado sobre una canasta, o una combinación de activos, por ejemplo, tasas de interés con acciones, o tasas de interés con crédito.

La diferencia de los derivados *Over the Counter* con los derivados listados es que los primeros son estructurados más a medida de la necesidad del cliente, por ser contratos bilaterales y pueden negociarse más a largo plazo; son estrategias mucho más flexibles y estructuradas, en las que se pueden organizar volúmenes mucho más grandes de los que se podrían transar en un mercado de derivados listados, y tienen la ventaja de que se pueden hacer productos híbridos, como mencioné

anteriormente, un derivado de crédito con uno de tipo de cambio.

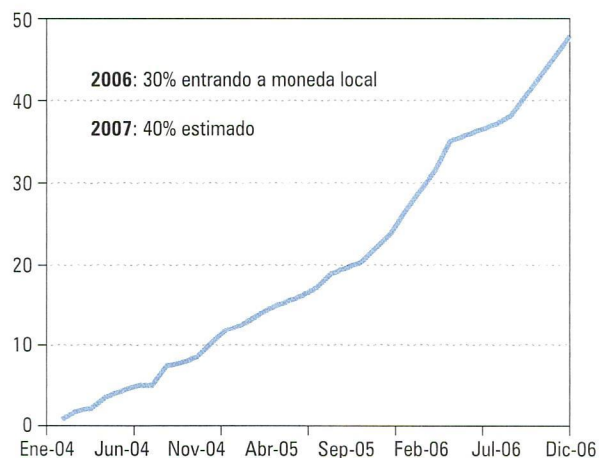
Ejemplos de derivados *Over the Counter* son los *swaps*, *forwards*, *opciones vanilla*, estructuras más exóticas como los *swaptions* (que son opciones que otorgan el derecho de entrar en un *swap* en el futuro; *swaps extinguibles* que son *swaps* con una cláusula de crédito que dice que si ocurre un evento crediticio, ese *swap* desaparece con cero obligaciones para cada parte, *derivados de crédito* y *derivados de energía*.

Como hemos visto en los últimos dos o tres años, hay una extrema liquidez en el mercado y un gran interés en nuestra región que ha generado grandes flujos de dinero que están entrando a los mercados emergentes, lo que ha permitido que se acelere el desarrollo de estos mercados y se constituya una base para los derivados.

Si observan la gráfica 1, los flujos estratégicos que entran a los mercados emergentes han crecido en volumen; por ejemplo, en 2006 el 30% de esos flujos estaban entrando en moneda local y en 2007 se estima que este índice será del 40%. No solamente son inversionistas fundamentales locales que están en Latinoamérica, sino también *hedge funds* que han estado muy interesados en el mercado, sobre todo para el famoso *Carry Trade*. Hoy en países

GRÁFICA 1

## FLUJOS ESTRATÉGICOS A MERCADOS EMERGENTES (US\$BN)



FUENTE: J.P. Morgan.

como Brasil o Colombia, que tienen tasas más altas comparadas con las de Estados Unidos (4%, 5%), no se ve un riesgo fundamental o político en el país, y muchos inversionistas y *hedge funds* ven estos mercados atractivos para colocar los *Carry Trades* y los *Relative Value Trades*.

¿Quién compra estos emergentes? Si se observa el desglose de los inversionistas que han entrado a los mercados emergentes en el 98, comparado con lo que vimos el año pasado, vemos que hay una porción mayor de grados de inversión en Latinoamérica, lo que indica que sus países están mucho más sólidos. Vemos, especialmente en Colombia, que hay flujos muy fuertes de inversión extranjera y la base de inversionistas es menos especulativa pero con más inversionistas de alto nivel a largo plazo.

Como resultado de este fenómeno, el mercado de bonos se ha desarrollado fuertemente y, por ende, ha resultado en el progreso de los mercados locales de derivados en la región. Los más avanzados son, obviamente, México, Chile y Brasil, que cuentan con una curva local a largo plazo; en México tenemos una curva nominal que llega hasta 30 años y una curva real de 30 años. Brasil tiene una curva de inflación de hasta 40 años y Chile tiene curvas nominales y reales de 20 años. Estas tres economías también tienen un *benchmark* muy reconocido de tasa interbancaria, que se observa en 28 días en México, CDI en Brasil, o la adaptada por la Cámara en Chile; se trata de un *benchmark* de referencia muy importante para el desarrollo del mercado de derivados y de *swaps* locales, algo que todavía Colombia no ha logrado conseguir y que, con la implementación de la tasa interbancaria de referencia a principios de junio, esperamos que empiece a fomentar el desarrollo del mercado de una tasa de *swaps* más a largo plazo, en Colombia.

Estas tres economías también se caracterizan por tener un tipo de cambio muy líquido. Por ejemplo, el peso mexicano transa alrededor de 13 billones de dólares diarios; en Brasil el real transa como 15 billones de dólares diarios y el peso chileno, aunque menos líquido, transa entre uno a dos billones de dólares diarios. Estos mercados tienen unas bolsas

organizadas y una cámara de liquidación en custodia, es decir, que pueden liquidar todos los listados. Tienen marcos regulatorios muy fuertes y sólidos que han permitido el desarrollo de derivados localmente, así como sólidas legislaciones en virtud de las cuales ha sido posible la implementación de una lista local bastante estándar basada en la lista *off shore*.

Estos tres mercados, que son los más desarrollados en Latinoamérica, ofrecen una gran variedad de productos derivados listados y *over the counter*, desde *vanillas*, como FRAs, *swaps*, futuros y opciones de tasa de interés y de tipo de cambio, hasta productos derivados de inflación o productos híbridos.

Colombia, si se compara con otros países de la región, tiene un buen momento desde el punto de vista del desarrollo del mercado local, de la liquidez del mercado de caja y es comparable con países vecinos —a una escala más pequeña—; tiene una deuda externa soberana similar a la de México y tiene también *benchmarks* locales en el mercado de caja y bonos, como los TES de 2008 a corto plazo, los TES de 2010 a mediano plazo y los TES de 2020 a largo plazo.

Sin embargo, el desarrollo de un mercado de derivados en Colombia tiene muchos desafíos por delante. La base principal de los derivados hoy en día es el mercado de caja (*cash*); el tipo de cambio trae aproximadamente entre 700 y un billón de dólares. El mercado interbancario infortunadamente no encaja, no tiene la dinámica necesaria; falta un mercado secundario para que las entidades bancarias se presten entre ellas y se han tomado varias medidas que se pueden implementar para fomentar un mercado interbancario más activo, como límites al máximo y mínimo en caja al cierre diario, un débito y un crédito automáticos de los préstamos, así como también se pueden incrementar los límites de concentración de crédito para préstamos interbancarios.

La regulación local de derivados está a punto de salir y va a regular a los generadores y a los compradores, y también va a definir modelos de valoración, así como fórmulas de valoración para hacer más estándar el mercado local.



Otro factor que no ayuda mucho al mercado local de derivados son los impuestos que distorsionan los precios, como por ejemplo, el cuatro por mil (4x 1.000) –que hace que las operaciones a corto plazo sean muy caras–, el IVA en divisas que sólo aplican en la compra y la desestabilizan del impuesto de renta en operaciones que se limitan a ser porcentajes de riesgos. Con las medidas regulatorias que sacó el Banco de la República para limitar la inflación y la devaluación del peso, no necesariamente fomentan el mercado de derivados en Colombia.

De acuerdo con las gráficas 2A y 2B, el nivel nacional de *forwards* en el mercado local aumentó exponencialmente en los últimos 10 años. Sin embargo, si ven el desglose en cuanto a la extensión de plazos, no ha cambiado en los últimos años. En enero de 1997 la mayoría de *forwards* estaban concentrados a corto plazo; había muy pocos *forwards* con expiración en 180 días. En marzo de 2007 la gráfica se nos muestra básicamente idéntica: los *forwards* de más de 180 días no transan mucho el mercado local. Si comparamos esta evolución con otros países como México y Chile, el mercado de *forwards* se ha empleado sustancialmente en plazas y también los productos locales se han diversificado muchísimo.

Colombia debe enfrentar grandes desafíos para acelerar poco a poco el desarrollo del mercado financiero y de derivados localmente.

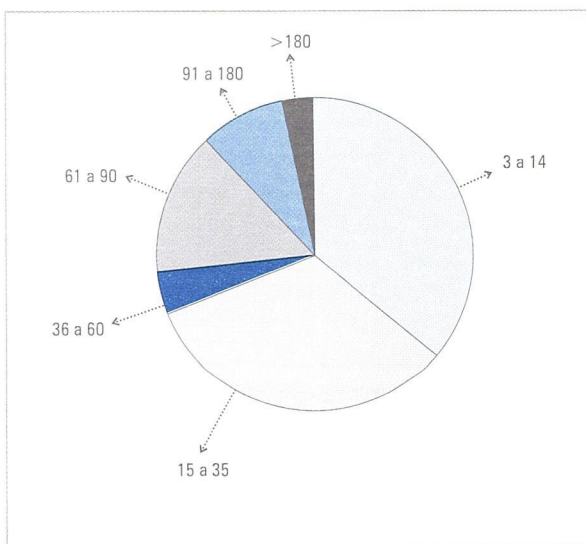
En la segunda parte de la presentación me gustaría segregar los componentes que considero importantes para desarrollar un mercado local de derivados. El primero, no necesariamente en orden de importancia, es el mercado de divisas y de tasas, abierto y líquido, dado que el mercado de *kesh* es muy importante, porque los intermediarios financieros lo utilizan para cubrir las porciones de derivados, dando a su vez liquidez.

Los volúmenes diarios del mercado *spot* transado en México, Brasil y Chile son los más fuertes en toda Latinoamérica –con 13 billones en México, en Brasil de 10 a 15 billones–, mientras que en Colombia estamos transando aproximadamente un billón de dólares en la moneda.

El segundo componente importante para desarrollar un mercado de derivados es la creación de una curva local de rendimiento líquida. Generar una curva soberana de rendimiento líquida a plazo, es clave para el desarrollo de mercados locales. Es importante poder comprar y vender deuda pública local para cubrir operaciones de derivados,

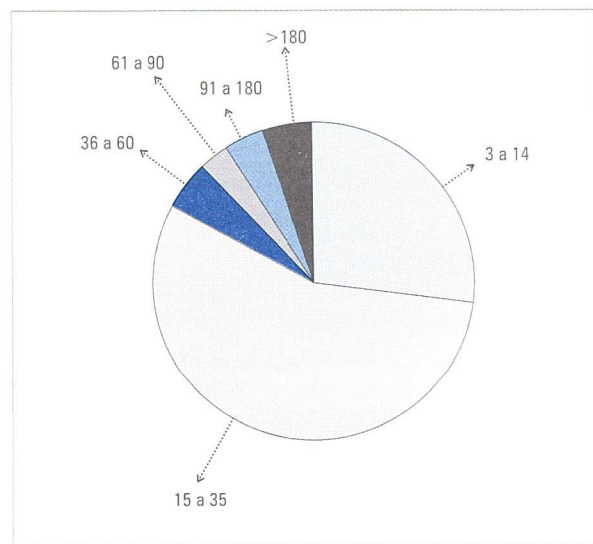
■ GRÁFICA 2A

FORWARDS ENERO 1997



■ GRÁFICA 2B

FORWARDS MARZO 2007



*forwards* y *swaps* y, por ende, es importante que éstas sean curvas líquidas y a plazos. ¿Y por qué es importante? Porque la curva de deuda pública constituye una base con la cual se desarrolla una curva local de *swaps*.

Tomemos como referencia el mercado de *swaps* americano. Se creó primero una curva líquida en los bonos del tesoro americano, que es la curva libre de riesgos; después sobrevino la participación activa de intermediarios bancarios y una curva de financiamiento, resultó en una curva de *swaps* –curva de bonos del tesoro más curva de *basis swaps*– que corresponden a la demanda y la oferta de dinero de los intermediarios bancarios. Una vez se crea la contraparte, localmente en cada país se comienzan a crear una curva de *basis* y una curva de *swaps*. En México, por ejemplo, hay una curva muy líquida de *basis* entre dólar *libor* y TIIIE, y lo mismo funciona en Brasil, donde tenemos una curva líquida entre dólares y CDI.

Desde el punto de vista de creación de curva líquida y de crecimiento de la deuda local hemos visto que Latinoamérica ha experimentado un fuerte crecimiento en sus mercados locales. En cuanto al mercado emergente, el componente de deuda local comparado en deuda externa se ha ampliado, básicamente porque los países se han esforzado en diversificar más su deuda. La misma tendencia ocurre en Asia y en Latinoamérica: el componente de deuda local se ha ampliado por una política del gobierno para minimizar su exposición al tipo de cambio y se crean unos *benchmarks* que fomentan la liquidez en el mercado local de deuda soberana. Los países con mayores niveles de liquidez de deuda local, tienden a tener mercados de derivados locales más activos, como México, donde la actividad de *trading* local negocia en miles de millones de dólares, y donde la deuda soberana transa en el mercado secundario activamente, alrededor de 103 mil millones de dólares, y en Brasil donde se transa alrededor de 100 mil millones de dólares, son los países que, por ende, tienen un mercado de derivados más activos tanto localmente como *off shore*.

El mercado local de México sigue evolucionando y su curva local se extiende hasta los 30 años. En

octubre de 2006 el gobierno de México emitió su primer bono a 30 años, creando un nuevo *benchmark* (noviembre 2036); hoy en día ya se cotizan *swaps* de TIIIE hasta 30 años. He estado desde hace cinco años cubriendo la región andina y México y he observado que en 2000 la curva *swap* de México llegaba apenas a cinco o 10 años y cotizaba con un *bid-offer spread* de 30 a 50 puntos bases. Hoy en día están viendo una curva de deuda local a 30 años y un *bidoffer spread* de *swaps*, en la punta, de 20 años de alrededor cinco puntos bases. En 30 años, el *bid-offer spread* en los TIIIE *swaps* es un poco más abierto debido a la falta de liquidez. En cinco años México ha desarrollado una curva líquida y un *benchmark* líquido sobre el cual se ha basado el mercado local de derivados. En Chile tenemos el mismo fenómeno, con una curva y un *benchmark* líquido a 20 años en tasa nominal, así como en tasa real que es la UF.

El tercer componente clave para el desarrollo de un mercado local de derivados es tener una tasa de referencia *benchmark*; tipos de cambio referenciales y tasas referenciales, que son reconocidas en el mercado. En el caso de tipo de cambio, los tenemos en la mayoría de los países; un tipo de cambio referencial, por ejemplo en México es el que se llama *fixing*, en Brasil es el *PTax*, en Chile es el *observado* y en Colombia es la TRM. ¿Por qué es tan importante tener este tipo de cambios referenciales? Porque la liquidación de muchos de los contratos de derivados se basa en tipos de cambios referenciales, lo que equivale básicamente al promedio de las transacciones de tipo de cambio durante el día.

Observemos esta pantalla de Bloomberg (gráfica 3), que ofrece todos los *benchmarks* de tasas de interés en Chile, como son la tasa de cámara o la tasa *Swaps*, la tasa interbancaria, o sea, la *libor* local. En México lo que tenemos es también un éxito, la TIIIE –tasa interbancaria de préstamos– que ha sido la base para una curva de *swaps* líquida en el mercado local en México. Es muy significativo que este mercado se desarrolle en Colombia. En Colombia la DTF nunca fue considerada una tasa referencial o un *benchmark* importante. Esperemos que con la creación de la TVR, a mediados del año, podamos empezar a crear un *benchmark*

GRÁFICA 3

PANTALLA DE BLOOMBERG EN CHILE  
BENCHMARKS DE TASAS DE INTERÉS

<HELP> for explanation, <MENU> for similar functions. N193 Currency BTMM

CHILE - TBV & MONEY MARKETS											
CAMARA (D)		2Y	2.790	2.840	INT	514.50	515.50	IPSA	2168.74	8.16	
		3Y	2.870	3.020				DJIA	10995.09	102.46	
		4Y	3.060	3.210	INF	516.90	517.20	IBOV	38610.39	204.91	
		5Y	3.330	3.480	PUB	518.00	520.00				
CAMARA (CB)		10Y	3.540	3.690							
		20Y	3.800	4.080	OBS	517.75		BY	2.70	2.68	
								10Y	3.04	2.94	
								20Y	3.00	2.98	
BOND YIELD											
1D	0.4000	50D	2.93	GLB07	5.21	5 YR	15.667	24.333	BCP 04/07	5.37	106.11
1W	0.4000	100D	3.08	GLB08	4.94	7D	0.520	0.050	BCP 07/09	6.06	107.34
2W	0.4000	150D	2.98	GLB09	5.24	15D	0.040	0.050	BCP 06/15	6.18	115.32
				GLB12	5.24	30D	0.150	0.250			
7D	0.380	200D	0.350	GLB13	5.22	42D	0.160	0.210			
30D	0.380	250D	0.400	A-BOND	6.56	90D	0.500	1.100			
42D	0.380	300D	0.470	US 5Y	4.686	180D	1.400	1.800	COPPER FUTURE	218.55	4.56
60D	0.400	350D	0.490	US 3Y	4.589	360D	4.900	5.000	CRUDE NYMEX	61.41	0.41
90D UF	1.290	400D		US 10Y	4.549				EUR	1.192	
180D UF	1.250	450D		US 30Y	4.589	TASA	11033.710	JPY	115.745	BRL	2.123
360D UF	2.500	500D	11922.53								
2/28 10/00 CL Industrial Production (YoY) JAN 8.0% 7.7% 8.0% -- 2/28 10/00 CL Industrial Sales YoY JAN 8.5% 5.0% 4.2% -- 2/28 10/00 CL Unemployment Rate JAN 8.8% 7.0% 6.9% -- 2/28 10/00 CL Copper Production Total JAN -- 418929 552927 -- Australia 61 2 977 8500 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7290 7200 Germany 49 69 920410 Hong Kong 852 2377 6200 Japan 81 2 3201 3500 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 215 218 2500											

referencial sobre el cual se puedan transar *swaps* más a largo plazo y darle más liquidez al mercado de derivados.

Entremos en las últimas propuestas importantes para el desarrollo de mercado local. Una es tener un marco regulatorio fuerte: las entidades regulatorias y de supervisión para usuarios y proveedores de derivados –como son los reguladores bancarios, los bancos centrales, las superintendencias y otras entidades regulatorias– desempeñan un papel esencial porque establecen las reglas sobre las cuales los intermediarios bancarios y los jugadores de mercado pueden operar y participar en mercados de derivados y mostrar para qué se utilizan.

Es muy importante que estas entidades reguladoras del mercado participen con bancos externos para compartir la experiencia que han tenido en el extranjero y analizar cómo se pueden desarrollar los mercados locales basada en la experiencia obtenida afuera.

Es primordial contar con el apoyo de las entidades regulatorias y de supervisión para usuarios y proveedores de derivados –las empresas, la Superintendencia de los Fondos de Pensiones–, así como tener entidades de autorregulación interna, sobre todo en el uso de derivados, lo que ha sido bastante importante para los fondos de pensiones en México y en muchos países. Se recomienda tener un comité interno de riesgo, tener meto-

dologías de evaluación acertadas para asegurar que la gente esté valorando bien los derivados, ya que no son productos fáciles de entender ni de evaluar. Los reguladores de usuarios corporativos y soberanos son por lo general los SEC locales y las entidades de autorregulación como comités internos de riesgos.

Es importante mantener la transparencia de la regulación de derivados dentro de los estados financieros, y tener una valoración eficiente y transparente de precios de derivados. Nosotros, como proveedores de derivados, damos evaluaciones independientes de los derivados que pactamos con nuestros clientes.

El último componente notable para el desarrollo del mercado de derivados es tener un marco legal fuerte que rijan estos derivados, ¿Por qué es tan importante? Porque para poder crear o fomentar, o para que los intermediarios extranjeros como JP Morgan y bancos extranjeros, puedan empezar a crear un mercado local con participantes locales, es importante analizar cuáles son los riesgos legales que tenemos cuando entramos en operación de derivados *over the counter*, con una contraparte colombiana. Por ende, la veracidad legal de los contratos y el cumplimiento de las reglas para la valoración de posiciones, así como la deducción de riesgos legales y de créditos son muy importantes para nosotros.

Desde el punto de vista de derivados listados es esencial tener mercados organizados de bolsa, cámaras de compensación y liquidación de custodia, que permitan monitorear colaterales diarios y hacer el *netting* de posiciones largas y cortas con contrapartes. Para derivados *over the counter* es clave tener más contratos marcos o ISDA locales basados en el ISDA *offshore* para crear un marco legal estándar que rijan los contratos locales de derivados. En México existe un contrato marco desde 2001, en Brasil hay un contrato marco de derivados y en Chile también tenemos la versión ISDA local.

Hoy en día en Colombia existe una versión de vista local que no es tan extensa como en México o Brasil y estamos tratando de implementar una

versión de ISDA local mucho más completa, que abarque más productos como *swaps* o FRA y más derivados de energía y otro tipo de derivados.

Para los derivados *over the counter* es muy importante que haya un *netting*, es decir, que las posiciones de una contraparte de derivados se “neteen” –tanto las largas como las cortas– desde el punto de vista de *exposure* y que sea factible implementar lo que llamamos el *close up netting* en el evento de una bancarrota. Queremos poder “netear” nuestra exposición en derivados contra cualquier otra exposición que tengamos con otros productos con la contraparte.

¿Cuáles son los potenciales desarrollos para el futuro? Probablemente Colombia tarde unos meses o años para desarrollarse: derivados de crédito, por ejemplo, derivados de inflación, productos híbridos como los *swaps extinguibles* –que están básicamente ligados a componentes de crédito de un *credit default swap*. También últimamente se han desarrollado los mercados de titularizaciones en Latinoamérica.

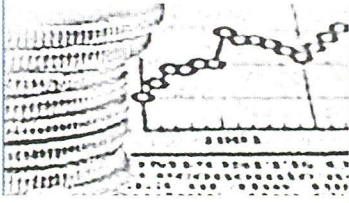
Los derivados locales de créditos permitirían a los fondos de pensiones, a las fiduciarias o aseguradoras, cubrir el riesgo crediticio de los activos en su balance, sin tener que salir a venderlos inmediatamente. Hoy en día, cuando hay un *market selloff*, analizamos si hay que liquidar posición; los intermediarios o los fondos de inversiones tienen que salir a vender, pero si existiera un mercado

de derivados de crédito líquido como en Estados Unidos, esa situación no se daría, porque básicamente ese portafolio estaría cubierto con un *credit default swap*.

Derivados de inflación son los más comunes, por ejemplo en México hay un mercado de *swaps* de UDI (tasa real) y de opciones de inflación. En Colombia potencialmente vemos que podemos hacer opciones sobre la UVR o fijar el IPC de los bonos locales y el otro producto que encontramos con mucho interés en Latinoamérica son las estructuras híbridas de derivados locales, por ejemplo la estructuración de *swaps* extinguibles con cláusulas de terminación ante un evento de crédito en los bonos locales.

Hoy en día los *swaps extinguibles* se estructuran con una cláusula de terminación (*knock-out*) contra bonos de deuda externa. La propuesta es crear estos *swaps extinguibles* sobre deuda local. Obviamente hay que tener un marco regulatorio fuerte, de manera que esta cláusula de extinguiabilidad sea implementable en caso de bancarrota.

Para finalizar, consideramos que hay un gran potencial en el mercado de titularizaciones locales, sobre todo en este mercado, en donde hay mucha liquidez. Vemos que el mercado de titularizaciones constituye un porcentaje muy bajo en cuanto a alternativas de financiamiento; están las acciones, la deuda soberana, la deuda corporativa, pero las titularizaciones constituyen solamente de 30 a 38 billones en el mercado de financiamiento de la región.



## ASPECTOS REGULATORIOS Y TRIBUTARIOS PARA EL FOMENTO DE LOS HOLDINGS

ÓSCAR RIVERA  
VICEPRESIDENTE FINANCIERO DE CARVAJAL

**E**l proceso de globalización va a implicar que muchas compañías van a tener que acudir a esta figura jurídica.

Queremos compartir algunos conceptos académicos sobre cuál es el papel de los *holdings* en un mundo globalizado. De un lado, la apertura de los mercados, el crecimiento mismo de la economía y la tecnología, están haciendo que el mundo sea cada vez más pequeño y que las empresas tengan una presencia en distintos países y en distintos sectores de la economía, en forma simultánea.

La figura del *holding* permite un mayor nivel de flexibilidad para el crecimiento de las empresas. Si se tiene una sociedad en la parte alta de la estructura jurídica, ésta le permite tener, en las sociedades de abajo, distintos tipos de socios o de alianzas estratégicas, dependiendo de la necesidad.

Esta no es una presentación académica; es fruto de nuestra experiencia de 45 años invirtiendo en el exterior e invirtiendo en distintos tipos de negocio; de ahí hemos considerado resumir los *holdings* en dos o tres grandes tipos.

Un caso de *holding*, por ejemplo, podría ser el de unos accionistas que tienen actividades económicas en la industria cementera, en la industria textilera y en el mundo de las finanzas, de tal manera que la compañía *holding*, aunque tiene tres sectores distin-

tos, puede tener una unidad de grupo económico. Este grupo podría ser un *holding* con diversidad industrial. Eso es parte de la flexibilidad que da la existencia de los *holdings*. Observamos una de las características del *holding*, que es la diversidad.

Encontraremos también *holdings* especializados por sectores o por cadenas productivas. En el ejemplo, tenemos a un grupo de empaques que está integrado por actividades en la bandeja de pulpa moldeada, cajas plegadizas y empaques plásticos. De esta forma se puede estar en un sector económico y cubrir las distintas ramas de ese sector, y en cada una de esas empresas, tener la flexibilidad de contar con socios distintos buscando habilidades y competencias que uno no tenga.

Otra posibilidad del *holding* es la diversidad geográfica. Creemos que las empresas colombianas han empezado a descubrir que hay un mundo más allá de las fronteras de nuestro país –infortunadamente un poco tarde, pero en una forma muy activa–, ya que para sobrevivir en un mundo globalizado se requiere invertir en el exterior, para competir contra otras empresas globales mucho más grandes que nosotros. Esta figura es esencial y la van a necesitar todas aquellas empresas que quieran hacer ese crecimiento geográfico. Podrán tener su *holding* en Colombia y crearán sus sub-*holdings* en cada uno de los países en donde quieran empezar su operación.

No existe forma de empezar ciertos negocios en algunos de los países de América Latina o en Europa si no se tiene en cada uno de ellos unas *sub-holdings*, con las cuales iniciar ese desarrollo. Comentaba, al principio, que la figura del *holding* no es una figura exclusiva de los grupos económicos, sino que es una necesidad de todas las empresas que quieran sobrevivir en un mundo globalizado. Según este ejemplo, si el *holding* está en Colombia entonces debemos trabajar juntos para que las regulaciones de tipo tributario favorezcan o permitan que en el país existan este tipo de compañías, contrario a lo que sucede actualmente en que los *holdings* en Colombia son tratados en inferioridad de condiciones, en comparación con las de los grupos multinacionales extranjeros.

Así como hemos tratado de clasificar los *holdings* por su especialidad en el mundo de los negocios o por su parte geográfica, también se pueden clasificar dependiendo del tamaño o del tipo de control que ejercen en la operación y en la administración de sus empresas. La gráfica 1 hace parte de un estudio real que se hizo en la última década del siglo pasado con los amigos de Booz Allen & Hamilton, cuando el grupo Carvajal trataba de reorganizar su estructura jurídica y su empresa *holding*.

En la izquierda aparece el tipo de *holding* que es el *holding* puro; una sociedad que no tiene nada debajo de sí misma. El *holding* puro solamente se dedica a tener acciones y probablemente asiste a las juntas directivas de las empresas desde donde fija directrices, pero no tiene *back office*, ni tiene injerencia directa en la parte de la operación.

Al extremo derecho están los *holdings* operativos, dedicados tanto a tener las acciones como a operar cada una de las empresas filiales en las cuales tienen el control. Las filiales son empresas pesadas, con unas direcciones muy fuertes, y la parte de *back office* podría estar en una de dos modalidades, ya sea dentro del mismo *holding* o repartida en las unidades de negocio; en un tercer caso todo el *back office* lo colocan por fuera del *holding* en un *shared service center* o centro de servicios compartidos. En el caso de la gráfica, el *holding* mismo tiene muy poco *back office*, casi

nada. El *back office* se optimiza poniéndolo en una unidad de servicios compartidos, y los negocios tienen la parte básica: una gerencia financiera y una gerencia de personal.

En el medio observamos, no porque sea mejor ni peor, la figura del *holding* estratégico, que es el que hemos adoptado nosotros, donde se tiene una dirección muy fuerte con unas vicepresidencias corporativa. Se crea un centro de servicios administrativos que pasa a ser una filial más del grupo y se empodera a cada una de las filiales para que a través de sus juntas directivas desarrollen sus negocios. Este *holding* estratégico se compromete, como vamos a ver más adelante, a optimizar los recursos de los accionistas a través de direccionar las inversiones.

Podemos ampliar un poco el concepto del *holding* estratégico donde, de un lado, se ejerce el liderazgo de todas las empresas de esa organización, sean de uno o varios sectores y en la dirección estratégica se da asesoría para mejorar la creación de valor. Entre las precauciones que toma este *holding* están: vigilar permanentemente el portafolio en donde están los recursos y las sinergias de las transacciones entre las compañías; y optimizar uno de los recursos caros que es el dinero, a través de negociaciones corporativas que le permitan obtener mejores tasas en el sector financiero y acceder a fuentes de recursos en algunos casos multilaterales. Cada una de las empresas individualmente consideradas, probablemente por su pequeño tamaño, no tendría posibilidad de acceder a estos recursos con bajos costos. En este sentido el *holding* estratégico le permite a una empresa que todavía no se convierte en una empresa global, empezar a gozar de algunos beneficios de una empresa más madura en ese sentido.

También en el *holding* estratégico, la alta gerencia interviene en la estructura organizacional incluyendo en ésta la estructura jurídica de la sociedad del grupo. Debe tener también unas políticas de recursos humanos corporativas estandarizadas para que exista la posibilidad de tener un mejor grupo humano, capaz de moverse entre las distintas empresas del grupo, con lo que se puede aprovechar también el capital intelectual.

GRÁFICA 1

TIPOS DE HOLDING



Justificación para la evolución

- Unidades de negocio más dinámicas y flexibles.
- Fomentar iniciativas a través de unidades autónomas de negocio.
- Estimular el crecimiento de los ingresos.

Justificación para la evolución

- Mejorar niveles de servicios en áreas administrativas.
- Control y reducción de costos.
- Racionalizar la demanda de servicios administrativos.
- Aprovechar las ventajas de las sinergias.
- Optimizar las operaciones en los centros de servicios.

Veamos algunas de las asesorías que corresponden a una empresa *holding*. La parte estratégica es la que debe fijar el derrotero que debe seguir cada una de las empresas como grupo y debe decir hasta dónde le va a asignar recursos a cada una de ellas para optimizarlas. En la asignación de recursos, en nuestro caso, debemos tener en cuenta que la diversidad permitirá un portafolio mucho más estable y sostenible en el tiempo.

En la parte financiera, lo más importante es la centralización de la tesorería, para que cada una de las empresas de menor tamaño tengan la posibilidad de gozar del costo financiero de una empresa de mayor envergadura.

El *holding* estratégico debe acompañar a las empresas del grupo en la evaluación de proyectos de inversión, ya sea en equipos o en adquisición de compañías, en las primeras etapas, mientras que

las empresas toman un tamaño mayor y desarrollan su experiencia propia en esos *due diligencies* y modelos de proyección de flujos de caja.

La parte contable estratégica en estos *holdings* se maneja a través de los centros de servicios compartidos. La parte tributaria debe ser administrada con toda pulcritud, y con todo el soporte que pueda dar una empresa *holding*. En tecnología informática también se ven unas sinergias muy grandes, al igual que en la parte jurídica.

En general los servicios que presta un *holding* estratégico equivalen a hacer el papel de un buen dueño: hace un seguimiento de los resultados en forma directa y a través de juntas directivas; se maneja una auditoría interna, dependiendo de la presidencia corporativa, como una herramienta de control interno; se maneja la dirección de proyectos de interés corporativo; en el proceso de globalización,

los proyectos conllevan un enorme componente humano y tecnológico. Las empresas que quieran sobrevivir la globalización indiscutiblemente tienen que adoptar sistemas integrados para el manejo de su formación tipo *Oracle* o *SAP*, pero adicionalmente, deben tener unas plataformas tecnológicas capaces de comunicarse con todo el planeta.

Además, se presta la imagen de “sombriilla” –como decimos internamente– para que la represente a sus filiales frente a propios y extraños. Otro beneficio que hemos encontrado es la negociación corporativa o las compras corporativas. Éstas consisten en *biddings*, en donde se logran unos ahorros realmente importantes. El otro gran beneficio que se obtiene en este tipo de figuras hacia la globalización, es la utilización de los centros de servicios compartidos, que permite optimizar el proceso de adquisición de compañías, ya que si se realiza una adquisición por un valor muy similar al valor presente de los flujos de caja netos, pero inmediatamente se puede eliminar todo el *back office* en la compañía adquirida y adoptar el *back office* propio, se genera un valor mayor del que se pagó por esa compañía.

Hay una lista de beneficios adicionales de estos *holdings*, como son las relaciones con el gobierno y con otras empresas de mayor tamaño; el de tesorería que ya mencionamos; el respaldo corporativo en productos y servicios que además se traduce en confianza para clientes y proveedores; el apoyo en la salida al exterior y el soporte financiero a empresas pequeñas o a otras empresas en los momentos malos.

Como ven el *holding* realiza un amplio número de papeles y no necesariamente tiene que limitarse a grupos económicos empresariales diversos, sino que cualquier empresa que quiera sobrevivir la globalización, va a verse abocada a tener este tipo de estructuras jurídicas, donde haya una sociedad sombrilla encima, con unas sociedades debajo dependientes de ella a través de un control accionario o administrativo o de ambos.

Pasando a la situación legal en Colombia, el Código de Comercio, en los artículos 260 y 261, define la figura de matriz y de filiales y subordinadas. Básicamente la ley reconoce que se es *holding* cuando se tiene la mitad más uno del control accionario o, de otra manera, con un porcentaje inferior, si se tiene injerencia en la toma de decisiones. Incluso en algunos casos la ley colombiana exige que se haga público el estado de control para establecer la figura de los grupos económicos.

Pasemos a la parte tributaria, que es quizás el aspecto en el cual se debería actuar un poco más. Tenemos dos o tres situaciones complejas por resolver. Una se refiere a que en Colombia los *holdings* no gozan de la consolidación fiscal. En segundo lugar, los *holdings* están limitados para descontar los impuestos que se pagan en el exterior vía retenciones y, en tercer lugar, el artículo 107 del Estatuto Tributario, amparado en el concepto de *necesidad, proporcionalidad y causalidad*, no le permite a las compañías filiales o subordinadas, la deducción de los cobros que hace el *holding* para autosostenerse. Hay que añadir que en la última reforma tributaria se creó la no deducción del 40% de la inversión en los activos fijos, cuando se le compran a empresas del mismo grupo económico.

La figura de consolidación fiscal no existe en Colombia, pero para que sea atractivo tener compañías *holding* en Colombia deberíamos permitirles que su tributación se hiciera por la utilidad consolidada del grupo. Esta figura existe en países como Estados Unidos, México y España, que han considerado que atrae el ingreso de capitales extranjeros a controlar sus empresas desde el mismo sitio. ¿Qué pasa cuando no existe la consolidación fiscal? En las empresas de un mismo grupo económico puede haber unas sociedades que dan utilidades y otras que dan pérdidas en un mismo ejercicio. En el caso de Colombia, esta figura de la no consolidación se ve potencialmente agravada por la figura de la renta presuntiva. En las empresas que dan utilidades se pagan impuestos, en las que generan pérdidas se pagan impuestos *por presuntiva*, y esto puede llevar a situaciones tan aberrantes como que el caso de un año malo en que a muchas de las empresas del grupo les va mal, el impuesto puede llegar a ser igual o superior a la utilidad consolidada, lo cual no estimula para nada la creación de empresas *holding* en nuestro país.



En cuanto al pago de impuestos en el exterior, que sería el otro asunto por discutir, el concepto es el siguiente: si una empresa en Colombia presta servicios a otras empresas en el exterior, éstas al pagar por los servicios prestados desde Colombia se ven obligadas a retener alrededor del 30% de la factura. Pero en nuestro país no se reconoce esta retención, generándose una pérdida que incluso puede superar el margen de utilidad. Por ejemplo, si nuestro centro de servicios compartidos presta servicios a todas nuestras filiales desde Colombia, en los países nos van a hacer una retención cuando nos paguen y aquí no vamos a poder utilizar ese descuento tributario.

Hagamos un ejemplo numérico de qué pasa si un *call center* ubicado en Colombia o un centro de servicios compartidos ubicado en Colombia presta sus servicios a una empresa propia o ajena en el exterior y cobra US\$1.000. Una vez realizan el pago desde el exterior, le retienen el 30%, es decir, US\$300, y recibe un neto de US\$700. Por otra parte, en el país ese servicio tiene unos costos que, supongamos, son de US\$700 y la utilidad de US\$300. Como la tasa de tributación en Colombia es de 34%, le cobran US\$102 de impuesto que, sumados a los US\$300 dólares que retuvieron en el exterior y que no puedo utilizar en Colombia, da un total de impuestos de US\$402 para una factura de US\$1.000, que equivale a un 134% de la utilidad. Esta figura no estimula para nada el que nosotros podamos exportar inteligencia o mano de obra desde Colombia, o atraer a que Colombia sea un centro mundial de *call centers* en virtud no sólo de nuestra ubicación, sino de la preparación de gente y la neutralidad de nuestro acento al hablar español.

Nuestra propuesta es pedir al gobierno que nos permita descontar estos impuestos. España está muy adelantado en la firma de tratados con todos los países de América Latina. Es triste ver cómo España firma acuerdos con más de 15 países de Latinoamérica mientras que en Colombia existen a lo sumo uno, quizá dos tratados vigentes. Deberíamos cambiar esa actitud y permitir, a través de tratados, que haya utilización cruzada de las retenciones tributarias.

Hablaremos de lo que se llaman las expensas necesarias. Opino que éste fue el inicio del destape de la *aversión* por los *holdings* en nuestro país. A través del Estatuto Tributario se obliga al hecho de que los gastos no son deducibles si no tienen una relación de causalidad. De manera que si en un *holding* hay una estructura jurídica, una vicepresidencia financiera, o un soporte legal, y se les cobra a sus filiales por darle la oportunidad de tener ese tipo de servicios –que a su vez les van a permitir el acceso a la banca multilateral, al Banco Mundial, a la IFC, y en general a grandes recursos financieros– el cobro de ese *holding* a la filial no es deducible, porque “no se necesita el gasto”.

Tenemos, por lo tanto, una estructura tributaria que nos dice qué es lo que se necesita y qué no se necesita para prepararnos para la globalización. Pienso que esto es preocupante y debería modificarse. Hemos intentado que esto se cambie en las últimas 10 reformas tributarias y no lo hemos logrado, pero mayor disgusto genera cuando se observa que el Estatuto Tributario le permite a las filiales o subsidiarias de multinacionales extranjeras deducir lo que le paguen a sus matrices de gastos en el exterior por conceptos de gastos de administración o de dirección.

Lo único a lo que esto conlleva es que cualquier grupo empresarial o empresa colombiana que quiera crecer en el exterior –que es lo que nos va a permitir generar una mayor riqueza–, w prefiera colocar su *holding* en el exterior.

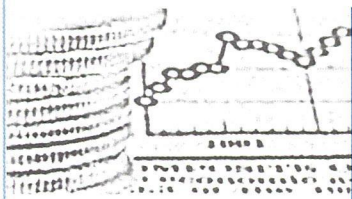
La legislación está hecha no para promover lo que dice el foro de Asobancaria, que Colombia sea un centro financiero, sino que pongamos el *holding* fuera del país; esto no tiene ningún sentido. Debería permitírsele a los *holdings* colombianos, como mínimo, el mismo tratamiento que se les da a las empresas extranjeras.

Un tema muy nuevo, que tampoco entendemos, es el de transacciones vinculadas, que obligan a que si yo compro un activo fijo a un competidor, puedo tener el beneficio de incentivo a la inversión en un 40%, pero si se lo compro a una empresa hermana pierdo el incentivo. Esto desmotiva la

existencia de empresas hermanas y de *holdings* y de compañías que vayan creciendo y preparándose para la globalización.

¿Es Colombia un país propicio para el establecimiento de *holdings*? Colombia, en el contexto geográfico de América Latina, es un país privilegiado al estar entre dos océanos y ubicado en la parte central del continente. Tenemos una de las situaciones políticas y económicas más estables

de la región. La nuestra es una gente calificada, excelente trabajadora, como nos consta, cuando hemos visitados muchos países, que el colombiano es el mejor trabajador de los países de América Latina. ¿Qué nos falta? Que la legislación tributaria no persiga al *holding* y, como todos soñamos, que la política de seguridad acabe de rendir sus frutos para que los inversionistas extranjeros no teman seguir viniendo a nuestro país a generar riqueza.



SESIÓN ESPECIAL

## LA POLÍTICA MONETARIA Y EL MERCADO DE CAPITALES ALGUNAS CONSIDERACIONES

JOSÉ DARÍO URIBE  
GERENTE GENERAL DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

**E**l Simposio de Mercado de Capitales, desde su inicio en los años setenta, no ha sido un evento para analizar las últimas decisiones de política económica, y, además, tanto los codirectores del banco como yo nos la pasamos en distintos escenarios exponiendo las políticas de la junta directiva.

No puedo pasar por alto, sin embargo, que la junta del banco tomó hace pocos días nuevas decisiones de política. Ni puedo negar que en las últimas semanas se ha acentuado el debate económico en el país. Comparto plenamente las críticas de quienes están inconformes con el aumento de la inflación y su desviación del rango meta. Esto muestra un país que es consciente de los enormes beneficios económicos y sociales de tener una inflación baja, estable y predecible. No comparto los argumentos y recomendaciones de política de algunos analistas (afortunadamente pocos) que traerían como consecuencia la aceleración de la inflación, o comprometerían la estabilidad financiera del país. Muchos de estos argumentos provienen de quienes creen que las políticas del Banco de la República pueden afectar de manera permanente la tasa de crecimiento del producto y el empleo, o el nivel de tasa de cambio real, desconociendo los avances de la teoría económica en las últimas cuatro décadas y las enseñanzas derivadas del estudio de la experiencia de países.

Con el fin de combinar la idea inicial de los organizadores del simposio con un análisis de las medidas adoptadas recientemente por la junta directiva del banco, me voy a enfocar a continuación en un segmento clave del mercado de capitales: el mercado de depósitos y préstamos a los hogares. Lo haré por dos razones. La primera, las decisiones de los hogares en cuanto al consumo, el ahorro y la inversión en capital humano inciden crucialmente sobre el comportamiento de la economía en el corto y el largo plazo. Esto significa, además, que decisiones equivocadas en este mercado tienen altos costos económicos y sociales. La segunda, un saludable mercado financiero interno para los hogares es crucial para el desarrollo de otros segmentos del mercado de capitales, y para la consolidación del proceso de integración de la economía colombiana en el mercado financiero internacional.

### El mercado de depósitos y préstamos de los hogares

La esencia de las finanzas de las familias consiste en que ellas adquieren préstamos y depositan en los bancos y otras instituciones financieras con el propósito de proteger su consumo de variaciones inesperadas en sus ingresos. Esto les permite mantener su nivel de consumo a pesar de caídas temporales en el ingreso, o ahorrar para periodos

difíciles cuando obtienen un ingreso inferior a lo usual. Esto también se cumple para las compras de vivienda de los hogares: los jóvenes normalmente necesitan endeudarse para adquirir una casa en la cual puedan vivir mientras trabajan para pagar el préstamo. Así mismo, el sistema financiero desempeña un papel trascendental en la inversión de los ahorros pensionales de los hogares y en la administración de los riesgos asociados con dicha inversión. También puede ser una pieza fundamental en la financiación de la educación, con efectos significativos en el crecimiento del ingreso per cápita de largo plazo y la distribución del ingreso.

¿Qué tan eficiente es el mercado financiero interno en Colombia, en términos de consumo e ingreso? La gráfica 1 presenta el consumo y el ingreso disponible privado en Colombia. Puede verse que el consumo se redujo de manera aguda durante la recesión de finales de los años noventa. No obstante, el consumo parece ser fuertemente sensible al ingreso en el país. Esto difícilmente obedece a que los movimientos de ingreso en Colombia son casi siempre permanentes. Más probable es que muchos hogares carecen de un acceso al financiamiento que les permita suavizar su consumo frente a la volatilidad de su ingreso. Desde el punto de vista de la estabilidad macroeconómica, el consumo es una mejor medida del bienestar de la gente que el producto, por lo cual las fluctuaciones fuertes

en el consumo tienen un impacto negativo sobre el bienestar económico de la población.

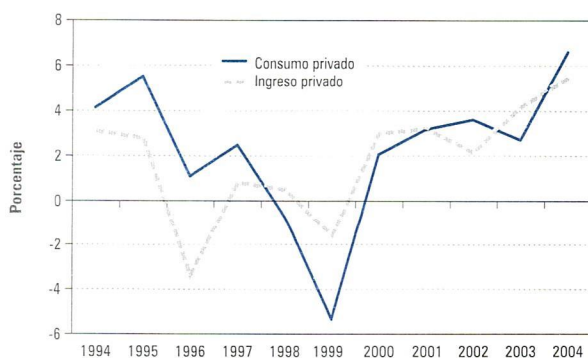
De esta manera, el funcionamiento adecuado del sistema financiero es importante para que los hogares mantengan un estándar de vida estable a lo largo de las fluctuaciones transitorias de su ingreso. La pertinencia de esta función es aún mayor cuando el mercado laboral presenta fricciones que acentúan o prolongan los periodos de bajos ingresos de los hogares.

La gráfica 2A muestra la razón de M3 a PIB, una medida simple de la profundidad del mercado financiero con respecto a depósitos. La gráfica 2B muestra la razón del crédito de consumo y comercial al PIB, las cuales miden la profundidad financiera desde el punto de vista de los préstamos a las firmas y los hogares. El monto de crédito y depósitos se recuperó de manera lenta luego de la recesión y crisis financiera de fines de los años noventa. Sin embargo, en los últimos años hemos visto la aceleración del crecimiento del crédito y los depósitos, alimentada por fuertes entradas de capital internacional en la forma de inversión extranjera y, más recientemente, de endeudamiento externo privado para financiar la compra de activos públicos.

Es así como, por ejemplo, el crédito de consumo como proporción del PIB supera ahora el nivel más

GRÁFICA 1

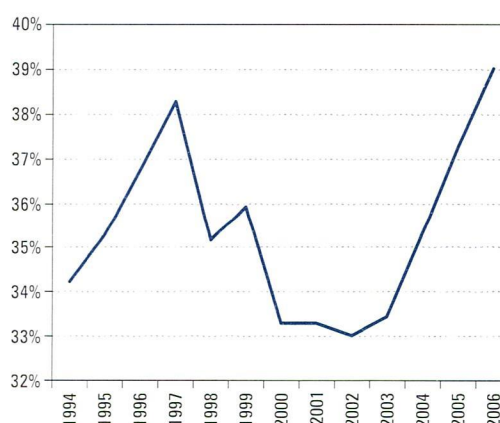
CONSUMO E INGRESO PRIVADO



FUENTE: Dane.  
NOTA: Precios constantes.

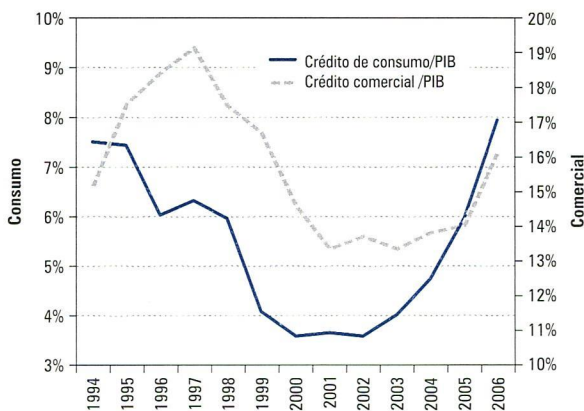
GRÁFICA 2A

M3/PIB



GRAFICA 2B

## CRÉDITO COMERCIAL Y DE CONSUMO



alto alcanzado en los noventa, y el comercial, de seguir al ritmo que lleva en este momento, alcanzará su nivel histórico más alto antes de finalizar 2007. Aunque estos aumentos del crédito en los últimos años reflejan en parte profundización financiera y recuperación cíclica, al menos la fuerte aceleración del crecimiento del crédito de consumo hace pensar que en el país, de continuar las tendencias actuales del endeudamiento privado, éste puede convertirse en una fuente de vulnerabilidad económica ante cambios desfavorables en las condiciones externas. Por esta razón, tiene sentido contener la acumulación de deuda del sector privado, ahora que Colombia crece a un ritmo alto y las tasas de interés en el exterior son bajas. Hacerlo luego puede ser muy traumático, como lo enseñó de manera dolorosa la crisis de fines del siglo pasado.

En otras palabras, la impresión que da el comportamiento reciente del crédito de consumo, y de los depósitos, es que el mercado interno de capital para las familias y las empresas se recuperó de los efectos de la crisis pasada, pero de continuar expandiéndose al ritmo que lleva puede ser, en el futuro, fuente de problemas. De ahí la aceptación en el Banco de la República de los sistemas de provisiones anticíclicas, en el espíritu de la empleada desde hace unos años en España con gran éxito. De ahí también una de las explicaciones de que la junta del Banco de la República, a partir de abril de 2006, haya incrementado las tasas de interés

en 10 oportunidades. Estos aumentos de tasas han tenido un efecto moderado en el crecimiento de algunos agregados monetarios, pero prácticamente no han tocado el crecimiento del crédito. En consecuencia, una de las razones por la cual hemos decidido imponer un encaje marginal promedio de 15% es contribuir a la estabilidad financiera, permitiendo que el crédito continúe creciendo a una tasa estable y sostenible. Esta medida, teniendo en cuenta su carácter distorsionante, es temporal y anticíclica en esencia.

### ¿Qué ha frenado el desarrollo del mercado de capitales de las familias en Colombia?

Paso ahora a responder, muy brevemente, la pregunta planteada en esta sección de la presentación. Por supuesto, se sale del alcance de esta intervención un análisis profundo del tema que implica aspectos como la divulgación adecuada de la información crediticia de los hogares, las garantías a los derechos de los acreedores, el grado de formalización de la economía y la competencia en el sistema financiero, entre otros.

Hoy, sin embargo, voy a concentrarme en un argumento de Carlos Caballero y Miguel Urrutia (2006) en su reciente libro sobre el desarrollo financiero colombiano. En ese excelente trabajo los autores demuestran con rigor cómo las crisis financieras del país han frenado, en distintos periodos, la profundización financiera, y que éstas han estado usualmente precedidas de fuertes entradas de capital internacional. Esta conclusión puede ser decepcionante para unos y sirve a otros para alcanzar conclusiones, en mi opinión, equivocadas. Decepcionante para quienes, como yo, creemos que los flujos de capital extranjero, en especial los de inversión extranjera directa, son un estímulo al crecimiento económico de los países porque complementan el ahorro interno, bajan el costo del capital, transfieren tecnología y estimulan directamente el desarrollo del sistema financiero. Oportuno para quienes se oponen a los flujos de capital internacional *per se* por no aceptar que las dificultades surgen de la incapacidad de absorción

de los recursos externos debido a la existencia de un marco institucional o macroeconómico débil.

Permítanme explicar este último punto, el cual quiero ilustrar a partir de un hecho empírico difícilmente controvertible: una tasa de cambio real sobrevaluada y una bonanza de crédito interno, a menudo preceden crisis. Los dos fenómenos tienden a ocurrir simultáneamente cuando los países reciben fuertes entrada de capitales y los pilares de la estabilidad macroeconómica (una política monetaria dirigida a la estabilidad de precios, la disciplina fiscal, y una apropiada supervisión y regulación financiera) no están funcionando correctamente.

Piénsese, por ejemplo, en dos economías que están recibiendo fuertes entradas de capital, pero difieren en la postura de su política fiscal (para simplificar supongamos que ellas no difieren en la calidad de la supervisión y regulación financiera). La primera tiene una política fiscal expansiva y, por tanto, procíclica. La segunda tiene una política fiscal anticíclica. En la primera, la estabilidad macro se recarga en la política monetaria. En la segunda, la política fiscal contractiva contribuye a controlar el crecimiento del gasto y el ahorro público puede mantenerse en el exterior (Chile hoy es un ejemplo). El ajuste en la segunda economía se da a tasas de interés más bajas y con menor apreciación de la moneda que en la primera, y la probabilidad de que tal economía entre en crisis también es menor. La diferencia la hace la política fiscal, ésta sí, a diferencia de la política monetaria, determinante fundamental de la tasa de cambio real, en compañía de la apertura comercial, los términos de intercambio y la productividad, entre otras.

Colombia ha progresado en los “pilares de la estabilidad macroeconómica”. La inflación es baja, y aunque en los últimos meses ha subido se dirige con paso seguro hacia la estabilidad de precios, entendida ésta como una tasa de inflación cercana al 3%. Con la nueva Superintendencia Financiera se han ido creando las bases para tener una supervisión y un ambiente regulatorio fuerte, que al mismo tiempo estimule la competencia. Como proporción del PIB, el déficit del gobierno central y la deuda pública han caído más de 2 y 10 puntos

porcentuales, respectivamente. No obstante, en todas las áreas hay que intensificar esfuerzos, consolidar los avances, perseverar y corregir errores.

Colombia tiene una posición fiscal incómoda para enfrentar una situación de fuerte entrada de capital internacional. Reconociendo de antemano las dificultades bien conocidas que existen en el manejo fiscal, un déficit del gobierno central que supera el 4% del PIB, a pesar de que los ingresos crecen a tasas excepcionalmente altas, recarga la estabilidad macroeconómica en la política monetaria. Para evitar un desbordamiento del gasto, la autoridad monetaria debe subir las tasas de interés, lo cual amplía el diferencial de tasas de interés internas vs. externas. Por su parte, la financiación del déficit del gobierno central se está haciendo, en su mayoría, con recursos de la venta de activos públicos, previa monetización de deuda externa por parte del comprador, y con crédito contratado directamente por el gobierno nacional en el mercado internacional.

En las condiciones descritas no debe extrañar las recientes medidas de la junta directiva del Banco de la República. El encaje marginal apoya la política de tasas de interés para evitar un desbordamiento del crédito y el gasto, mientras el depósito al endeudamiento externo contribuye a la estabilidad de la tasa de cambio. Las dos medidas son temporales e incómodas, pero necesarias en las condiciones actuales de la economía colombiana.

Por último, mención especial debe hacerse de la importancia de la regulación prudencial y de la supervisión financiera en esta coyuntura para prevenir desequilibrios que atenten contra la estabilidad financiera y el normal funcionamiento del sistema de pagos.

### **Inflación y desarrollo del mercado financiero de las familias**

Para terminar, y olvidándonos ya del debate de coyuntura, quisiera hacer unos comentarios adicionales sobre el mercado financiero de las familias y la inflación. De nuevo, quisiera comenzar de algunos conceptos básicos. Como bien conocen ustedes,

cuando una persona obtiene un préstamo no puede asegurar su pago. Tampoco puede proveer un colateral perfecto y seguro para respaldar su deuda. Las casas actúan como un colateral para las hipotecas pero existe el riesgo de que su precio caiga y deje al banco con un activo que vale menos que el préstamo. También, en el evento de no pago, el prestamista tiene que emprender un proceso legal para obtener la casa, lo cual es costoso. Nuestro invitado Ricardo Caballero ha estudiado el efecto de tales fricciones en los préstamos a las firmas exportadoras.

Esas imperfecciones implican que las instituciones de crédito tienen que apoyarse en un respaldo diferente si quieren obtener beneficios de los préstamos a los hogares. Una manera de hacerlo es cobrar tasas de interés más elevadas de lo que lo harían en ausencia de tales circunstancias. Así, las familias colombianas obtienen préstamos a altas tasas de interés, tanto por factores microeconómicos como macroeconómicos.

Otra forma a través de la cual los bancos típicamente tratan de minimizar los riesgos es la utilización de datos con el fin de conocer qué tan riesgoso es un prestatario. Una regla simple es que los pagos de interés sobre el valor del préstamo sea bajo en proporción al ingreso del prestatario. Pero para aplicar de manera correcta esta regla es fundamental que el acreedor conozca la historia crediticia de su cliente, sentido al cual se dirigía el proyecto inicial de Ley de Habeas Data presentado por el gobierno nacional al Congreso hace unos meses.

En este contexto, ¿qué papel directo cumple el control de la inflación al desarrollo del mercado financiero para los hogares? La respuesta es: un papel fundamental. Permítanme explicar cómo. Las familias típicamente desean endeudarse a largo plazo. Por esta razón, la incertidumbre sobre la inflación y las tasas de interés nominales impactan sobre ellos directamente. Aunque la indexación es una alternativa disponible para ellos, ésta es costosa e imperfecta. Una inflación baja y predecible en el largo plazo, la cual viene acompañada con tasas de interés nominales y reales de largo plazo bajas y predecibles, representan un bajo costo para el endeudamiento de los hogares. Una inflación baja

y estable ayuda a los hogares porque remueve al menos una fuente de incertidumbre acerca de sus planes financieros.

Una manifestación de este papel ha sido el desarrollo del mercado de títulos de deuda pública a tasas fijas. En la medida en que este mercado adquiera mayor profundidad y liquidez, permitirá la formación de precios para varios instrumentos financieros de largo plazo, entre los cuales se encuentran las hipotecas y otros activos que benefician a los hogares.

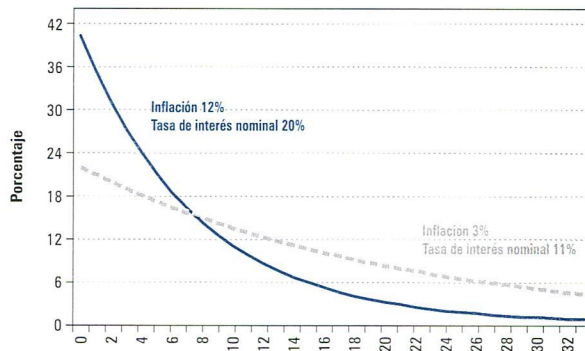
Pero existen también algunos beneficios colaterales. Con tasas de interés nominales estables y más predecibles, el consumidor puede planear de mejor forma y puede comparar más fácilmente las diferentes tasas de interés que los diversos prestamistas y entidades captadoras de depósitos les ofrecen. Esto puede estimular a los prestamistas a competir más vigorosamente y a reducir sus márgenes.

Del mismo modo, una inflación baja y estable puede aliviar las restricciones de crédito que los prestamistas imponen a los hogares. Debe recordarse que esas restricciones dependen del tamaño del pago de intereses en relación al ingreso, esto es, el servicio de la deuda. La gráfica 3 ilustra cómo los pagos de intereses sobre un préstamo típico a un hogar pueden variar desde un periodo de inflación alta a otro de inflación baja y estable.

La gráfica 3 compara dos escenarios. En ambos, el hogar obtiene un préstamo de \$50 millones por 30 años y recibe un ingreso anual de \$25 millones en el primer año. La tasa de interés real de 8% es la misma para los dos escenarios, como también lo es la tasa de crecimiento de 2% del ingreso real de la economía. La diferencia es que en el primer escenario, la inflación anual de 12% es alta (cerca del promedio observado entre 1995 y 2005) y también lo es la tasa de interés nominal de 20%, mientras que en el segundo la inflación se mantiene baja y estable al 3%, alrededor de su meta de largo plazo, de tal forma que con la misma tasa de interés real, la tasa de los préstamos cae a 11%.

La trayectoria del servicio de la deuda calculada para los dos escenarios se presenta en la gráfica 3.

GRÁFICA 3

PARTICIPACIÓN DE LA DEUDA EN EL INGRESO:  
ESCENARIOS DE ALTA Y BAJA INFLACIÓN

**FUENTE:** Cálculos propios. Véase Debele, G, Macroeconomic Implications of Rising Household Debt, Bank of International Settlements Working Paper No. 153 (2004). Por simplicidad, la figura ignora repagos, comisiones y un patrón de pagos variable.

Como puede verse, durante los primeros años del crédito, los pagos de interés representan una mayor proporción del ingreso cuando la inflación es alta que cuando la inflación es baja. Con inflación alta, dichos pagos ascienden aproximadamente a \$830.000 mensuales, suma equivalente a cerca del 40% del ingreso del primer año. Pero en condiciones de inflación baja tales pagos se reducen aproximadamente a la mitad, \$450.000, equivalente a 22% del ingreso del primer año.

Por supuesto que el servicio de la deuda a lo largo de los 30 años de vida del crédito en el escenario de inflación baja no siempre es menor que el correspondiente al escenario de inflación alta. Simplemente, en el caso de inflación baja la curva de pagos es más plana. Por lo tanto, en condiciones de baja inflación, los préstamos también durarán un mayor tiempo, en el sentido de que los pagos consumirán una proporción del ingreso más elevada hacia el final de la vida del préstamo en comparación al escenario de inflación alta. Esto se debe a que el ingreso nominal del hogar crecerá más lentamente cuando la inflación es reducida.

Pero es muy probable que los hogares, y especialmente los hogares jóvenes, prefieran un servicio de

la deuda con una trayectoria de pagos más plana que con una trayectoria muy empinada, como la que se les ofrece en condiciones de alta inflación. Por su parte, los prestamistas pueden encontrar menos riesgoso prestarles a hogares jóvenes cuando los pagos iniciales de intereses son pequeños en proporción al ingreso. Así, manteniendo la inflación baja y permanentemente estable, la autoridad monetaria puede darle a los hogares y a los prestamistas la alternativa de escoger. En la medida en que alcanzamos una inflación baja y sostenible, esperaríamos, sin necesidad de imponerlo, que el periodo de maduración de endeudamiento de los hogares se incremente.

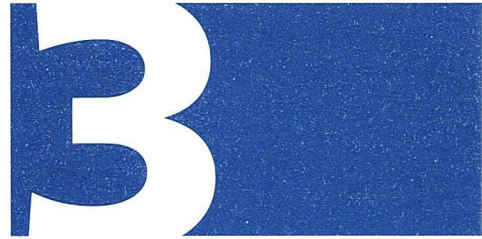
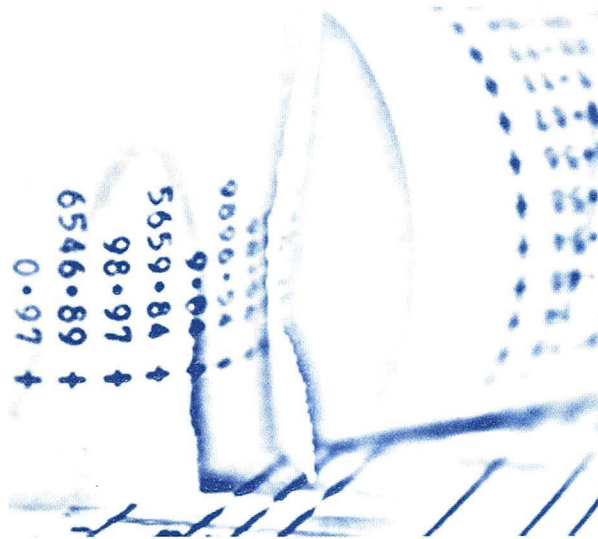
He puesto énfasis en que para mejorar la salud de las finanzas de los hogares, la inflación y las tasas de interés deben ser menores y más estables. Uno tiene que mirar al futuro para darse cuenta de eso. Mantener las tasas de interés artificialmente bajas ahora sólo significará que después de un tiempo la inflación aumentará fuera de control, y a la larga, la tasa de interés real tendrá que ser aumentada incluso por encima de los niveles iniciales. Tasas de interés artificialmente bajas lo único que traen es inestabilidad a las decisiones financieras de los hogares.

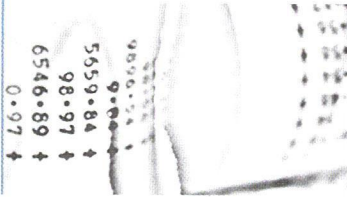
También es cierto que para alcanzar en el futuro una tasa de inflación permanentemente baja y estable, tendríamos que aumentar las tasas de interés ahora. Esta es la razón principal por la cual la junta directiva del Banco de la República ha aumentado hasta el momento la tasa de interés de intervención monetaria desde el 6% en abril de 2006 hasta el 8.5% un año después. Y es la razón fundamental detrás del encaje marginal. Deseamos contener la amenaza de inflación futura y defender las metas cuantitativas que nos hemos trazado.

Para resumir esta última sección, déjenme recordarles que el compromiso fundamental de la junta directiva es alcanzar y mantener una inflación baja, estable y predecible. Una tasa de inflación con estas características contribuye a desarrollar un mercado de capital eficiente y saludable como el que el país necesita para crecer a tasas altas y sostenidas.



# EL NUEVO ROL DEL SISTEMA BANCARIO





## DESARROLLO DEL MERCADO DE DEUDA LOCAL EN PAÍSES DE LA REGIÓN: LA EXPERIENCIA EN MÉXICO

FEDERICO CASAS  
JEFE VENTAS A MERCADOS GLOBALES, HSBC

Los sistemas financieros y, en general, las economías de nuestros países, comparten grandes logros y desafíos. En los últimos cinco años hemos sido testigos de una estabilidad macroeconómica sin precedentes, cimentada, entre otras cosas, en un control firme de la inflación, un manejo prudente de la deuda pública, y un adecuado marco legal, acorde con las exigencias de la globalización de los mercados.

Estos desarrollos no han pasado inadvertidos para los mercados internacionales. El *spread* soberano de México y Colombia se encuentra en niveles históricamente bajos y el apetito de los inversionistas por nuestras emisiones de renta fija o variable corporativa o soberana nunca ha sido mayor. El reemplazo de deuda denominada en dólares, por deuda denominada en moneda local, ha mostrado no sólo la creciente demanda internacional por nuestros activos financieros, sino también el notable incremento en el ahorro interno de ambas naciones, sustentado en el crecimiento exponencial de los inversionistas institucionales –principalmente los fondos de pensiones y cesantías o asociaciones de fondos para el retiro.

Quizá nuestro mayor reto y, a la vez, nuestra mayor oportunidad, consiste en lograr que los beneficios de estos desarrollos lleguen a un porcentaje mayor de la población. La experiencia internacional sugiere que los países con una mejor distribución del ingreso son aquellos que también cuentan con

mejores indicadores de bancarización y profundización financiera.

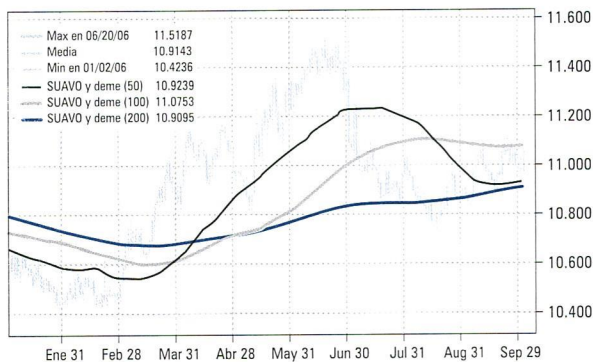
En México las reformas estructurales, energética, laboral, pensional y fiscal, son pasos necesarios para incrementar nuestra competitividad, productividad e ingreso.

La siguiente presentación es una síntesis de la evolución reciente de algunos aspectos del mercado financiero mexicano, que no pretende ser exhaustiva sino, más bien, resaltar los principales catalizadores de este proceso en México; lejos de ser un modelo, es un camino más en el que ustedes encontrarán algunas semejanzas y diferencias con el mercado colombiano. Cabe destacar el impacto positivo de las políticas de libre mercado: en México, a pesar de la gran incertidumbre durante el reciente proceso electoral, los mercados buscaron sus niveles de equilibrio en el marco de la libre acción de la oferta y la demanda, garantizando certeza a los participantes sobre las reglas mismas del juego (gráfica 1).

Entrando en el tema, el mercado local de deuda en México ha tenido una consolidación importante debido a diversos factores, entre los que se destacan la estabilidad macroeconómica, el manejo prudente de la deuda pública, las adecuaciones al marco legal del sistema financiero, el desarrollo de inversionistas institucionales, el desarrollo de productos de derivados financieros y el sistema de libre convertibilidad y flotación cambiaria.

GRÁFICA 1

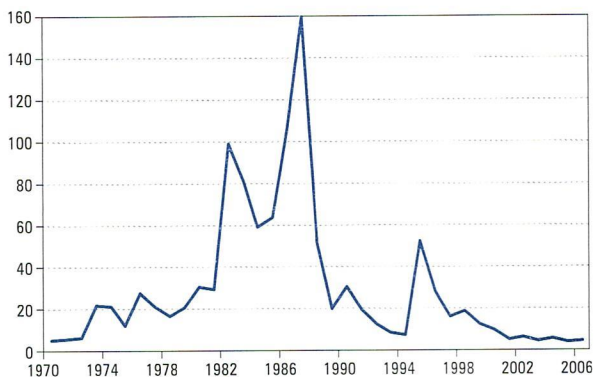
EVOLUCIÓN DEL PESO EN EL PERIODO ELECTORAL



En cuanto a la estabilidad macroeconómica, ha habido una reducción del déficit fiscal y de cuenta corriente y una estabilidad de precios sostenida. Podemos observar en esta gráfica la inflación de 1970 a 2006; se puede ver cómo, a partir de 2000 aproximadamente, se entra en una etapa de estabilidad de precios, menor vulnerabilidad a los movimientos externos –como explicaremos más adelante–, y un manejo prudente de la deuda pública (gráfica 2).

GRÁFICA 2

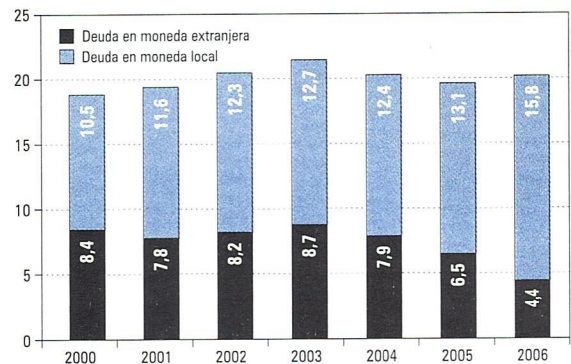
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN (%)



Justamente, en relación con este tema, la composición de la deuda pública ha cambiado en los últimos siete años. La siguiente gráfica nos muestra cómo en los últimos seis años desde 2000, la mezcla de deuda local contra la deuda externa ha cambiado de manera importante. De acuerdo con los porcentajes, claramente el gobierno realizó una sustitución de deuda en moneda extranjera por deuda en moneda local, lo cual hace menos

GRÁFICA 3

DEUDA GUBERNAMENTAL (% DEL PIB)



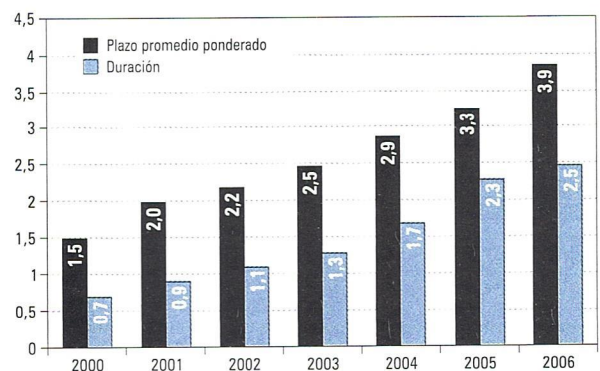
vulnerable al país en cuanto a movimientos y *shocks* externos (gráfica 3).

El gobierno federal ha trabajado en mejorar el perfil de la deuda. El plazo promedio y el promedio ponderado de la deuda se han incrementado en forma importante (gráfica 4).

En cuanto a la mezcla de deuda doméstica por tipo de instrumento, podemos ver también que en 1998 la deuda a tasa fija era inexistente; todo eso se concentraba en algo similar a las letras de corto plazo emitidas por la tesorería, que eran bonos de tasa flotante y bonos indexados a la inflación. Si vemos al día de hoy, el 46,3% de la deuda es a tasa fija a plazo, el monto en Cetes o letras de corto plazo ha disminuido también la exposición a tasa indexada a la inflación (gráfica 5).

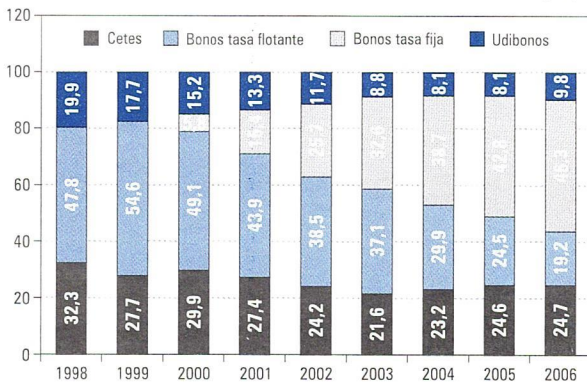
GRÁFICA 4

PLAZO PROMEDIO PONDERADO Y DURACIÓN (AÑOS)



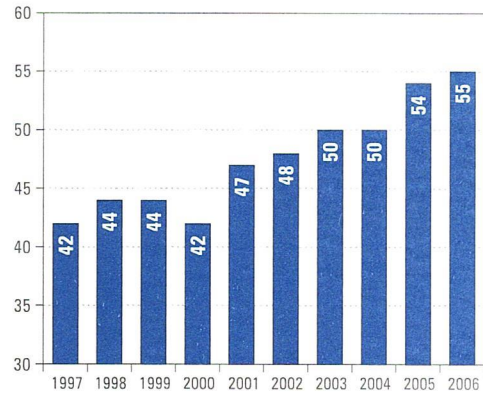
GRÁFICA 5

DEUDA INTERNA POR TIPO DE INSTRUMENTO (%)



GRÁFICA 6

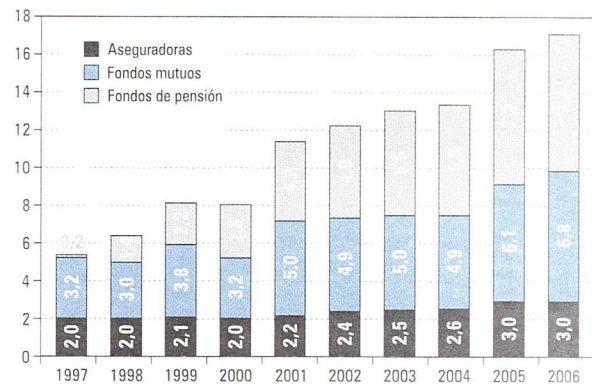
AHORRO FINANCIERO (% DEL PIB)



Observemos el ahorro financiero, como porcentaje del PIB, en los últimos 10 años: una década atrás, los cambios en el marco regulatorio favorecieron el desarrollo de los fondos de pensiones, que llamamos *Afores*, cuya contribución al PIB era cercana a cero. Hoy en día la base de inversiones institucionales es el mayor contribuyente al ahorro interno y vemos un crecimiento importante en lo que llamamos fondos mutuos, como efecto de intermediación de la banca (gráficas 6 y 7).

GRÁFICA 7

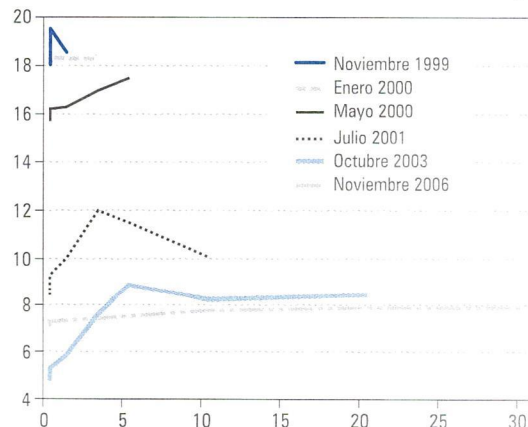
CARTERAS DE INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES (% DEL PIB)



En esta gráfica, particularmente interesante, vemos la curva de rendimientos local y su evolución en los últimos ocho años. En noviembre de 1999 la curva llegaba hasta un año y las tasas nominales estaban en el orden de 18% al 20%. De ahí en adelante hemos visto una extensión de plazo de la curva y, a la vez, una reducción de las tasas a lo largo de la curva. Si hoy observamos esta línea, tenemos una curva de hasta 30 años con tasas de 7,5% y prácticamente *flat* hasta 30 años a lo largo de toda la curva. México se ha convertido en el primer país de Latinoamérica en contar con una curva de rendimientos de hasta 30 años y, al igual que sucede en Colombia, hay sistemas de subastas periódicas en los cuales se emiten los bonos de referencia de 3, 5, 10, 20 y 30 años, de manera continua, para dar liquidez a estas emisiones (gráfico 8).

GRÁFICA 8

CURVA DE RENDIMIENTOS (%)



Las autoridades han tomado medidas para aumentar la liquidez en el mercado local. Lo vemos en el programa de formadores de mercado –con el que

ustedes están familiarizados—, está el desarrollo del mercado de reportos (Repos), el programa de préstamo de valores y el fortalecimiento de las emisiones de referencia.

Una pieza importante del crecimiento del mercado de deuda local es el desarrollo del mercado de productos derivados financieros; existe un mercado de *swaps* de tasa fija por tasa flotante, esta última conocida como tasa de interés interbancaria de equilibrio (la TIIE), similar a la tasa Libor pero en pesos.

Existe también un mercado de *swaps* de tasas de pesos flotante a tasas de dólares flotante (TIIE- Libor), un mercado de tasa real por tasa nominal en pesos, un mercado de *swaps* de tasa real por tasas en dólares (UDI- Libor) y un mercado de futuros a través de una bolsa de productos derivados, conocida como Mexder, donde se operan las tasas de interés y la curva de bonos gubernamentales. Todos los mercados anteriores cuentan con liquidez y profundidad en plazos de hasta 30 años.

Un gran número de emisores se suma al mercado. La mayor estabilidad y desarrollo del mercado local han permitido su entrada. Los grandes corporativos mexicanos han cambiado el financiamiento de los mercados internacionales a los mercados locales y los gobiernos locales han comenzado a emitir en el mercado local para financiarse a tasas más bajas y plazos más largos. El desarrollo del mercado de vivienda ha permitido la entrada de nuevos emisores de largo plazo, que son básicamente bonos respaldados por hipotecas. La existencia de un mercado de derivados líquido y profundo permite, tanto a emisores como a tenedores de deuda, cambiar el perfil tanto de sus activos como de sus pasivos.

Actualmente existen emisiones corporativas con un plazo de hasta 30 años. Adicionalmente, muchos emisores han logrado colocar bonos globales denominados en pesos en los mercados internacionales. Varios emisores internacionales de alta calificación crediticia han utilizado el peso mexicano como moneda de fondeo y, mediante *cross currency swaps*, han obtenido un costo de recursos menor al disponible en su moneda

funcional; es decir, se financian en pesos porque hay inversionistas interesados en comprar activos en pesos de tasa fija a largo plazo y después, a través de los derivados, convierten esa deuda en un financiamiento en dólares o en su moneda funcional. En ocasiones se ha obtenido un costo de fondos más bajo que si fuera una emisión de bonos en su moneda funcional.

Desde 2005 tenemos una serie de emisores de bonos globales en pesos fuera de México. Es el caso de varios bancos de desarrollo alemanes, el gobierno austriaco, bancos como UBS, General Electric, Toyota Motors, y otros bancos, incluido el Banco Interamericano de Desarrollo, que se ha convertido en un emisor frecuente en pesos. En todos estos casos se hacen emisiones en pesos mexicanos a tasas fijas, a plazos de 10 hasta 20 años y después, mediante un *cross currency swap*, logran costos de fondos, como es el caso del Banco Interamericano de Desarrollo, que logra costos de fondos de Libor menos 40, mediante una emisión en pesos y un *swap* en dólares; y como el mercado mexicano le permite acceder a los plazos y la liquidez deseados, se ha convertido en un mecanismo interesante de financiamiento.

Un par de ejemplos recientes en los cuales estuvimos involucrados: una colocación de América Móvil, la compañía de telefonía celular que opera en toda Latinoamérica, emitió en diciembre del año pasado un bono a 30 años con un cupón de 8.46%, tasa fija en pesos; esta colocación fue por 8 mil millones de pesos —que son aproximadamente 700 millones de dólares—, pero la demanda que hubo de inversiones locales y extranjeras era de alrededor de 20 mil millones de pesos, o 1.800 millones de dólares. Realmente hay demanda para este tipo de emisión. Televisa, la compañía de televisora mexicana, emitió la semana pasada 4.500 millones de pesos —cerca de US\$400 millones— con un cupón de 8,49% también a 30 años. Estos son ejemplos en los cuales estamos involucrados, y que se han realizado recientemente:

La liquidez y profundidad del peso permite la entrada de grandes emisores. El peso mexicano

- La banca de desarrollo alemana
- El gobierno austriaco
- UBS
- General Electric
- Toyota Motors
- Merrill Lynch
- Morgan Stanley
- BID

se cuenta entre las 10 monedas más líquidas del mundo, tomando en cuenta operaciones de *spot*, *forwards*, futuros y opciones, y se posiciona como la moneda más líquida de Latinoamérica. La liquidez del mercado ha permitido que los emisores puedan intercambiar deuda en pesos por deuda en dólares. En la gráfica observamos el volumen operado, comparado con las de las monedas de mayor liquidez a nivel mundial (gráfica 9).

## Conclusiones

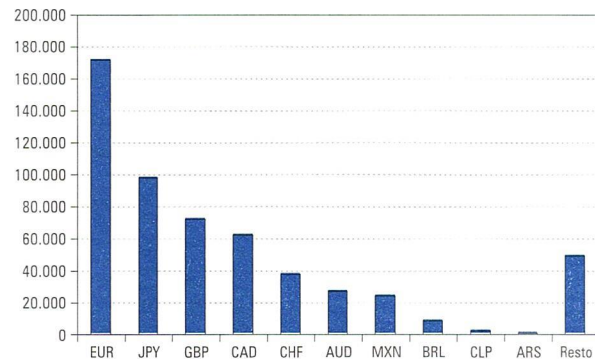
- La estabilidad económica y financiera ha permitido el desarrollo ordenado del mercado mexicano.

## Anexo

Pronósticos macroeconómicos	2006	2007 e
GDP nominal (miles de millones de pesos)	9.155	9.864
GDP nominal (miles de millones de dólares)	839	893
GDP crecimiento real porcentual 2006 y 2007 e	4,77%	3,10%
Inflación (fin de periodo)	4,05%	3,44%
Variación tipo de cambio 2006 t 2007 e (promedio)	10,91	11,05
Variación tipo de cambio 2006 t 2007 e (fin de periodo)	10,81	11,17
Tasa de interés <i>overnight</i> (fin de periodo)	7,00%	7,50%
Tasa de interés Cetes 28 días (fin de periodo)	7,02%	7,50%
Plazo máximo de la curva de rendimiento	30 años	30 años
Deuda pública (local, 4º trim) (millones de dólares)	154.758	
Deuda pública (extranjera, 4º trim) (millones de dólares)	57.766	

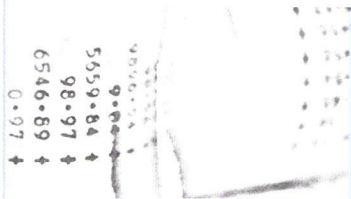
GRÁFICA 9

VOLUMEN PROMEDIO OPERADO  
(MILLONES DE DÓLARES)



- El desarrollo del mercado mexicano de derivados local y la liquidez del mercado cambiario han apoyado también el fortalecimiento del mercado.
- Las condiciones externas favorables han permitido que las economías de los mercados emergentes desarrollen sus mercados locales.

Para finalizar, observemos un anexo con algunos datos macroeconómicos de México del año pasado y estimados de HCBC para 2007.



## LA BANCA EN COLOMBIA: ¿QUÉ SE NECESITA PARA SU DESARROLLO?

JORGE LONDOÑO  
PRESIDENTE BANCOLOMBIA

**E**l título y la planeación de este simposio se hicieron sin conocer los eventos de los últimos días cuando se han expedido medidas de control monetario, vía el incremento de encajes, que tienen mucho que ver con este tema en particular el crecimiento de la banca.

Sin embargo, me parece que es importante señalar que mi objetivo es propiciar una discusión de coyuntura. Mis colegas en general, y el banco, en particular, hemos considerado que el establecimiento de encajes es una medida comprensible dentro de las circunstancias particulares del momento que estamos viviendo y no interfiere para nada en el análisis de estas tendencias más estructurales de crecimiento, de sus perspectivas de desarrollo y de responsabilidades de evolución del sector, que son las que me propongo compartir con ustedes.

En las cifras que vamos a ver a continuación, no existen ni la voluntad, ni el interés de hacer un debate sobre si esas medidas fueron oportunas, adecuadas, convenientes o no, sino de mirar efectivamente cómo ha venido creciendo la banca, y cómo debe crecer hacia el futuro cercano, en términos del mediano plazo.

Para mirar esto, quisiera ver tres temas que constituyen los pilares fundamentales de nuestra actividad:

1. El negocio de crédito, que es nuestro negocio central y fundamental.

2. El negocio básico, complementario de los servicios financieros
3. El negocio de los nuevos productos e innovaciones, de los derivados. Este tema lo trataré de manera menos profunda de lo que lo han hecho mis antecesores en este podio. Simplemente voy a hacer algunos comentarios y reflexiones de lo que este negocio significa para la banca y de lo que debe ser nuestro papel en el desarrollo del mismo.

### El negocio financiero

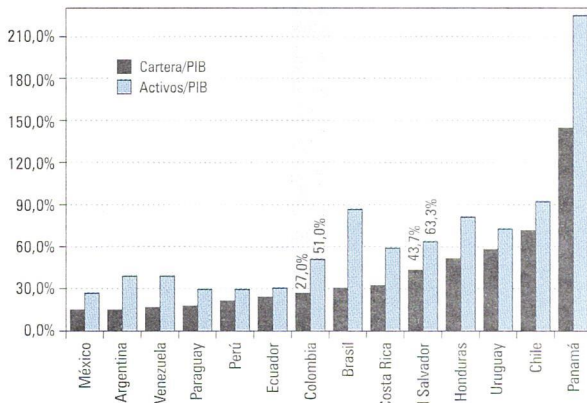
Estas cifras son muy conocidas, pero de todas maneras es una gráfica interesante de mirar y analizar.

Efectivamente, a principios de la década nosotros estábamos diciendo, con razón, que había que mirar mecanismos que permitieran desencadenar el crédito. Incluso, existía la preocupación de que después de la crisis se estuviese presentando una situación de "credit crunch", que nadie quisiera asumir el riesgo, que hubieran quedado lesiones.

No importa la discusión sobre eso, pero el sustento más importante de ella era el confrontar una realidad absolutamente clara, contundente, y es que en Colombia hay poco crédito, desde el punto de vista del PIB y del tamaño de nuestra economía y hay pocos activos bancarios que, además, son pequeños (gráfica 1).

GRÁFICA 1

## PROFUNDIZACIÓN EN LA REGIÓN



FUENTE: Felaban - IIF, datos a diciembre de 2006

Como podemos observar al comparar la bancarización de varios países de la región, tenemos una posición muy intermedia con países de similar estado de desarrollo en esta región, que están bien por encima de nuestras cifras. Vale la pena señalar un país en el que hemos estado pensando mucho en mi organización que es El Salvador, que tiene el 44% de cartera frente al PIB, ya hoy esa cifra es superior al 45%, mientras en Colombia estamos bien por debajo del 30%.

En Colombia tenemos un campo importante y un reto muy grande y complejo para ampliar el crédito y la banca debe enfrentarlo. Tenemos la meta perfectamente clara y la prueba de niveles alcanzados por otras economías. Obviamente Panamá es una economía diferente porque allí existe un centro financiero internacional que distorsiona esas cifras. Las traemos aquí más como ilustración, pero tener el 92% de activos, como los tiene Chile, que logra el 71% de créditos contra su PIB, muestra verdaderamente que hay posibilidades interesantes de contribuir al desarrollo de una economía; que le prestemos el 70% del PIB a la economía, sin duda, significa un elemento dinamizador.

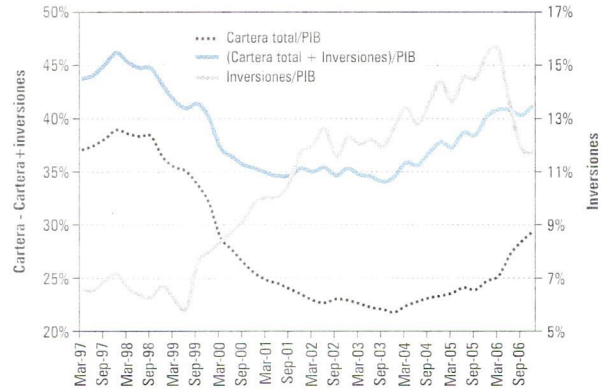
Pero miremos esto en el tiempo, porque es interesante ver la evolución reciente de estos indicadores (gráfica 2).

Aquí tenemos lo que es la evolución de profundización, mirando el total de cartera más inversiones

GRÁFICA 2

## PROFUNDIZACIÓN EN COLOMBIA

Indicador de Profundización  
(cartera total + inversiones) / PIB  
Marzo 1997 - Diciembre 2006



FUENTE: Dane y Superfinanciera. Establecimientos de crédito sin cooperativas y sin instituciones de orden especial.

y cada uno de esos componentes, de manera separada.

La reacción del crédito a partir del año 2004 es bien clara, es contundente. La banca empezó a tomar las oportunidades que el crecimiento de la economía le presentaba. Fue una toma de oportunidades que nos llevó a un crecimiento que todavía nos deja –y esto tal vez es la conclusión más importante– absolutamente lejos de los niveles alcanzados en la década de los noventa, antes de la crisis del 97 y años siguientes, cuando la cartera total llegó a ser casi el 40% del PIB. Hoy estamos, como lo acabamos de ver, todavía por debajo del 27%.

Pero sí es significativo que de cifras tan bajas como las que habíamos tenido en el 2003, hayamos vuelto a regresar a niveles tan altos como ese 27%, al que estábamos refiriéndonos.

En Colombia ha habido una reflexión muy buena sobre cuál es el significado del endeudamiento sobre el desarrollo. Hasta dónde hay una relación y, en particular, una relación de causalidad. Hoy hay estudios muy buenos, en particular el de Urrutia y otros y el de Villar y otros, que han llegado a la conclusión clara de que es más significativo, es un mejor elemento para entender un cambio en el ritmo de crecimiento, lo que es la capacidad de canalizar el



ahorro hacia el crédito, que el incremento mismo de la inversión, de la capitalización de las empresas.

Por lo tanto, ese trabajo fundamental de la banca de llevar el ahorro al sector productivo, de propiciar crédito, tiene un significado muy grande sobre el desarrollo de la economía.

Nosotros no podemos pensar, con los ritmos de crecimiento que se vienen observando en la economía y que se pueden percibir en esta gráfica, que realmente podamos decir que lo que se necesita para desatar el crédito son modificaciones en los estímulos o en las regulaciones, o eliminar restricciones. Creo que el crecimiento que se viene dando es porque hay un marco regulatorio adecuado. Sin embargo, eso tampoco nos permitiría llegar a la conclusión de que todo es bueno, favorable y adecuado.

En particular, el llamado a lo que es la revisión de la legislación, en materia de los derechos del acreedor, es fundamental en Colombia. No tanto porque eso sea un escollo al crecimiento, pero sin duda, sí se constituye en un elemento de costo para los beneficiarios del crédito.

El tiempo que en Colombia se demora hacer efectiva una garantía, o las dificultades que tenemos para aceptar y manejar cierto tipo de garantías, constituyen costos de operación del sistema, costos de otorgamiento del crédito, que al final los paga el que consume el producto y eso determina unos "aparentes" mayores márgenes en el crédito que se está recibiendo.

Sin embargo, insisto, no quiero mirar eso como el obstáculo fundamental. En Colombia tenemos un proceso de crecimiento del crédito, que demuestra que hay una oportunidad que está siendo aprovechada por el sector financiero.

Miremos esto en algunos capítulos; miremos cómo ha sido la evolución del crédito, las perspectivas que vemos en el crédito corporativo, en el crédito comercial, en el crédito a los negocios, en el crédito a las personas y en el crédito de vivienda, donde se presentan comportamientos diferentes, que nos llevan a conclusiones distintas. Miremos lo que sucede en la cartera comercial:

La gráfica nos muestra la evolución de monto y la tasa de crecimiento. Verdaderamente eso confirma lo que trataba de expresar de que cuando alcanzamos tasas de crecimiento por encima del 20% en el crédito comercial, nadie puede decirnos: "Libérenos por favor estas restricciones". No es que haya restricciones al crecimiento; probablemente hay oportunidades de mejora al sistema regulatorio que pueden contribuir a unos mejores costos y tal vez a un mejor otorgamiento del crédito y una mayor agilidad en el mismo. Pero allí se da un crecimiento del volumen, sumamente satisfactorio que, sin duda, tiene que estar en el alma de lo que ha sucedido con las tasas de crecimiento de la economía (gráfica 3A).

Ese crecimiento de volumen es la contraparte de que las tasas de desarrollo, de crecimiento de nuestra economía, estén aumentando.

En la siguiente gráfica vemos que lo que representa el crédito como participación de los activos bancarios y del PIB, apenas es una recuperación que empieza y todavía estamos muy lejos de lo que eran los niveles anteriores. Allí hay un campo amplio, nosotros creemos que el sector productivo puede recibir mucho más crédito, que a la economía le conviene recibirlo y que esa es una oportunidad y un desafío de la banca y del sector financiero (gráfica 3B).

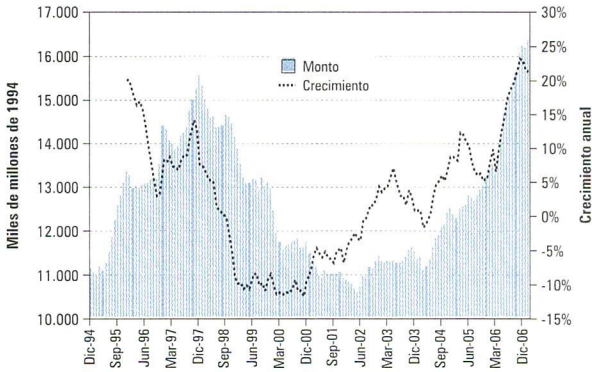
En el consumo es ligeramente diferente: un aumento del volumen, enorme, y la tasa de crecimiento es mucho más alta; aquí no llegamos a un crecimiento del 20% sino a un crecimiento del 40%. Esto ha sido una situación positiva, no sólo porque ha estado orientada a que en Colombia se aumente el consumo de una manera significativa, y eso sirva de estímulo en lo que representa de oportunidad de crecimiento del mercado interno para que se hagan más inversiones y para que el sector productivo encuentre más oportunidades de colocar sus productos, sino porque se ha dado en el campo de una intensa innovación, en mecanismos de otorgamiento de crédito y en penetración de nuevos sectores beneficiarios del crédito (gráfica 3C).

Por lo tanto, aquí no hay simplemente una mayor entrega de crédito a los mismos usuarios de siempre; hay nuevos créditos, nuevos tipos de financiación y nuevos beneficiarios del crédito.

GRÁFICA 3

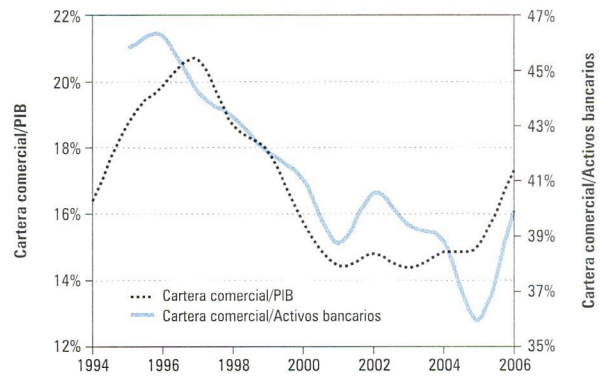
EL SISTEMA BANCARIO EN EL FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS

A. DINÁMICA DE LA CARTERA COMERCIAL  
Dic. 1994 - Feb. 2007



FUENTE: Superintendencia Financiera. Cálculos Bancolombia.

B. CARTERA COMERCIAL CON RELACIÓN AL PIB  
Y A LOS ACTIVOS BANCARIOS  
1994 - 2006



FUENTE: Superintendencia Financiera - Dane. Cálculos Bancolombia.

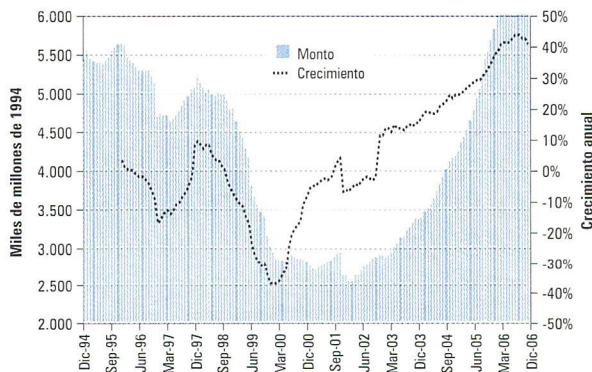
La parte inferior derecha de la gráfica obviamente ha sido motivo de mayores reflexiones aquí en esta reunión y de otras opiniones en las que no quiero involucrarme en ese debate, pero ahí lo que sí se ve, al contrario de lo que veíamos en el crédito corporativo, es que aquí sí estamos en los niveles, e incluso superando los niveles presentados antes de la crisis, en lo que es la participación de la cartera de consumo sobre el PIB (gráfica 3D).

No creemos que eso automáticamente diga que como ya estamos a niveles superiores del 8% del PIB en el crédito de consumo, es un motivo de riesgo. Yo no creo que la crisis de final de la década del noventa fuera determinada por un sobreendeudamiento de consumo, pero una actividad que viene creciendo al 40%, exige mucha prudencia de la banca y mucha cautela en los mecanismos de otorgamiento del crédito, porque efectivamente

GRÁFICA 3

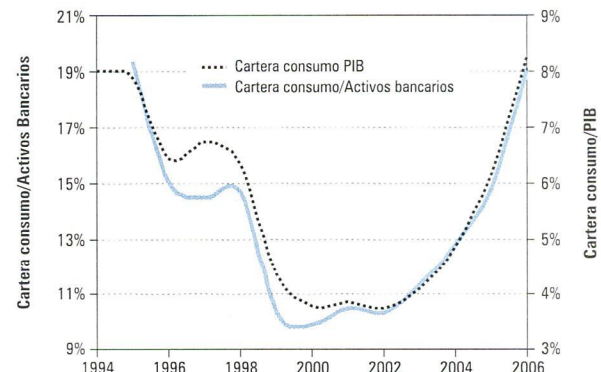
EL SISTEMA BANCARIO EN EL FINANCIAMIENTO DE LOS HOGARES: CONSUMO

C. DINÁMICA DE LA CARTERA CONSUMO  
Dic. 1994 - Feb. 2007



FUENTE: Superintendencia Financiera. Cálculos Bancolombia.

D. CARTERA CONSUMO CON RELACIÓN AL PIB  
Y A LOS ACTIVOS BANCARIOS  
1994 - 2006



FUENTE: Superintendencia Financiera - Dane. Cálculos Bancolombia.

ese ritmo de crecimiento crea inquietud sobre la bondad y sobre la capacidad de selección de riesgo, que finalmente constituye la responsabilidad fundamental del sistema financiero con la comunidad.

Lo que nosotros le vendemos a la comunidad, lo que la comunidad espera que nosotros hagamos por ella, es que seamos unos buenos mecanismos de selección del riesgo; que tomemos los ahorros del público y los coloquemos bien. Eso justifica las inquietudes de los reguladores y allí ellos tendrán sus decisiones para garantizar o apoyar ese proceso de mejora en la calidad de los procesos de selección que debe hacer el sector financiero.

Pasemos a un tema que es menos polémico y que nos muestra unas reflexiones particularmente interesantes: el crédito de vivienda. Vemos también, lo que es su crecimiento. La tasa de crecimiento anual viene recuperándose de una manera extraordinaria, pero observen que ahora hablábamos de crecimientos del 20 y del 40% para los dos capítulos anteriores, y aquí hablamos que esta es una tasa que se viene recuperando muy bien, porque ya no es negativa sino positiva y el monto, el volumen de crédito entregado—quiero aclarar que estas gráficas hacen una consideración tanto de la cartera como del monto titularizado, o sea, del total de la cartera generada

para vivienda—, apenas alcanza uno con lupa a ver que en los últimos trimestres empezó a crear una reacción, un cierto aumento (gráfica 4A).

Sin embargo, ese es el resultado de un fenómeno interesante porque, observen la caída, y eso que ahí no estamos graficando sino desde 2002. Si graficamos desde 2000, incluso desde el año de 1999, observamos que eso venía cayendo de una manera impresionante y a niveles que son inconvenientes desde todo punto de vista, o sea, la cartera hipotecaria debe representar un porcentaje de los activos bancarios por factores de riesgo, porque es una de las formas de diversificación del riesgo.

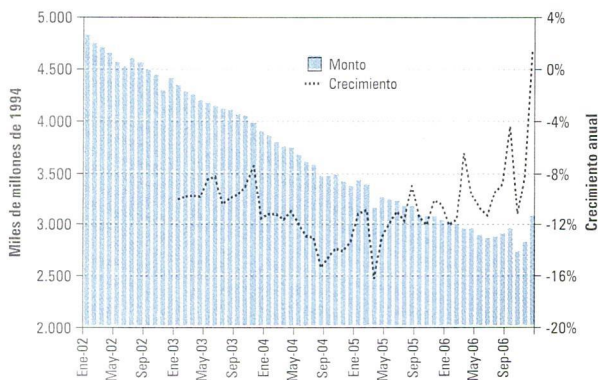
Nosotros debemos tener un cierto porcentaje de nuestros activos en ese negocio. Debe representar un porcentaje del PIB, por factores económicos claros. La actividad hipotecaria requiere, particularmente, de manera significativa el crédito, para poder desarrollarse. Una de las cosas que la gente no puede comprar sin crédito es vivienda, o inmuebles, por el valor singular que tiene cada uno de esos productos.

De tal manera que haber llegado a esos niveles de participación, con una participación tan precaria, de las hipotecas sobre los activos bancarios y sobre el PIB, es inconveniente desde todo punto de vista (gráfica 4B).

GRÁFICA 4

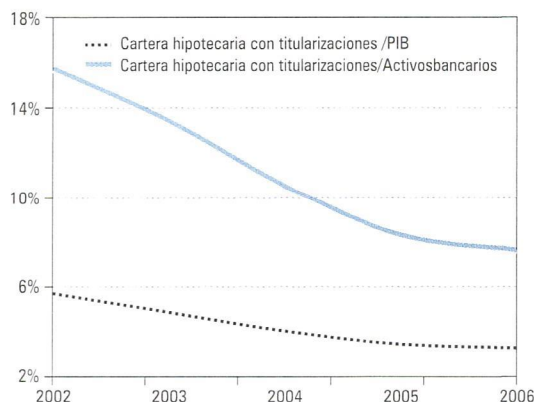
EL SISTEMA BANCARIO EN EL FINANCIAMIENTO DE LOS HOGARES: VIVIENDA

A. DINÁMICA DE LA CARTERA HIPOTECARIA CON TITULARIZACIONES  
Enero 2002 - Diciembre 2006



FUENTE: ICAV, cálculos Bancolombia.

B. CARTERA HIPOTECARIA CON TITULARIZACIONES EN RELACIÓN AL PIB Y A LOS ACTIVOS BANCARIOS  
2002 - 2006



FUENTE: ICAV - Dane, cálculos Bancolombia.

El otro tema que nos permite una reflexión y que vincula esto con la última parte de la exposición que yo quiero compartir con ustedes, la de los derivados, la de las innovaciones financieras, el tema que ustedes han venido trabajando aquí, es que este crecimiento se logró por una decisión del sistema financiero, de asumir el riesgo de crédito, el riesgo de tasa de interés, para sus clientes.

La verdad es que el hecho de que la banca haya decidido prestar a largo plazo, a tasa fija, fue el elemento determinante para que los créditos comenzaran a crecer. Obviamente, fue una decisión bastante agresiva, porque fue simultánea la rebaja importante de la tasa y, al mismo tiempo, la garantía de que se iba a prestar a tasa fija.

Las cicatrices que había dejado en el comportamiento de los deudores, del público, del mercado, la crisis del 97, que fue una crisis generada en el mercado hipotecario, habían determinado el estancamiento de la actividad. Aquí hay gente que sabe mucho mejor que yo cuáles fueron las causas y las determinantes de esa crisis hipotecaria, pero aparte de que es un tema muy provocativo desde el punto de vista académico, no voy a entrar en él. Lo cierto es que el nuevo producto de hipotecas a tasa fija cambió el comportamiento y las expectativas de la clientela de una manera contundente y se empezó a producir una reacción notable del mercado.

El hecho de que el sector financiero, para el público, para el consumidor individual, para el comprador de vivienda le dijera: "Nosotros asumimos el riesgo y vamos a ver cómo cubrimos ese riesgo para poderle entregar a usted, a un costo razonable, un crédito que involucre la cobertura de la tasa de interés", es lo que ha representado este cambio de tendencia de los últimos meses, que nosotros todavía vemos muy incipiente, de lo que ha ocurrido desde mediados del año pasado, a esta parte. Pero ahí sí, claramente, hay un reto que tenemos que seguir enfrentando; tenemos que construir un inventario de cartera hipotecaria que tenga un peso más alto sobre el PIB y un peso más alto como equivalente de los activos bancarios.

## Los servicios financieros

Este es el otro negocio en el que nosotros estamos. La verdad es que la banca tiene que vender su red, vender servicios y buscar cómo apalancar la financiación de los implementos de la infraestructura a través de la cual presta los servicios bancarios.

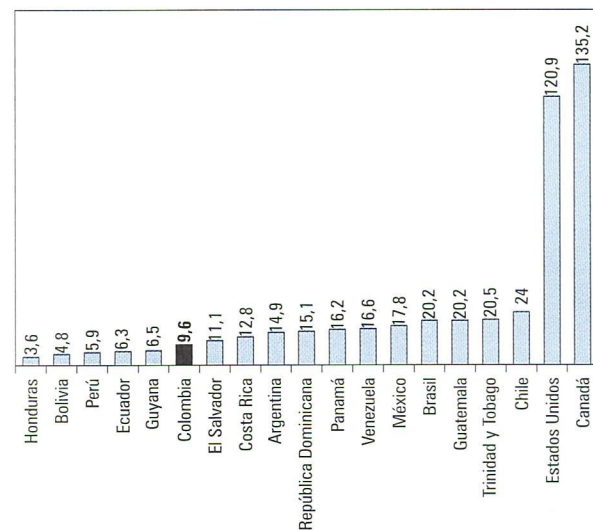
Aquí hay una cierta inconsistencia en las estadísticas, que uno puede encontrar, pero lo que yo pretendo con estas gráficas que voy a compartir con ustedes, es más una ilustración de lo que es el desafío que tiene el sector financiero colombiano.

La gráfica sobre la penetración de cajeros en la población corresponde al número de terminales por 100 mil habitantes en esos países que vemos allí (gráfica 5).

En Colombia, en el periodo de 1995 a 2005 ha venido creciendo rápidamente el número de cajeros, a una tasa y un ritmo muy significativo. La verdad es que esto ilustra bien la distancia a la que estamos de países similares.

GRÁFICA 5

PENETRACIÓN DE CAJEROS ELECTRÓNICOS 2003  
Número de terminales por cada 100.000 habitantes



FUENTE: Beck et al (2005) Banco Mundial, Estudio Medios de Pago Electrónicos en Colombia: Evolución y Perspectivas de Fedesarrollo.

Colombia está en los rangos inferiores de esa categoría, por debajo de países como El Salvador, Costa Rica y Argentina y muy por debajo de países desarrollados, evidentemente otra liga, pero donde la diferencia es absolutamente significativa: de 121 cajeros por 100 mil habitantes, en los Estados Unidos, pasamos a tener menos de 10 en nuestro país. Esa es una diferencia que nos lleva a pensar que hay que hacer un esfuerzo grande en redes.

Miremos otro ejemplo: las tarjetas débito. Colombia es un modelo en tarjetas débito. Ha desarrollado este modelo de manera muy clara y contundente. Sin embargo, observen con economías perfectamente comparables, como Brasil, Argentina, México y Chile, que nosotros somos los más pequeños en tarjetas por habitante. De colocar 1,25 tarjetas por habitante, que no es ni mucho menos desmesurado –con seguridad ustedes tienen más de una tarjeta débito–, a tener el 0,23; o sea, que solamente haya una tarjeta por cada cuatro habitantes, realmente la magnitud del desafío aquí es muy grande, es significativo.

Lo que queremos destacar es que este también es un tema donde el sector financiero viene asumiendo el reto de una manera contundente. Las cifras cambian día a día de una manera extraordinaria, pero es importante mostrar lo que es la agresividad de la ampliación de la infraestructura del sector financiero, con una ilustración que todos ustedes conocen, porque ha sido noticia.

En el mes de agosto de 2006 se estableció una regulación que permitió que la banca entrara en servicios de corresponsalía, en servicios de franquicia de transacciones financieras, que es lo que hemos llamado con un nombre rarísimo para poder cumplir con la regulación: “los corresponsales no bancarios”. Es decir, un señor que es corresponsal de banco, pero que se llama “no banco”. Pero de todas maneras, básicamente constituyen la posibilidad de entregar una franquicia para realizar transacciones, en una forma muy atractiva y adecuada para nuestra economía.

Uno se asombra cuando se da cuenta que eso sólo se empezó a hacer en agosto del año anterior, porque ya hoy hay miles de estas nuevas institu-

ciones, de estos nuevos modelos de distribución, establecidos en el país. Pero no solamente eso; nosotros venimos creciendo cerca del 10% en tarjetas débito y a un ritmo similar a más del 5% en el número de tarjetas de crédito, en la economía en general.

El sector financiero está cumpliendo con su objetivo, pero los requisitos y desafíos que tenemos para proveer a nuestra comunidad de una infraestructura adecuada, en materia de transacciones bancarias y financieras, es muy grande. Y con dificultades particulares, porque la geografía y la dispersión de población no hacen que el proceso sea fácil ni barato.

Colombia es un caso particular en el mundo latinoamericano, en materia de dispersión de su población. Vemos países como Chile y Argentina y entendemos que allí es más fácil proveer los servicios bancarios. Tenemos una situación similar a la de Brasil y México, que, recordemos, con una profundización de la banca, baja en esos países con una extensión de sus redes, como se ve en este tema del número de tarjetas débito, pero también en otras de las actividades que allí realizan.

## Nuevos productos e innovaciones

Pasemos al tema que es más familiar para ustedes, que es el de las innovaciones financieras, de los otros productos financieros.

A modo de introducción al tema, quiero comentar que la banca es el principal vehículo para que se desarrolle el mercado de estas innovaciones, por su capacidad de distribución y por el apalancamiento de las relaciones con los clientes, que pueden ser los beneficiarios de estos productos. Pero, además, por una razón filosófica que me permite enlazar con los comentarios que hacía en materia del crédito de vivienda, y es que está bien que la banca involucre en el producto de crédito la cobertura de riesgo de tasa de interés para las personas. Pero también está bien, y debe ser una de las posibilidades en las que nosotros nos concentremos, que la banca le de la oportunidad a los clientes corporativos, de que ellos puedan comprar separadamente los productos

de manera independiente y comprar el crédito y la cobertura del riesgo.

Pero eso va en beneficio de la banca. El hecho de que podamos ofrecer la cobertura de riesgo y nos podamos cerciorar de que nuestros clientes la compran, nos permite una agilización significativa y una reducción del costo, en nuestros productos crediticios. Nosotros estaremos proveyendo la cobertura de riesgo y efectivamente podríamos beneficiarnos.

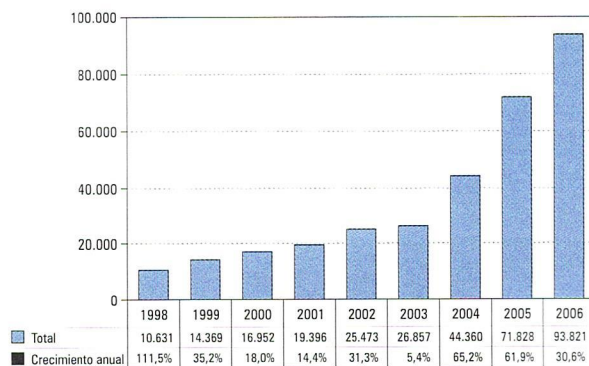
Esto ha crecido de manera significativa, pero en muy pocas cosas, que son muy simples. Nuestra hipótesis en este capítulo es que aquí hace mucha falta el desarrollo de nuevos marcos de legislación, de regulación, que nos permita entrar en estos negocios.

Miren lo que ha pasado en el mercado del *forward*, que es el que se ha desarrollado en Colombia. Este mercado ha venido creciendo de manera significativa, sobre todo a partir del año 2003, y ya representa un mercado de cierta profundidad. Le falta mejoramiento de cierta sofisticación y mejoramiento de plazos de esa cobertura, pero realmente uno ve allí un crecimiento satisfactorio que puede decir que los lleve a asumir o poder afirmar que el sector financiero está contribuyendo de una manera clara, a ofrecer la cobertura que la economía necesita.

Ya hoy, el monto transado representa la mitad de lo que se transa en el mercado *spot* de dólares. O sea que eso parecería ser un volumen interesante (gráfica 6).

GRÁFICA 6

EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE FORWARD DE TIPO DE CAMBIO EN COLOMBIA  
Monto transado mercado forward (USD millones)

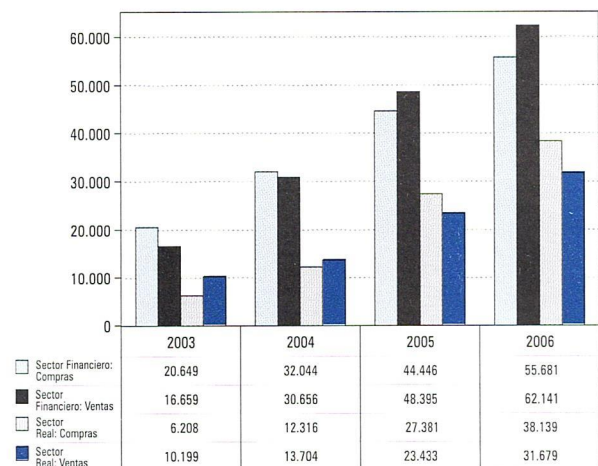


FUENTE: Banco de la República.

El volumen de transacciones del sector real y del sector financiero es interesante. El monto de la diferencia de la transacción que hace el sector financiero, permanece más o menos constante y lo que crece es la transacción del sector real y eso está bien; el sector financiero hace allí un volumen para que se dé un mercado aceptable, que permita vender la cobertura a aquellos que la necesitan. Es un mercado que viene evolucionando de una manera adecuada y cuando el mercado evoluciona así, trae algo fantástico y es que la competencia es la que regula los precios; en la medida en que el mercado crezca, se crean márgenes mucho más bajos (gráfica 7).

GRÁFICA 7

MERCADO FORWARD POR SECTORES

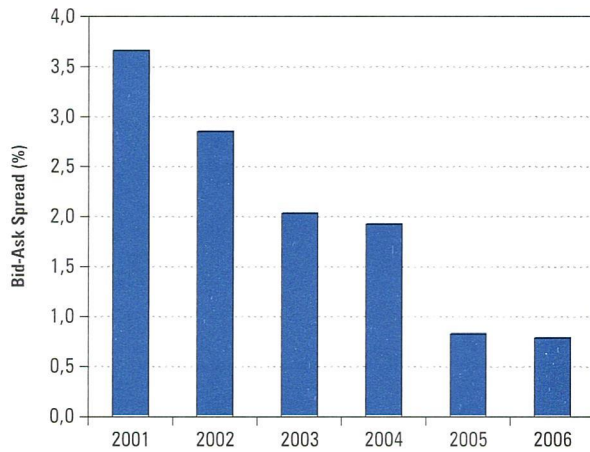


FUENTE: Banco de la República.

La siguiente gráfica es una ilustración de lo que hace la economía cuando hay gente compitiendo por hacer crecer un mercado. Observen cómo ha evolucionado el *spread* durante esta época de alto crecimiento entre 2001 y 2006. Hay mucho por hacer y por ofrecer esos productos de una manera más digerible y mejor involucrada con las demás transacciones que nuestros clientes están haciendo de importación o de exportación, o de inversión en maquinarias que tienen su costo determinado en dólares, o de financiación en esas monedas. Sin duda, ahí se viene cumpliendo el compromiso de modernización y desarrollo del mercado (gráfica 8).

GRÁFICA 8

## SPREAD DEL MERCADO FORWARD DE TASA DE CAMBIO EN COLOMBIA



FUENTE: Setfx.

Estas cifras nos muestran lo que representan los derivados de tasa de cambio, sobre el total de derivados de tasas de interés. Nosotros vamos muy bien, estamos creciendo en un mercado pequeño que no es más de una séptima parte del mercado de tasas de interés, donde todavía no hemos arrancado ni hemos hecho nada en Colombia. Sin embargo, ya venimos haciendo cosas de esas que la regulación requiere.

Una de las razones por las cuales no podemos vender unos buenos productos derivados de tasas de interés es porque no tenemos un indicador de tasa de interés al que le creamos. ¿Quién le cree al DTF? Yo creo que nadie porque no sirve, no reacciona, no indica lo que está pasando en el mercado.

Creo que la reciente adopción de un nuevo indicador, con normas técnicas adecuadas, constituye un paso trascendental para que tengamos un indicador confiable sobre el que podamos empezar a diseñar productos de cobertura, que empecemos a administrar. Aquí estábamos administrando un mercado, el corporativo, que debe tener la posibilidad, en el mercado de intereses, de hacer lo mismo que estamos haciendo en el mercado cambiario: que el cliente decida si quiere comprar ese producto de cobertura de manera independiente, o que tengamos

la posibilidad, de una manera cada vez más ágil y transparente, de involucrar el costo de la cobertura, lo cual es muy importante para los individuos, pero también puede serlo para algunos participantes sofisticados que prefieran tomar un costo mayor, con la garantía de la cobertura de tasa.

Hoy el mercado de crédito corporativo es fundamentalmente un mercado indexado. Entonces los banqueros nos quejamos porque los clientes nos toman el mercado a corto plazo y es porque no les estamos ofreciendo un producto adecuado, completo, de largo plazo, con coberturas como éstas o con posibilidades de que las consiga.

El mercado de derivados es un mundo inexplorado en Colombia. Tenemos un magnífico mercado de deuda pública, con un mercado de formación de precios, con unos buenos precios. Nos sirven esos más de referencia, que la famosa DTF. Sin embargo, creo que ahí no se han desarrollado los derivados adecuados.

La introducción del Indicador Bancario de Referencia (IBR), nos sirve mucho para eso y creo que va a ser el *partner* adecuado para ese mercado de deuda pública, para que empecemos a desarrollar un mercado de deuda privada más transparente y para que podamos ofrecer derivados allí.

Pero hay otros derivados que son menos "financieros", que son los derivados de precios de *commodities*, y otros derivados de crédito. En ese campo deberíamos empezar a reclamar también, que se eliminen algunas restricciones que se colocan a veces como en aras de la protección del sector financiero, pero es que hay veces en que para poder actuar lo que se necesita es que no ayuden tanto, porque si somos básicamente unos seleccionadores de riesgo, y nos ponen unas normas que nos impidan correr riesgo, tenemos muy pocas probabilidades de crecer.

Pienso que la banca colombiana es una banca seria que debe entrar a participar de una manera más agresiva en los mercados de riesgo, pero no solamente la banca; también los inversionistas

colombianos están ansiosos en participar en inversiones de mayor riesgo.

Si uno observa el mercado colombiano, se da cuenta de que buena parte de las distorsiones que se presentan están determinadas por la gente que está tratando de subsanar la falta de oportunidades de inversión en instrumentos sofisticados. Recuerden la crisis de la bolsa de mediados del año pasado; fue una crisis inducida por sucedáneos de los derivados que seguimos todavía sin ofrecerle al mercado. Si esos derivados existieran, tendríamos mucho más transparencia sobre lo que estaban realizando nuestros inversionistas.

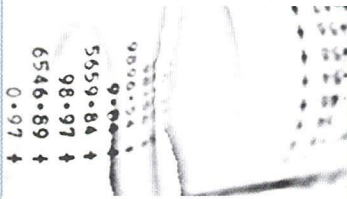
Se han subsanado errores de esa falta de vigilancia, pero yo creo que hay mucho terreno por recorrer, ofreciendo verdaderamente los productos que le dan a los inversionistas lo que están reclamando. Es que en este mundo globalizado, para quien más globalizado está es para los inversionistas, pues ellos no ven las fronteras

y tienen las posibilidades de llegar a invertir en los productos más sofisticados en el mercado internacional de capitales y, entonces, se aprecian mucho esas diferencias de diversidad de producto en nuestros mercados.

Con esto termino mi presentación y sólo quería decir, a modo de recapitulación, que el sector financiero en Colombia muestra una adecuada tarea en el crecimiento de crédito; el crecimiento reciente es bueno; tenemos unos desafíos grandes que cumplir; las restricciones que existen sería muy conveniente removerlas para tener un mejor mecanismo de formación de precios.

En servicios financieros tenemos un enorme camino por recorrer; debemos invertir mucho más y aprovechar estas oportunidades de crecimiento de la economía. En innovaciones financieras el mundo está por explorar y esta reunión es un buen momento para reactivar el desarrollo de nuevos instrumentos y de nuevos mercados.





## SESIÓN ESPECIAL

# LA POLÍTICA GUBERNAMENTAL Y EL MERCADO DE CAPITALES

ÓSCAR IVÁN ZULUAGA  
MINISTRO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO

**E**sta es una oportunidad propicia para hablar sobre el mercado de capitales, tema de trascendental importancia, máxime en la coyuntura que estamos viviendo.

Tengo cuatro puntos a los que me quiero referir:

En primer lugar, lo que ha hecho el gobierno en materia fiscal. En estos días, y de una manera permanente, se escucha siempre que el gobierno tiene que hacer mayores esfuerzos en materia fiscal de reducción del gasto y creo que es prudente evaluar con mucha objetividad los esfuerzos que se han hecho.

En segundo lugar, queremos ver lo que ha sido el impacto del sector público en los balances de la economía y mirar esto cómo contrasta en términos del comportamiento del sector privado.

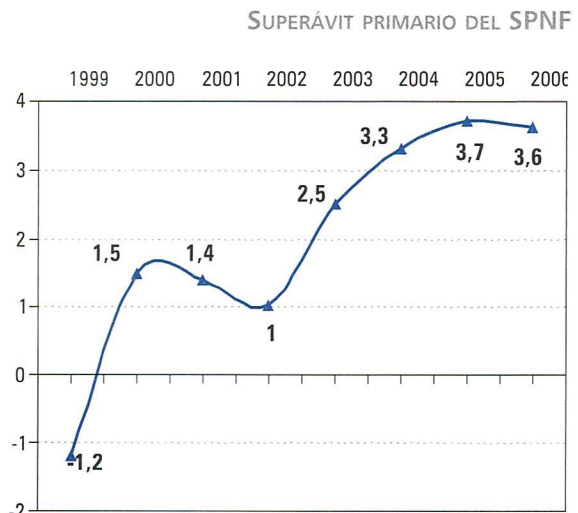
Un tercer punto es la revisión de lo que ha sido el tema de la deuda pública, el manejo que le ha dado el gobierno. Este es un elemento central para contribuir en la profundización de los mercados de capitales y donde ha habido cambios muy significativos por parte del gobierno nacional.

El último punto es para hacer algunos comentarios sobre unos temas de agenda, que estamos trabajando desde el Ministerio de Hacienda con el sector financiero.

## El tema fiscal

Lo primero que hay que reconocer es que entre los años 2002 y 2006 se ha hecho un esfuerzo muy importante en materia del sector público no financiero y hoy se están generando importantes superávits primarios; veníamos en 2002 del 1% y hemos llegado a niveles del 3,6% en el año 2006. Ese es un cambio muy importante, que muestra un esfuerzo a nivel consolidado del gobierno en materia fiscal, en la dirección correcta (gráfica 1).

GRÁFICA 1

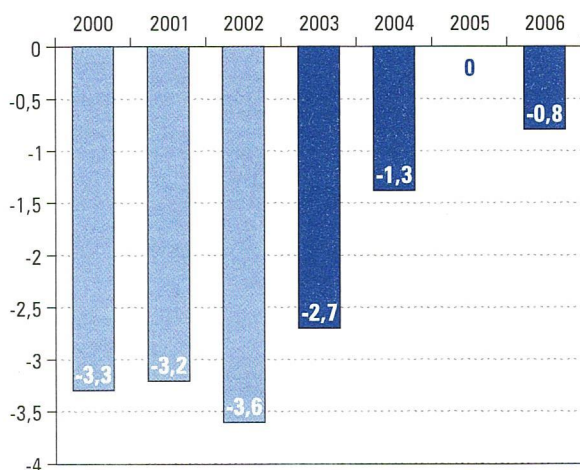


FUENTE: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

En el tema fiscal debemos reconocer el esfuerzo que se ha hecho al reducir el déficit a nivel del sector público consolidado, que ha sido persistente y consistente desde el año 2002. En ese año el déficit del sector público consolidado estuvo por debajo de niveles de 3.5%, el año pasado terminamos en el 0.8% y este año debemos terminar en un nivel relativamente similar (gráfica 2); eso demuestra que el gobierno ha enfrentado con mucha decisión un proceso gradual de ajuste fiscal, como lo veremos más adelante, aunque también ha habido un efecto con el sector público consolidado.

GRÁFICA 2

## BALANCE FISCAL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO



FUENTE: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

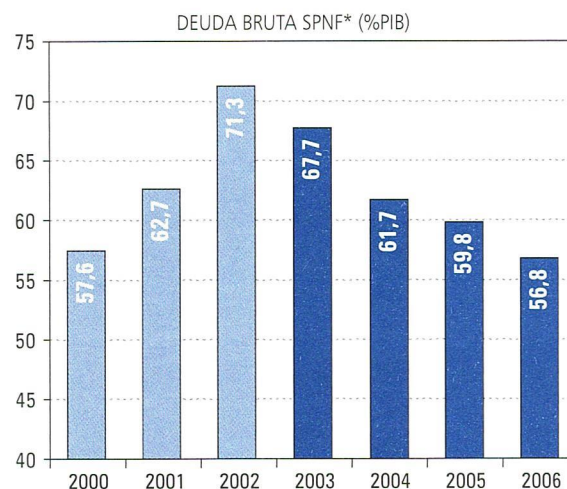
Una de las cosas que quiero resaltar, en la que debe reconocerse el esfuerzo gubernamental, es lo que ha ocurrido con la deuda pública. Siempre se ha definido que nuestra política de marco fiscal de mediano y largo plazo tiene que ser consistente con el tema de sostenibilidad de la deuda. De hecho, cuando se hacen críticas al gobierno en materia fiscal se ignoran los avances que se han tenido en términos de sostenibilidad de la deuda. Por cualquiera de las mediciones que se hagan, bien sea por la metodología de deuda bruta o deuda neta, hay que reconocer que la deuda pública ha tenido una disminución promedio de 15 puntos porcentuales en cuatro años; y ustedes, que están en el sector financiero, reconocen y saben lo que significa un esfuerzo de esta magnitud para un periodo de tiempo tan corto y lo que eso puede

significar en materia de vulnerabilidad frente a dificultades y choques externos, así como el margen de maniobrabilidad que le puede dar a un gobierno cuando haya cambios en las circunstancias.

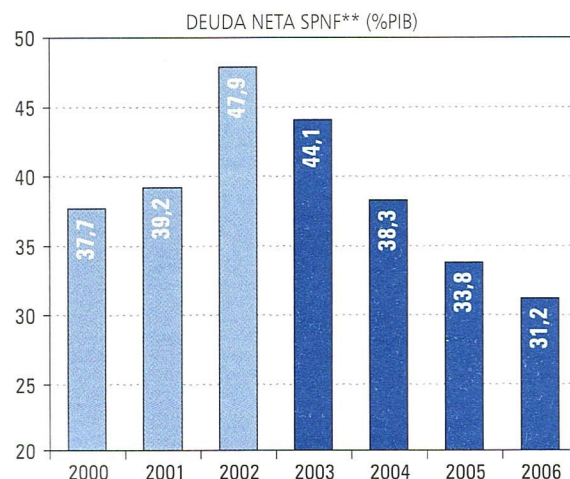
El gobierno nacional considera que el esfuerzo no se ha hecho sólo en materia fiscal, sino también en el tema de sostenibilidad de la deuda; 15 puntos porcentuales son una cifra muy importante: a marzo de este año la deuda pública del sector no financiero estaba por debajo del 30%, registrando una cifra del orden del 28.6% (Gráfica 3).

GRÁFICA 3

## DEUDA DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL



\* Incluye el valor de todas las deudas del SPNF en manos de agentes privados y públicos.



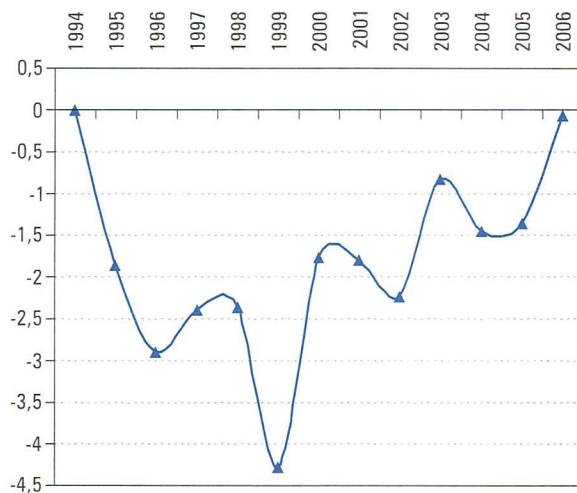
\*\* No incluye la deuda en poder del sector público ni sus activos financieros

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Cuando se observan las cifras a nivel de gobierno central se tiene que reconocer lo siguiente: el año pasado llegamos, por primera vez en 12 años, a un equilibrio en el balance primario del gobierno nacional (gráfica 4); y se llegó a este equilibrio porque ha habido un esfuerzo muy importante en materia de crecimiento de los ingresos tributarios.

GRÁFICA 4

BALANCE PRIMARIO GOBIERNO NACIONAL CENTRAL



FUENTE: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Recordemos que los ingresos tributarios en el año 2002 representaban un 13% del PIB y hoy representan el 16%; esto se logró a través de una serie de reformas tributarias sistemáticas que han permitido prácticamente duplicar los ingresos tributarios. En el año 2002 los ingresos tributarios representaban cerca de 27 billones de pesos al año, y el año pasado ya bordeaban los 54 billones de pesos; esto ha permitido que ese mayor crecimiento de los ingresos no haya sido equiparado por un mayor crecimiento de los gastos, y ha llevado a que el gobierno pueda mostrar, después de 12 años, equilibrio en materia de balance primario.

Ayer recordábamos en el debate de transferencias, que felizmente fue aprobado por la plenaria del Senado, el registro del déficit del gobierno central desde el año 1991 hasta el año 2006; en todo ese periodo sólo en un año hubo superávit del gobierno nacional central, que coincidía con épocas de crecimiento económico importantes, donde la

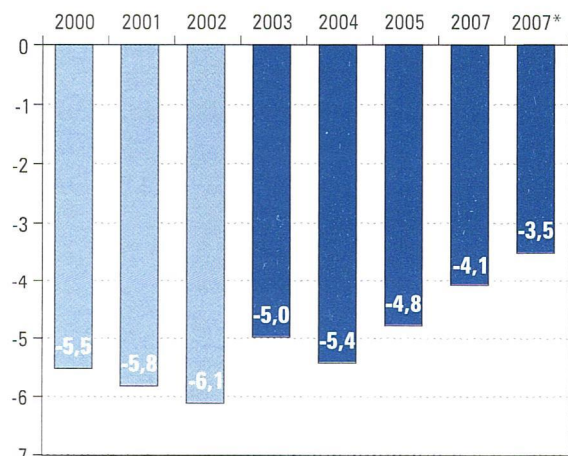
economía todavía tenía solidez, tenía grado de inversión, tenía un importante flujo de capitales.

También en el Gobierno Nacional Central ha habido una reducción de déficit y quisiera detenerme en este tema. En el año 2002 el déficit era del 6,1% y este año proyectamos terminar con el 3,5% (gráfica 5); aquí no sólo hay que destacar lo que mencionábamos en el equilibrio del balance primario, sino también el esfuerzo que ha tenido que hacer el gobierno, por ejemplo, en materia de reestructuración del Estado. Acometimos una reforma ambiciosa e importante, y el país no debe olvidar que tuvimos que enfrentar unos temas muy serios en materia de entidades como Telecom, el Seguro Social, la red pública hospitalaria, etcétera.

El país no debe olvidar el panorama que encontramos en el año 2002, y con grandes decisiones políticas en un periodo corto, con el apoyo irrestricto del Congreso de la República, se sacaron adelante reformas que le han permitido un avance sustancial en materia de déficit. Son cerca de 340 empresas del Estado que se han reformado, que representan hoy un ahorro estimado de cerca de un billón de pesos anuales, y que ha significado resolver, de una manera estructural, problemas ancestrales de muchas de estas instituciones. Esto no se le puede olvidar al país y no se puede desconocer el esfuerzo

GRÁFICA 5

BALANCE FISCAL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL



\* Proyección

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

que se ha hecho para buscar cada vez una mayor reducción en materia de déficit.

Quiero destacar también un logro muy importante de este gobierno en el contexto de América Latina cuando, con el apoyo del Congreso de la República, fueron aprobadas tres reformas en materia pensional –México solamente hace un mes pudo lograr su reforma pensional. Este gobierno tomó la decisión de transparentar, de hacer claro en sus cuentas fiscales, el tema del pasivo pensional. No se nos puede olvidar que en el año 2002 el pasivo pensional representaba 202 puntos del PIB, mientras que actualmente representa cerca de 160 punto; esto significa un esfuerzo enorme en materia de ajuste fiscal (gráfica 6).

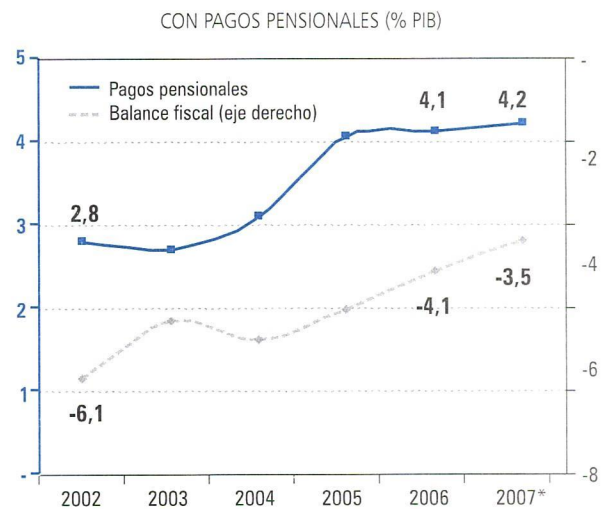
En estas dos gráficas podemos observar claramente cómo desde el año 2004 el gobierno ha tenido que fondear al Seguro Social para poder atender el pago de sus pensiones, lo que representa 1,4 puntos del PIB; y pese a esa mayor obligación, ha logrado reducir su déficit, algo que tampoco podemos desconocer. De manera que cuando se le exige más al gobierno, también tenemos que ver lo que se ha hecho en cuatro años para contribuir a crear unas condiciones macroeconómicas mucho más estables y permitir un desarrollo y un crecimiento sólido como el que hemos registrado en estos últimos años.

Hay que reconocer que, frente al resto de países de América Latina, Colombia tiene una rigidez estructural en su gasto, que no es de ahora, pero que habla de una manera muy particular de lo que es su agenda. Observemos con detenimiento uno de los gastos, que es el pensional: lo que el gobierno tiene que transferir en pensiones, al año, representa exactamente el monto del déficit del gobierno central, es decir, 4 puntos del PIB.

Así también, el gobierno debe atender cada año el tema de las transferencias. Ningún país en América Latina tiene la dimensión de descentralización política que tiene Colombia. Hay Estados federales, como es el caso de Argentina y de Brasil, pero el país con mayor descentralización política es Colombia, y es también el que tiene que transferir mayor cantidad de recursos a sus regiones. Yo le

GRÁFICA 6

## BALANCE FISCAL



\* Proyección.

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

preguntaba al ministro de Hacienda del Perú, si su país tiene superávit en su gobierno nacional central, y él me decía "¡Claro!, es que el 70% de la población vive en Lima. Nosotros no tenemos la estructura de regiones, ni tenemos la rigidez e inflexibilidad que tiene Colombia por el peso de las regiones". Este es un país de ciudades. Esta es una característica muy propia de Colombia en el contexto de América Latina, y esas transferencias nos representan cerca de 4,5 puntos del PIB cada año para poder atender los compromisos de las regiones. Por eso la discusión en el Congreso es

crucial; por eso todas las agencias internacionales, las calificadoras de riesgo, saben que buena parte de la capacidad de inversión del gobierno central depende del nivel de transferencias que tiene que hacer a las regiones.

El tercer elemento que quiero recordar, en materia del gasto público, es que Colombia todavía está en un proceso de búsqueda de la paz. El país tiene que hacer unos esfuerzos enormes, que ningún otro país en América Latina tiene en su agenda pública; aquí todavía tenemos que luchar contra la guerrilla, contra el paramilitarismo y contra el narcotráfico. Destaco un esfuerzo muy importante, que en los primeros cuatro años tuvimos que incorporar 90 mil nuevos hombres al pie de fuerza pública, financiados durante esos cuatro años con impuesto al patrimonio, que después se volvió un gasto estructural para la nación; y a pesar de eso hemos reducido el déficit en materia fiscal del gobierno central. En los próximos cuatro años tenemos que ingresar 38 mil nuevos hombres en la fuerza pública, financiados con el impuesto al patrimonio, que posteriormente representarán también un gasto estructural para la nación; pero ese es el gasto que necesita el país, no se debe justificar un menor gasto a cambio de que no haya fuerza pública en 250 municipios del país. Ha sido un esfuerzo muy importante en materia de institucionalidad que, obviamente, tiene que generar dividendos en el largo plazo.

Cuando el ministro de Hacienda le dice al Congreso y a la opinión a qué se enfrenta, hace un análisis muy sencillo: los ingresos tributarios financieros representan el 16% del PIB y, entre transferencias, pensiones y servicio de la deuda, tenemos que destinar 14,5 puntos del PIB; el remanente es lo que le queda al gobierno básicamente para financiar inversión pública –imagino que ninguna sociedad está dispuesta a tener un gobierno nacional central sin inversión pública, porque un país también tiene que mostrar avances en materia social. De modo que cuando se dice que el gobierno gasta mucho y que debería hacer esfuerzos adicionales, uno se pregunta también cuándo va a pagar una deuda social un gobierno y una sociedad; o es que unas condiciones de economía buena tienen que traducirse en beneficios para los ciudadanos. Pero el

gobierno lo ha hecho de una manera responsable, porque ha permitido no sólo reducir su déficit, sino tiene una deuda pública mucho más sostenible y ha logrado recuperar inversión pública para hacer política social.

Creemos que hemos logrado equilibrar los resultados en materia fiscal y social en estos últimos años y nos parece, bajo esa perspectiva, que quienes critican al gobierno deben valorar los inmensos avances que ha hecho. Hace poco se publicó un último resultado de pobreza y se mostró que el país, que venía del 56% de pobreza, redujo su nivel de pobreza al 45%.

Debo decirles que de los 6 billones de inversión del año pasado, el 65% son programas sociales que van dirigidos a los sectores más pobres del país; estos programas para muchos de ellos se constituyen en la única forma de acceder al Estado, y un gobierno también debe ser responsable en esa disciplina.

Mi planteamiento es que, cuando se mida el panorama fiscal del gobierno, se reconozca en su integridad lo que ha hecho y se valoren los ajustes que de una manera estructural hemos incorporado, gracias a los cuales hoy podemos mostrar una reducción de déficit fiscal.

### ¿Cómo se puede mirar el impacto en el balance económico del consumo público?

Aquí tenemos un cuadro muy interesante de gestión entre 2002 y 2006 (cuadro 1), para mirar si es que el consumo público de Colombia está por encima o por debajo de otros países en América Latina, o cuál ha sido el comportamiento del consumo público, para poderlo contrastar posteriormente con el consumo privado.

Allí encontramos una cosa muy particular: el promedio de crecimiento del consumo público anual entre 2002 y 2006 ha sido del 1,4%, cuando el promedio en América Latina ha sido del 4,2%. En 2006 Colombia tuvo el consumo público, como crecimiento porcentual, más bajo de los países

■ CUADRO 1

CONSUMO PÚBLICO  
Crecimiento anual

País	2002	2003	2004	2005	2006	Promedio 2002-2006
Brasil	17,4%	14,3%	4,1%	1,9%	3,6%	8,3%
Venezuela	-2,5%	5,7%	14,2%	9,4%	7,4%	6,9%
Perú	0,2%	3,8%	4,1%	9,8%	8,7%	5,3%
Chile	3,1%	2,4%	6,1%	5,3%	3,6%	4,1%
Argentina	-5,1%	1,5%	2,7%	6,1%	5,2%	2,1%
Colombia	-0,3%	-0,3%	1,1%	4,3%	2,1%	1,4%
México	-0,3%	0,8%	-0,4%	0,4%	6,0%	1,3%
Promedio	1,8%	4,0%	4,5%	5,3%	5,2%	4,2%

FUENTE: Bancos Centrales, Institutos de Estadística. Cuentas Nacionales.

de América Latina; eso muestra cuál ha sido la tendencia, en materia de crecimiento de gasto y disciplina fiscal.

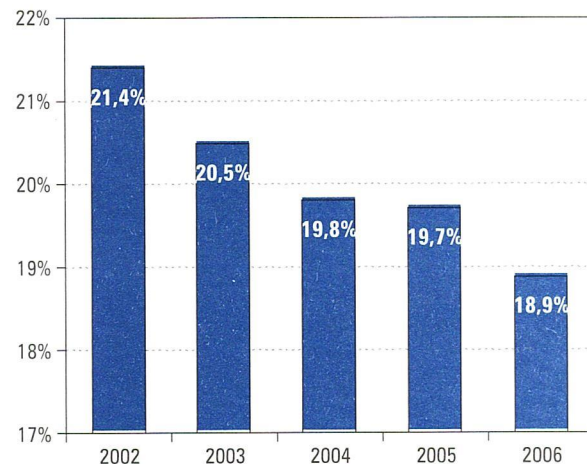
Estamos muy por debajo del promedio del resto de países de América Latina, y por eso debemos observar que la participación del consumo público en el PIB, sistemáticamente desde el año 2002, ha venido disminuyendo. Se nos dice que el gobierno está creciendo el gasto como proporción del PIB cuando se mira el gasto corriente; cuando miramos el consumo público encontramos que, año a año desde 2002, ha habido una disminución sistemática; en el año 2002 el 21,4%, y en 2006 del 18,9%, a pesar del extraordinario crecimiento que han tenido los ingresos de la nación en materia tributaria y la economía como un todo (gráfica 7).

En contraste ¿qué ha pasado con el consumo privado? El consumo privado ha actuado de una manera dinámica frente al consumo público. El crecimiento promedio entre 2002 y 2006 es del 4,6%, muy en la línea de lo que es el consumo privado en América Latina; el consumo público promedio creció el 1,4% anual entre el 2002 y el 2006 y el consumo privado viene creciendo al 4,6% (cuadro 2).

Cuando uno mira el tema de la demanda interna privada, encuentra que hay un crecimiento muy por encima de la demanda interna pública, y es importante evaluarlo porque, generalmente, todos los

■ GRÁFICA 7

## CONSUMO PÚBLICO COMO PROPORCIÓN DEL PIB



FUENTE: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

ajustes van dirigidos hacia el sector público; pero tenemos que reconocer que hoy el crecimiento del sector privado es muy importante. De acuerdo con las cifras que les estoy presentando en el periodo 2003 - 2006 el crecimiento del PIB fue del 5,1%, la demanda interna creció al 6,9% promedio esos años, la pública al 3,9%, y la privada al 7,9%. Cada vez más el gobierno, con sus actuaciones, con su política fiscal, ha contribuido a que el sector privado tenga muchos más espacios, y una mayor dinámica. Esto habla muy bien, de los objetivos

CUADRO 2

CONSUMO PRIVADO  
Crecimiento anual

País	2002	2003	2004	2005	2006	Promedio 2002-2006
Venezuela	-7,1%	-4,3%	15,4%	17,7%	18,8%	8,1%
Brasil	7,6%	13,0%	3,8%	4,7%	4,3%	6,7%
Chile	2,4%	4,2%	7,0%	7,9%	7,1%	5,7%
Colombia	3,0%	2,4%	6,0%	5,0%	6,7%	4,6%
Perú	4,6%	3,1%	3,5%	4,4%	6,3%	4,4%
Argentina	-14,4%	8,2%	9,5%	8,9%	7,7%	4,0%
México	1,6%	2,2%	4,1%	5,1%	5,0%	3,6%
Promedio	-0,3%	4,1%	7,0%	7,7%	8,0%	5,3%

FUENTE: Bancos Centrales, Institutos de Estadística. Cuentas Nacionales.

que en materia macroeconómica se ha impuesto el gobierno desde el año 2002.

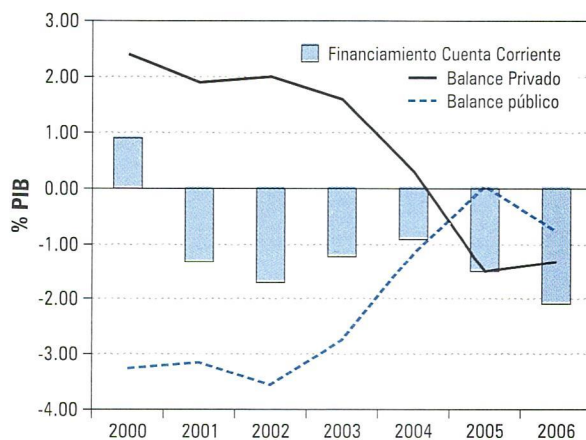
Mientras el déficit del sector público ha venido disminuyendo, el superávit del sector privado se ha reducido y hoy tiene un déficit mayor que el que presenta el sector público (gráfica 8); eso es una clara explicación de lo que veíamos en los cuadros anteriores, de una dinámica en el comportamiento del sector público versus la dinámica del comportamiento del sector privado.

Según los balances económicos se puede decir que ha habido un incremento del gasto y un aumento del déficit del sector privado y en los mercados financieros entre 2005 y 2007. Es evidente que hay un mayor endeudamiento interno privado y es claro que ha habido una reducción de déficit público, con una política mucho más clara y más objetiva para mirar los balances del sector público y del sector privado en nuestra economía

Se habla mucho del déficit en cuenta corriente, pero debemos evaluar qué ha pasado con el tema de la inversión y qué es lo que está generando ese mayor déficit en cuenta corriente.

GRÁFICA 8

BALANCE PÚBLICO VS. BALANCE PRIVADO



FUENTE: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Es cierto que, mientras en América Latina la mayoría de los países tienen tendencia a un superávit de cuenta corriente, Colombia ha tenido un déficit creciente en esa materia: el año pasado fue del 2.1 y este año se estima que sea del 3 al 3.5%; pero es claramente sustentable que ese mayor déficit en cuenta corriente ha venido siendo impulsado por la dinámica de inversión. El crecimiento de la inversión en Colombia supera, para el periodo 2002 – 2006, el crecimiento de la inversión en el resto de los países de América Latina. Colombia, en el año 2000 tenía una participación de la inversión como porcentaje del PIB del 13,9%; el año pasado llegamos casi al 25%, lo que significa un crecimiento de más de 10,7 puntos porcentuales como proporción del PIB en la dinámica de inversión (cuadro 3).

## CUADRO 3

CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN EN COLOMBIA VS. INVERSIÓN EN EL RESTO DE LOS PAÍSES DE AMÉRICA LATINA  
2000-2006

% del PIB	América Latina		Colombia	
	2000	2006	2000	2006
Balance en cuenta corriente	-2,4	1,9	0,9	-2,1
Inversión	21,3	21,7	13,9	24,9
Ahorro doméstico	18,9	23,6	13,5	22,8

FUENTE: Banco de la República – Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Hay un crecimiento importante en la estructura de importaciones que está dado en bienes de capital y ha habido un reequipamiento del sector productivo. No hay duda de que, en gran parte, el déficit en cuenta corriente tiene una altísima relación con la dinámica de la inversión, lo que hace mucho más sustentable el manejo de un déficit en cuenta corriente como el que hay actualmente en Colombia y crea una diferencia estructural frente a lo que ocurrió en la crisis del 98 y del 99 cuando el déficit en cuenta corriente fue financiado por endeudamiento externo. Hoy, a diferencia de ese momento, tenemos un creciente flujo de inversión extranjera directa que permite tener mucha más sostenibilidad para enfrentar un déficit en cuenta corriente como el que está viviendo Colombia.

Me pregunto: ¿cómo serían las condiciones que estaríamos teniendo hoy en el mercado cambiario, con un flujo de inversión extranjera directa neta de cuatro puntos del PIB –que puede llegar este año a 5, 6 puntos del PIB–, con un superávit en cuenta corriente?

## La deuda pública

Hablando del tema de deuda pública, creemos –como lo anticipé en la primera parte de mi presentación– que en el periodo 2002 a 2006 debemos reconocerle al gobierno no sólo un cambio sustancial en la sostenibilidad de la deuda, sino también un cambio drástico en la composición, en los perfiles y en los indicadores de la deuda. Este año, por primera vez vamos a observar, casi en términos absolutos, ningún crecimiento en el

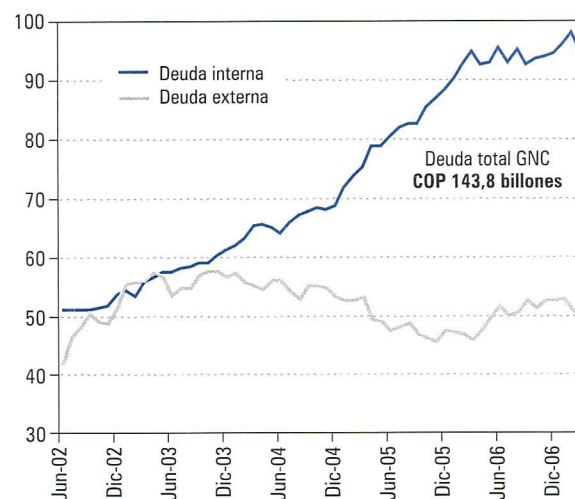
monto total de la deuda; incluso se puede proyectar un decrecimiento, es decir, que el saldo de la deuda en pesos al finalizar este año va a estar prácticamente en los niveles del 31 de diciembre (gráfica 9). Muchos dirán que es explicable por la sola revaluación, pero en realidad el gobierno ha hecho un esfuerzo muy grande, como les explicaré más adelante.

Hemos diseñado una estrategia para extender la vida media de la deuda y hemos ganado poco a poco el espacio para atender una deuda mucho más extendida, con mucha más duración en el tiempo, para prolongar su vida útil de la deuda, para darle un manejo mucho más sostenible al servicio de la deuda, para poder tener mucha más claridad

## GRÁFICA 9

## DEUDA PÚBLICA

Saldos deuda interna y externa GNC a 31 de marzo de 2007  
(COP billones)

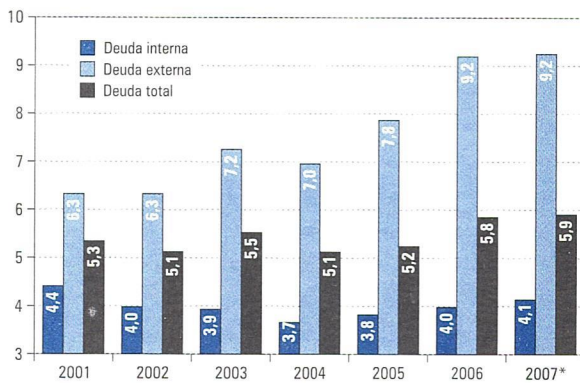


FUENTE: Perfil de deuda GNC –Subdirección de Riesgo– DGCPNTN.



en la actuación en los mercados financieros y en los mercados de capitales (gráfica 10); ha habido una extensión, tanto de la deuda interna como de la deuda externa; ha habido un mejoramiento sustancial en la estructura de la deuda y en la composición en monedas extranjeras y moneda local.

GRÁFICA 10  
VIDA MEDIA DEUDA PÚBLICA



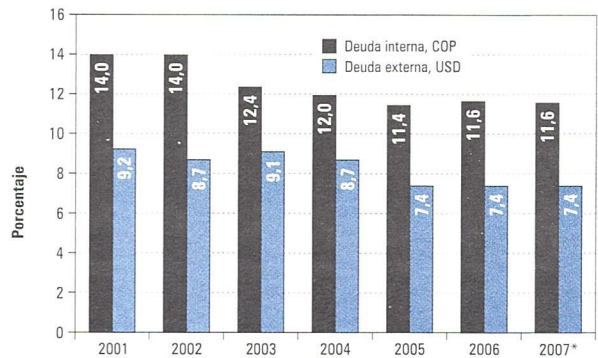
FUENTE: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Hoy el 69% de la deuda pública está denominada en pesos y el 31% en dólares; este es un cambio drástico frente al panorama que encontramos en 2002 cuando el 51% de la deuda era en pesos y el 49% era en dólares (gráfica 11). Un cambio muy importante que ha obedecido una política de prepago de deuda externa y a una política encaminada a canalizar los mayores ahorros que se obtengan en materia de ingresos tributarios, a partir de la decisión de 2004 de no hacer adiciones presupuestales para prepagar deuda en su mayoría externa (gráfica 11); ese ha sido un elemento de disciplina fiscal que a veces no se recuerda mucho, pero que tiene un enorme impacto en la disciplina fiscal impuesta por el gobierno. Desde 2004 no hay adiciones presupuestales y todos los mayores ingresos tributarios se han canalizado para prepagar deuda, básicamente deuda externa; hoy el 80% de la deuda está a tasa fija, lo que la hace menos vulnerable a cambios en las tasas de interés; entonces hay que reconocer claramente que el perfil de la deuda, su duración y su composición, hacen que estemos mucho mejor preparados para enfrentar dificultades en el frente externo.

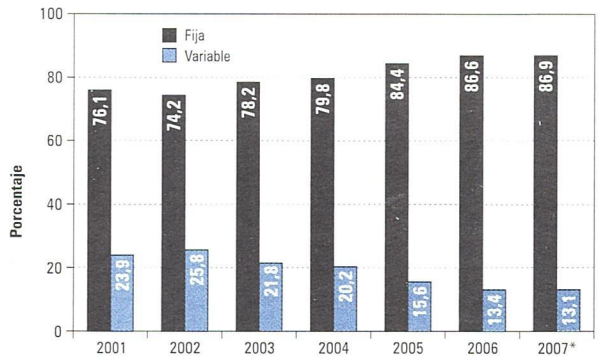
GRÁFICA 11

CUPÓN PROMEDIO Y COMPOSICIÓN POR MONEDA Y TASA DE INTERÉS

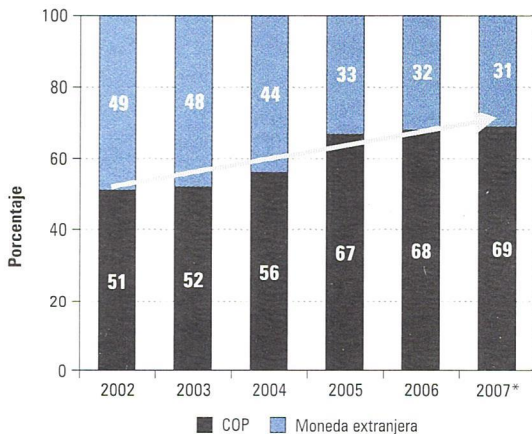
El cupón promedio se ha reducido considerablemente desde 2001 tanto en la deuda interna como en la deuda externa



Más del 80% de la deuda está referenciada a tasa fija, lo cual aísla a las cuentas fiscales de los cambios en las tasas de interés



Deuda GNC – Composición por moneda (% del total)



FUENTE: Subdirección de Riesgo –DGCPN– Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

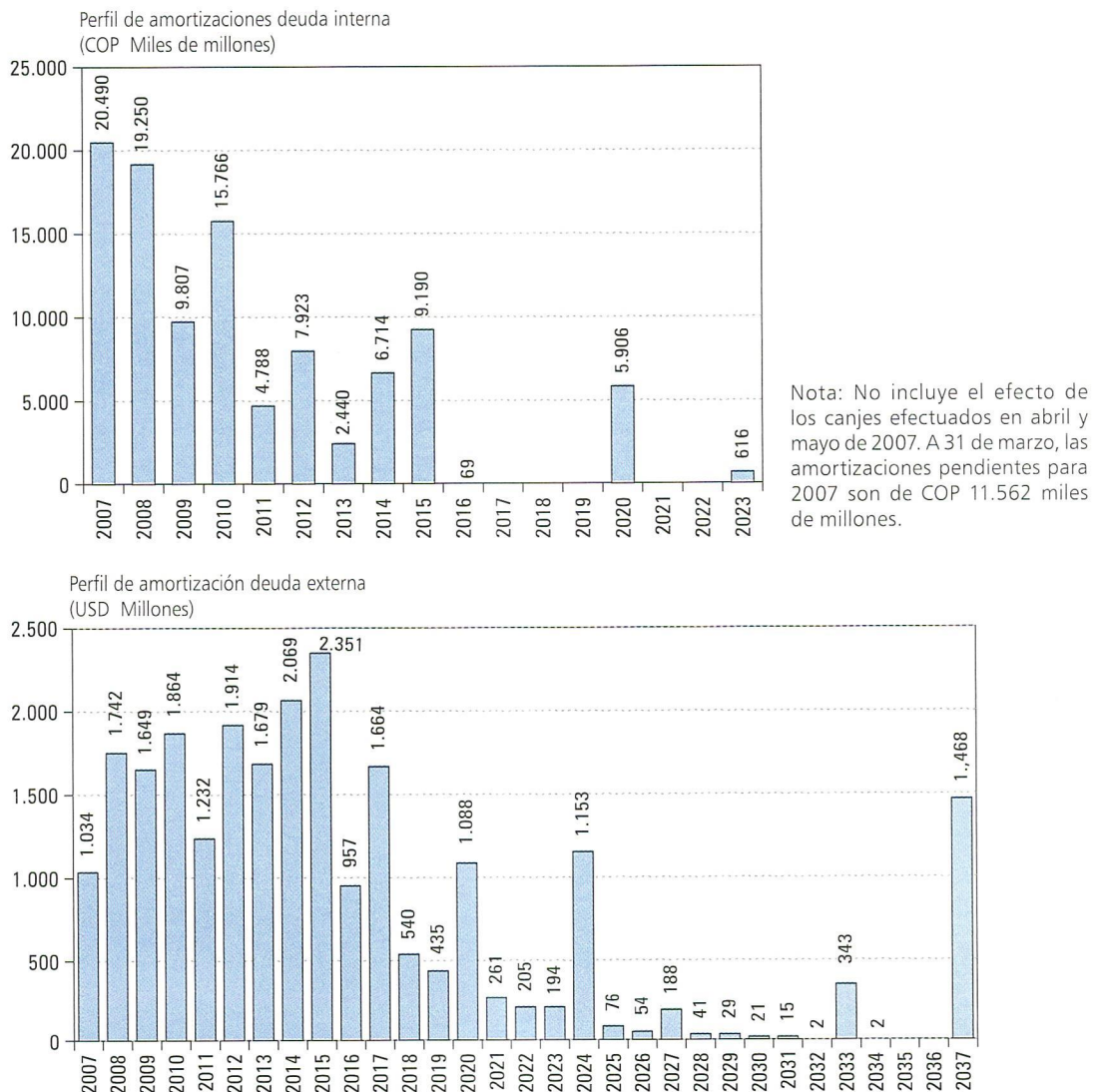
\* Corte a 31 de marzo de 2007.

Tenemos un trabajo muy grande por hacer para mejorar la curva en el perfil de amortizaciones de deuda externa e interna. Seguimos teniendo deuda concentrada en el corto plazo, hay unos años que son muy exigentes en materia de servicio de la deuda de pago de capital; la estrategia del gobierno ha sido extender los perfiles, tanto en los vencimientos de deuda externa como de interna, y lograr que queden espacios en blanco para que en esos años en los que prácticamente no se presentan vencimientos, podamos hacer una relocalización, con el fin de

obtener una curva mucho más equilibrada, que se le dé mucha más profundidad a la curva de nuestra deuda, haya una mayor duración de la vida útil de la misma, y menos presión en materia de servicio de la deuda en unos pocos años, así como producir crédito público; esa es una tarea que toma tiempo, pero la estamos haciendo, poco a poco se ha ido logrando (gráfica 12). El proceso ha sido creativo, ha sido innovador, ha desarrollado alternativas en los mercados reconocidos y nos ha permitido ir mejorando muchísimo el perfil de valorizaciones.

GRÁFICA 12

## PERFIL DE AMORTIZACIONES DEUDA INTERNA Y EXTERNA



FUENTE: Subdirección de Riesgo –DGCPN– Ministerio de Hacienda y Crédito Público. \*Corte a 31 de marzo de 2007.

Hoy en materia de rendimientos de los bonos globales, reflejados en nuestra deuda soberana, y en el mercado en TES, tenemos unos cambios, por razones de coyuntura, completamente diferentes. Vemos una apreciación y valoración de nuestra deuda soberana frente a promedios históricos y una desvalorización en lo que ha ocurrido con nuestro mercado de TES a lo largo de este año; esto explica parte de las dificultades que hemos tenido, por ejemplo, para el manejo del dólar. Hemos visto esta semana cómo se ve un flujo de inversión en dólares para poder invertir en TES y este comportamiento de los mercados es para nosotros un tema de preocupación porque, a diferencia de lo que ocurría en los noventa, hay un elemento crucial en el mercado de una deuda pública que, representada en TES, significa un stock del orden de 85 billones de pesos y que se constituyen en una fuente primordial para la evaluación de los equilibrios en los mercados.

Los TES son un tema que hay que revisar y monitorear permanentemente, son instrumentos fundamentales, ya que ahí está concentrado el ahorro que millones de colombianos hacen a través de los fondos de pensiones; el comportamiento de estos mercados tiene que estar registrado y se deben poder definir valorizaciones o desvalorizaciones en sus portafolios y en sus rendimientos. Por lo tanto, el tema de la deuda pública es un tema de particular consideración a la hora de tomar decisiones en materia de instrumentos de política económica.

## Temas del sector financiero

**Habeas data.** En el sector financiero trabajamos sobre tres temas de una manera muy activa y con avances muy concretos. En primer lugar, el proyecto de ley de habeas data, que ha recibido críticas por parte del sector financiero y seguramente de la mayoría de ustedes, pero ha sido definido en el Congreso de la República con una posibilidad de que pueda ser exitoso. Hemos insistido, en años anteriores, en la necesidad de tener la ley de habeas data para el sector financiero y para el funcionamiento del mercado, y nunca habíamos estado tan cerca como estamos hoy, solamente

a un debate en la Plenaria del Senado. Sé que han surgido dudas porque se le ha introducido el capítulo, que no es una amnistía, pero es un régimen de transición, por una sola vez, para que las personas puedan seguir pagando todas sus obligaciones; todas y cada una de ellas, debe tener un registro menor de su dato negativo, y ese dato negativo no desaparece de una forma inmediata sin tener un registro menor.

Quiero decirles, con toda franqueza, que esa es una propuesta de realidad política para que el proyecto pueda ser exitoso en el Congreso de la República y lo que se logró a cambio de una posibilidad de una amnistía, es diseñar un régimen de transición; de lo contrario, y de forma muy franca, quiero decirles que tendría serias dudas de que el Congreso nos aprobase el proyecto como estaba inicialmente definido por el Senado de la República. Luego, los invito a que miren esto con desprendimiento y consideren que lo más importante es poder tener esta ley y no amnistía en que el régimen de transición es por una sola vez, y la gente tiene que pagar absolutamente todas sus obligaciones y lo que se hace es disminuir la permanencia de su dato negativo.

**Operaciones preacordadas.** Prácticamente hay un decreto listo para la firma del ministro y del presidente la próxima semana con el tema de operaciones preacordadas; en los dos meses que llevo en el ministerio ésta ha sido una solicitud persistente de los creadores de mercado y del sistema en general. Hemos tratado de lograr el mayor consenso. Durante más de dos semanas hemos tenido el borrador de decreto para comentarlo, lo hemos recibido y ya tenemos definido el texto final que, esperamos, contribuya a dar respuesta a las principales preocupaciones sobre lo que está ocurriendo con el mercado de deuda privada y que permite una mayor amplitud dentro de las posibilidades para el comportamiento de los intermediarios financieros, de los corredores de bolsas y de los creadores de mercado.

El tema de las preacordadas ha sido de preocupación para nosotros y esperamos con este decreto dar una respuesta contundente a las expectativas que tiene el mercado.

**Régimen de multifondos.** El tercer tema en el que estamos trabajando, y que será prioridad en la agenda en los próximos meses, tiene que ver con el régimen de multifondos. El ministerio y el gobierno tienen la convicción de que es necesario dar ese paso en materia de desarrollo del sistema pensional; estamos en mora de avanzar en esa dirección que, creemos, le dará más vitalidad, más transparencia, más profesionalismo, un manejo más especializado de los fondos obligatorios de pensiones y este es un tema en el cual el Ministerio de Hacienda tiene particular interés. Estamos determinando cuál va a ser el mecanismo legal para poner en marcha el tema de los multifondos y seguramente este será un capítulo de discusión permanente con Asofondos, porque creemos que es un avance que necesita el mercado de capitales nuestro a través de la creación de los multifondos en el sistema pensional colombiano.

## Coyuntura de inflación y revaluación

¿Hacia dónde vamos y cómo vemos esta situación de coyuntura? Es cierto que en los últimos meses he tenido que enfrentar una dificultad como ministro de Hacienda y es el resurgimiento de la inflación, lo cual es motivo de enorme preocupación. Públicamente se lo he dicho al presidente, el gobierno prefiere crecimiento económico con control de inflación; en eso no nos podemos equivocar, nos parece que la decisión y la convicción de la junta del Banco de la República y el gobierno en esta materia debe ser un mensaje muy claro para ustedes y para el mercado y no podemos perder de perspectiva que uno de los grandes objetivos que ha tenido el país en los últimos cuatro años es haber logrado crecimiento económico con control de inflación. No podemos perder ese activo tan grande que tenemos y que nos costó mucho trabajo derrotar.

En estos días me llamó la atención que lo que ocurrió con Perú casi fue una fiesta nacional: con el dato de inflación del mes de abril, Perú decreta inflación anualizada del 0% en los últimos 12 meses. Me parece que esto muestra la importancia que tiene seguir trabajando para acercarnos a la meta de inflación de mediano y largo plazos.

No hay duda de que el compromiso del gobierno es total y que lo que queremos es un crecimiento sólido, sostenido, como el que tenemos hoy, pero donde también podamos lograr control de la inflación. Hemos visto un desarrollo del mercado del dólar con muchas particularidades, que genera preocupaciones, porque sabemos que la revaluación de Colombia en este año ha sido mucho más severa que en el resto de los países emergentes.

Este año somos la segunda economía con más revaluación después de Brasil. Alguien me decía que Bloomberg mostraba que Colombia era la primera en países emergentes, no sé si esa cifra sea de una serie de tiempo más corta o que corresponde a todo el año, pero estamos teniendo un proceso de apreciación mucho mayor que el que tiene el promedio en los países de América Latina. Si bien entendemos que esto obedece a unas realidades económicas, a un apetito por deuda colombiana por activos denominados en pesos, también sabemos que una revaluación tan profunda afecta sectores productivos estratégicos en generación de empleo y por eso el gobierno siempre ha querido actuar para buscar esa mayor revaluación que se está generando en nuestra moneda, porque sabemos que una apreciación tan fuerte y tan severa impacta negativamente muchos sectores productivos. Hemos entendido que es necesario apoyar algunos de esos sectores para que puedan diseñar estrategias de reconversión, estrategias de búsqueda de mayor nivel de productividad, como un mecanismo de enfrentar una coyuntura como la que estamos viviendo de una apreciación mucho más fuerte de la moneda.

El gobierno seguirá en la línea de revisar el tema del déficit fiscal, como lo hemos hecho a lo largo de estos cuatro años. No se puede desconocer ese esfuerzo que les he mencionado; sabemos que la tarea tiene que continuar, que el gobierno debe seguir actuando con una enorme responsabilidad en materia fiscal, pero también tiene que aceptar que es necesario mantener sus niveles de inversión, el plan de inversión social que necesita el país para lograr restablecer un equilibrio en sectores pobres, que hoy empiezan a mirar con una perspectiva mucho más amplia las posibilidades de una mayor equidad social.

Por eso la Ley de Transferencias ha sido diseñada con un firme propósito social, cobertura plena en salud, cobertura plena en educación y un avance sustancial en materia de agua potable y saneamiento básico, pero compatible con las metas fiscales de mediano y largo plazos; ese es el mensaje que le hemos dado al Congreso desde el inicio de la discusión del acto legislativo. De nada nos serviría tener un desbordamiento de transferencias a las regiones, si el gobierno nacional pierde por completo la posibilidad de hacer inversión pública en sectores estratégicos; sabemos que allí hay todavía un esfuerzo muy grande por realizar con la Cámara de Representantes en los últimos dos debates, pero tenemos confianza en que, al igual como ocurrió en el Senado, se entienda que para Colombia es lo más importante.

Tenemos la convicción de movernos en la búsqueda del grado de inversión y soñamos con que la economía colombiana lo recupere. Nada brindaría y validaría más el éxito de nuestra política que el reconocimiento de la comunidad internacional frente al grado de inversión y el gobierno lo tiene como una meta clara, impuesta desde el inicio, y aspira a que en un periodo prudencial pueda llegar a ese grado de inversión.

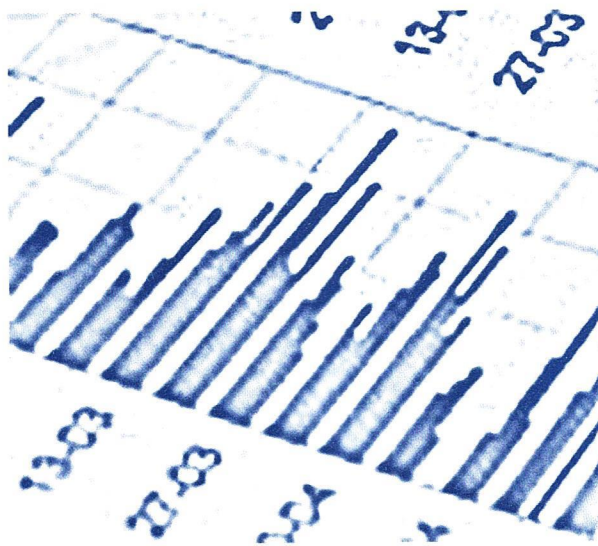
El grado de inversión, se lo hemos dicho al país, no es un problema para la deuda pública del gobierno,

no es un halago para el sector financiero, el grado de inversión se tiene que volver una conquista social de todo el país porque significa enormes beneficios para toda la sociedad, para la pequeña y mediana empresa, para los consumidores, para el acceso al crédito, para buscar oportunidades mucho más amplias con otro tipo de inversionistas que motivados por el grado de inversión, pueden tener mucha más decisión en llegar al país y realizar inversiones de mucho más largo plazo.

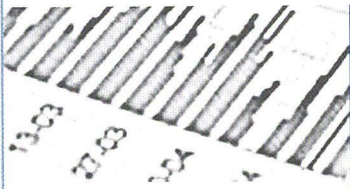
El gobierno nacional piensa que la búsqueda del grado de inversión no es una simple política económica, sino un propósito nacional, que no obedece a un espíritu para reducir los costos de la deuda pública en el exterior y significaría el blindaje de nuestra política económica y que el país pueda construir cada vez mayores equilibrios en materia macroeconómica.

El gobierno seguirá moviéndose en esa dirección, seguirá trabajando con insistencia, pero espera que se reconozcan los esfuerzos y los avances que hemos hecho, y se valore de una manera objetiva lo que hemos logrado en estos cuatro años y medio, que serán el común denominador de lo que debe ser el periodo hasta el año 2010 en la búsqueda de mayores equilibrios en materia macroeconómica, razón de ser del Ministerio de Hacienda y de la política económica.

CÓMO DERRIBAR LAS BARRERAS AL  
DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES:  
UN TEMA EN LA AGENDA INTERNA  
DE COMPETITIVIDAD



4



## ROL DEL MERCADO DE CAPITALES EN LA POLÍTICA DE COMPETITIVIDAD Y DESARROLLO DESDE LA PERSPECTIVA DEL ESTADO

CLEMENTE DEL VALLE  
JEFE ESPECIALISTA FINANCIERO, BANCO MUNDIAL

Quiero tocar dos puntos principales para dar contexto al tema de esta sesión y al siguiente. Primero, hablar sobre las áreas de impacto en donde el mercado de capitales se entrelaza con la política de competitividad empresarial. El segundo, que creo es el tema más importante de esta sesión, es el rol del Estado y la importancia que tiene éste en lograr conjugar la política financiera y la política de competitividad.

Al final dejaremos el espacio para plantear algunas preguntas, no necesariamente para contestarlas hoy, pero que me gustaría dejar abiertas dentro de la agenda de competitividad y del mercado de capitales.

El primero resume algunos puntos bastante conocidos sobre el mercado de capitales en la agenda de competitividad y de productividad empresarial que me parece importante recalcar, ya que muchas veces cuando se habla del mercado de capitales, el tema se enfoca exclusivamente en el mercado de deuda pública, y nos olvidamos de las bondades y la importancia que tiene el mercado de capitales sobre dicha agenda.

Uno de los aspectos claves de esta agenda es el tema del mercado accionario que infortunadamente se ha desarrollado con muchas deficiencias en Colombia –como también en muchos países en desarrollo. Por esa razón, en el caso del Banco Mundial y la IFC estamos desarrollando un proyec-

to muy importante para identificar cómo el Estado puede ser más efectivo en apoyar el desarrollo, por ejemplo, del capital de riesgo –llamado también el *capital inteligente* en virtud del apoyo que tiene este capital en el crecimiento y la competitividad del sector empresarial.

Un tema muy importante de ese capital es precisamente el apoyo al nacimiento y expansión inicial de las compañías, y a la financiación de innovación; que suele estar descuidado en nuestra agenda de política, no sólo en cuanto a innovación tecnológica sino a la capacidad de adaptación de tecnologías. Se trata de temas fundamentales de la agenda del país, ahora que Colombia está en vísperas de la firma de un Tratado de Libre Comercio.

El segundo aspecto es, indudablemente, la importancia que tiene el mercado de capitales en convertir ahorro institucional en capital empresarial a través de un mercado organizado, como es el caso de las bolsas a través del mercado accionario, que ha sido fundamental en los procesos de privatización aquí y en muchas partes del mundo, pero también debe ser –y esperamos que lo sea– para toda la fase de expansión empresarial que se requiere cuando un país se está globalizando y creciendo.

En tercer lugar, está el tema de financiación a largo plazo y de coberturas de riesgo. Este es un segmento, como lo mencionó Juan Pablo Córdoba,

de una enorme riqueza de productos. Creo que Colombia conoce muy poco de lo que se está desarrollando en el mundo en términos de productos financieros y de cobertura, así como de productos estructurados; lo que ha podido desarrollar el país en este frente es muy poco.

Por último, quiero referirme a un factor externo que tiene un enorme impacto en el desarrollo y la competitividad empresarial de un país, y es la disciplina de mercado que conlleva el mercado de capitales. Esta es una de las grandes diferencias con la financiación tradicional bancaria, y es que el mercado de capitales trae muchísima más disciplina a las empresas y sus socios, a través de las exigencias que hace de gobierno corporativo, de las exigencias que hace en términos de transparencia, e incluso en la misma posibilidad de democratizar propiedad.

Pero ¿dónde puede el Estado tener impacto al combinar la agenda de política financiera o mercado de capitales y la agenda de competitividad? Primero, y muy importante, en todo el marco legal y regulatorio; vimos aquí en varias presentaciones, en la experiencia taiwanesa y en la experiencia irlandesa que este tema es fundamental; el marco legal, tanto para los actores clave –inversionistas, intermediarios y emisores–, como para la operación del mercado y su infraestructura, y desde luego en el régimen societario y en el régimen de quiebras –este último, al que no se le ha dado mucha importancia en Colombia, siendo un factor esencial para canalizar el mercado de capitales hacia la actividad empresarial.

Otro aspecto significativo del marco legal y regulatorio es el marco tributario. Vimos también en las presentaciones anteriores, cómo para esos países, en su búsqueda de convertirse en centros financieros, fue fundamental el marco tributario. Indudablemente en esos casos hubo incentivos tributarios buscando, precisamente, darle más competitividad al mercado y a sus participantes.

Hay otro factor muy importante del lado de la demanda de recursos, o de la oferta empresarial, que es el de generar condiciones para la creación de compañías y para la expansión y crecimiento de las

mismas. Creo que en Colombia no se ha trabajado suficiente en la creación de cultura empresarial y es muy difícil modernizar una economía o un sector productivo si no hay una cultura empresarial realmente pujante buscando la modernización y la internacionalización. El Estado tiene un *rol* importante al liderar la creación de cultura empresarial, rol que puede compartir con otras instancias de la sociedad, como la universidad o la academia.

Es esencial facilitar la operación empresarial; la creación, expansión y crecimiento de las empresas –que en muchos países han denominado el *e-governement*– que debe reflejarse en una estructura muy liviana en trámites, para que las empresas que se quieran crear y quieran reestructurarse y crecer, fusionarse o integrarse, puedan hacerlo con una cierta facilidad, de tal forma que su actividad no pierda competitividad. Este es un tema que atañe fundamentalmente al Estado, por lo tanto es el gobierno el que debe liderarlo.

En cuanto a la investigación y el desarrollo, quienes de alguna manera hemos participado en estos temas, sabemos que han sido muy deficientes en el país. En Europa llevan ya cinco o seis años en una agenda para incrementar sustancialmente los recursos del Estado hacia la investigación y el desarrollo como factor fundamental de creación de valor agregado. La única forma en que un país puede competir a mediano y largo plazos en un entorno globalizado es, precisamente, con ciertos elementos de innovación.

El tema de formación de recurso humano también es fundamental. Todos estos son temas que tienen que ver con la parte regulatoria del sistema financiero del mercado de capitales, pero también están relacionados con la política industrial. Son dos políticas que tienen que sincronizarse mucho mejor.

Está el asunto de cómo retener talento en las empresas receptoras y en las administradoras de fondos, al igual que el tema de profesionalización, los programas de educación, y la forma en que el gobierno debe responder a algunos de estos retos, particularmente en la fase inicial de las compañías, y frente a las fallas de mercado que se presentan y las que el Estado debe subsanar si quiere generar

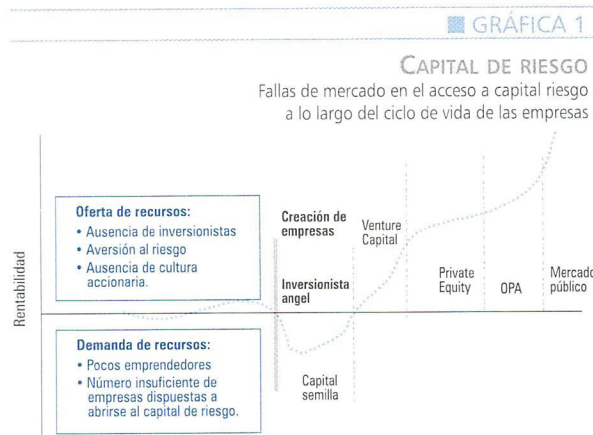


un círculo virtuoso, asumiendo parte de los riesgos o apalancando la operación y buscando incrementar la rentabilidad de vehículos, como los fondos de capital de riesgo.

Daré dos pequeños ejemplos en los que el Estado ha desempeñado un papel fundamental. Uno, la industria de capital de riesgo en Europa y el otro, el desarrollo del mercado de bonos, tanto en Estados Unidos como en Europa. Ambos son ejemplos muy interesantes de cómo el Estado ha intervenido de una manera muy diferente, de la cual tenemos que aprender si de verdad queremos que el mercado de capitales realice un rol mucho más importante en esta agenda.

En términos del capital de riesgo, la gráfica 1 intenta ilustrar el ciclo de crecimiento de las empresas y el ciclo del capital de riesgo. Aquí observamos el nacimiento de la empresa, seguido de una fase que se ha denominado *el valle de la muerte*; son los primeros años de creación, en los cuales la mayoría de las empresas caen. Finalmente vemos la fase de expansión y crecimiento de las compañías, donde ubicamos el mercado de capitales; es muy poco lo que existe en nuestros países –no sólo en Colombia, sino en muchos países en desarrollo–, podemos ver por el contrario cómo en los países desarrollados existen una gran cantidad de instrumentos que permiten canalizar el capital y la inversión institucional a las empresas en diferentes fases de su ciclo de vida, como las redes de inversionistas ángel, y los fondos capital de riesgo –hablamos de dos tipos, uno en una fase muy inicial del ciclo, y uno en la fase intermedia–; luego viene la posibilidad de hacer una OPA en el mercado público. Es en las fases iniciales donde suelen presentarse las mayores fallas del mercado y donde se hace difícil atraer capital a invertir en compañías, porque el riesgo es muy alto, la rentabilidad es incierta y, por lo tanto, es muy difícil canalizar recursos de los fondos o de las compañías de seguros que quieran invertir en esta fase por el alto riesgo e incertidumbre de la rentabilidad. Es ahí donde se requiere una intervención del Estado.

Cuando uno mira la experiencia de todos los países que han sido exitosos, Estados Unidos, Europa, Israel, Irlanda, Asia, etc., en todos ellos ha habido



una intervención significativa del Estado. No se ha dejado a la libre voluntad del mercado, sino que el Estado ha intervenido para apoyar esta fase. Es ahí donde viene el diseño de una política adecuada.

### ¿Qué se necesita?

Primero, generar un *stock* de compañías –unas nuevas y unas en reestructuración–, que sean receptoras de ese capital. Una de las críticas que se hace cuando se habla de capital de riesgo es que, de cada 100 empresas que uno mira a fondo, sólo escoge una o dos de ellas. Para países como el nuestro la generación de tantas compañías puede ser difícil, pero lo que han hecho países pequeños como Israel o Irlanda es generar compañías de más calidad. La idea es mejorar, por ejemplo, a través de la participación de la academia. La academia puede involucrarse para mejorar esa calidad en la gestación de las ideas y para convertir esas ideas en una gestión empresarial más efectiva. Al ayudar en el proceso, la academia reduce la cantidad de proyectos que pueden fracasar y mejora la relación entre el universo total y los proyectos escogidos, los reduce a 70 u 80, haciendo más válido el proceso.

El otro ejemplo está vinculado al tema de globalización. En Israel, la mayoría de las empresas nuevas o en crecimiento fueron concebidas como compañías que se iban a globalizar, y sus dueños fueron entrenados para entender que su mercado iba a ser internacional, lo cual las prepara mejor

para ser receptoras de este tipo de capital. Es mucho más difícil cambiar la cultura de un empresario de estructura familiar de muchísimos años, que de alguna manera se puede haber estancado, a cambiar a un empresario nuevo que inició su proceso entendiendo que su vocación era ir a los mercados internacionales y que tiene, por lo tanto, una actitud empresarial muy diferente.

Por eso, en los países desarrollados y hoy en día en los países en desarrollo, se le ha dado tanta importancia a este ciclo y a este tipo de capitales de riesgo. Desde luego, hay que acompañar eso con políticas industriales de innovación y de apoyo a la investigación tecnológica.

De otro lado están las políticas directas del Estado que facilitan el acceso al capital de riesgo. Por ejemplo, ¿cómo facilitar a los fondos de pensiones y a las compañías de seguros a que puedan tomar más riesgo? Pues a través de intervenciones directas, donde el Estado cubre los *down sides* o las posibles pérdidas excesivas del fondo o apalancque con unos créditos esos fondos, de forma tal que su rentabilidad se incremente.

Hay una enorme variedad de intervenciones de este tipo que se han desarrollado en varios países del mundo. El banco está haciendo, precisamente, un inventario de todas las políticas que se han implementado en aquellos países que han sido líderes del proceso, para ayudar a los gobiernos a que reflexionen sobre cuáles pueden ser sus formas de intervención. Muchas de esas políticas se pueden implementar para facilitar la canalización de recursos institucionales en las fases iniciales del ciclo.

Hay también políticas indirectas encaminadas a mejorar las condiciones de crecimiento empresarial y el desarrollo del mercado.

La Asociación de Fondos de Capital de Riesgo de Europa hace unas encuestas anuales para ver cuáles han sido los países que han mejorado las condiciones para el desarrollo de esa industria de capital de riesgo. Son 25 los países encuestados, con siete grandes criterios sobre tres áreas princi-

pales de intervención: observan el entorno legal y tributario para los inversionistas pasivos y los administradores de fondos y de seguros; cuáles han sido las estructuras legales para la creación de los fondos, qué incentivos tributarios hay para este tipo de fondos y el entorno para las empresas receptoras—esta es la parte de oferta que yo mencionaba de política industrial e incentivos para la innovación—; cuáles han sido los incentivos fiscales a las áreas de investigación y desarrollo; finalmente, analizan la retención de talento en las empresas receptoras y los administradores de fondos.

Observando los resultados, encontramos que los países anglosajones, Inglaterra e Irlanda, han sido siempre los líderes en este proceso. Pero ha sorprendido que en los últimos años países tradicionalmente reconocidos como estatistas, como Francia, han tenido un cambio radical en su forma de concebir el tema, al punto que hoy se encuentran en una de las categorías más altas gracias a los cambios en su política industrial y en el apoyo al capital de riesgo. Esto es interesante porque ha servido de guía a los gobiernos en la comunidad para entender qué cambios deben introducir en las políticas si quieren ser competitivos en la generación de capital de riesgo para la innovación y crecimiento empresarial.

El segundo caso que quiero mencionar es el tema de los bonos privados, en general de la renta fija privada, que es un tema que está empezando a tomar importancia en Colombia. Estamos saliendo del ciclo de la deuda pública para entrar en el tema de la deuda privada y la necesidad de tener instrumentos de financiación de largo plazo y de coberturas de riesgo. Es interesante, cuando se miran las dos experiencias más exitosas del mundo en los últimos 20 años, Europa y Estados Unidos, se llega a dos grandes conclusiones de por qué estos países fueron tan exitosos en el desarrollo del mercado:

La primera es que fueron mercados impulsados por el segmento profesional, del inversionista institucional y no por el mercado del inversionista detallista. Por ejemplo, la colocación privada fue desarrollada por las compañías de seguros en los Estados Unidos, quienes diseñaron los instrumen-

tos de deuda en forma directa con los emisores, con características financieras que se acomodaban a las necesidades de este tipo de inversionista. Esta experiencia puede ser muy relevante frente a la reforma de pensiones como las que han venido implementando en Colombia y en otros países de América Latina, que han creado y profesionalizado una masa muy importante de inversionistas institucionales. Pero este segmento profesional también se caracteriza por la importancia de los intermediarios profesionales del mercado, que a través de su solidez patrimonial, han sido fundamentales en proveerle liquidez a un instrumento tradicionalmente ilíquido por su naturaleza, como los bonos de los emisores privados.

La segunda, y aquí viene la intervención del Estado, es que este crecimiento estuvo apoyado por un marco regulatorio flexible e idóneo al producto. En Estados Unidos mucha de la flexibilización y de la innovación en renta fija se ha venido dando a través de la colocación privada —el *private placement*. Que es un canal completamente al margen del regulador del mercado, pero igualmente reconocido como un canal idóneo para los jugadores profesionales. En el caso del euromercado, los instrumentos se vienen listando en unas bolsas donde los estándares no han sido definidos por el Estado sino por la misma industria y la flexibilidad se introdujo a través de un régimen de excepción dentro de la oferta pública, cuando la oferta va dirigida al segmento profesional.

La idea es que, como no hay casi inversionistas personas naturales, no se trata de proteger a un individuo que no tiene suficiente capacidad técnica para evaluar el riesgo, sino que se trabaja con profesionales, por eso observamos mucha flexibilidad.

En los dos modelos se ven ventanas de flexibilidad que han permitido que hayan sido sectores tan dinámicos y de un apoyo fundamental al crecimiento y modernización del sector empresarial en estos países. Se apoyan, obviamente, en que los agentes profesionales se autorregulan a través de códigos de conducta, de sistemas de gestión de riesgo, de adecuados sistemas de control interno,

y un efectivo gobierno corporativo. El énfasis de la política y de la regulación ha estado en garantizar que todo esto esté funcionando bien, y no en regular excesivamente el mercado: el mercado se desregula pero se fortalece la capacidad profesional de los actores.

Estos han sido dos ejemplos muy sencillos pero espero ilustrativos de cuál debe ser el papel del gobierno. Creo que ahí es donde radican los retos de política actualmente: pero también es evidente que donde no hay condiciones macroeconómicas y políticas estables será muy difícil continuar el desarrollo.

Es muy importante que la regulación esté orientada a establecer principios que le den un espacio a la autorregulación para definir el marco normativo de los mercados. Colombia tiene una oportunidad muy especial; de alguna manera de liderar en la región el concepto organizado de la autorregulación y de demostrar que este modelo de supervisión puede funcionar. El Estado debe establecer, como regulador, los principios, pero debe darle espacio a la industria, tanto a nivel de empresa como de los sistemas organizados, de participar activamente en la definición de la regulación detallada.

Se requiere también de una intervención directa para atacar fallas de mercado, sin caer en la tentación del gobierno empresario; no queremos volver a los bancos de desarrollo de segundo piso que existieron en el pasado. La intervención del Estado debe ser mucho más inteligente, mucho más dirigida a crear capacidad en el sector privado para que el proceso se vuelva autosostenible en el tiempo, a estimular a que los privados generen una capacidad propia y ellos puedan mantener el proceso.

Es muy importante la coordinación de las políticas pero también de las autoridades involucradas en ellas. Ya vimos que en los temas de competitividad y de mercado de capitales se requieren políticas financieras, industriales y sociales, y las tres tienen que combinarse de manera que tengan impacto. Por eso es tan importante que haya ese nivel de coordinación.

Se requiere por lo tanto de un Estado profesional y competitivo. Es claro en las presentaciones que hemos visto en estos dos días, y de lo que hemos aprendido en los últimos 30 o 40 años a nivel mundial, que no sólo el sector privado debe ser competitivo, sino que el mismo Estado también lo debe ser.

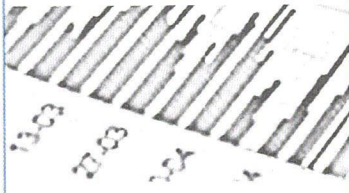
Algo interesante e innovador que se ha dado en los últimos 10 años, por ejemplo en el tema de supervisión financiera, tiene que ver con cómo profesionalizar al regulador y al supervisor, cómo hacer para que rinda cuentas al sistema; por ejemplo, en lo que tiene que ver con las reformas al régimen de supervisión y regulación financiera, hemos visto que si se quiere tener un ente competitivo, se le debe dar autonomía. Parte de las críticas que se hicieron aquí por parte del codirector del banco eran sobre la dificultad o la lentitud con que la Superfinanciera ha respondido a ciertas exigencias del mercado.

De alguna manera también tiene que ver con la capacidad del sector estatal para tener un recurso calificado y la tecnología requerida para poder ser competitivo. Para eso se requiere tener mucha más autonomía, tanto en la toma de decisión como en los recursos para hacer una mejor gestión.

Pero esa mayor autonomía debe venir acompañada con un mejor gobierno corporativo y una adecuada rendición de cuentas; son puntos también fundamentales. En estos temas ha habido una revolución en los últimos 10 o 15 años en el mundo desarrollado: antes sonaba extraño que se tuviera personas del sector privado en las juntas de un supervisor, lo que hoy es bastante común. Muchas de las superintendencias en el mundo tienen personas del sector privado representando a la comunidad, buscando esa rendición de cuentas del supervisor y del regulador en el proceso.

Y un cambio muy importante en la forma de regular y de intervenir en general del Estado debe provenir de una nueva mentalidad en el interior, de mayor confianza en el sector privado. Aún existe una enorme desconfianza de lado y lado, lo que ha llevado a que se pierdan sinergias y una adecuada dinámica de trabajo en equipo con los privados.

Finalmente quiero resaltar que, para que se puedan dar estas reformas y este desarrollo del mercado de capitales, se requiere de una gran decisión política del gobierno de querer ejecutarlo.



## EL DESARROLLO DE MERCADOS DE CAPITALES: UNA VISIÓN DESDE EL RÉGIMEN DEL AHORRO INDIVIDUAL

SANTIAGO MONTENEGRO  
PRESIDENTE DE ASOFONDOS

**E**l objetivo central del Régimen de Ahorro Individual (RAI) es maximizar el monto de las pensiones de sus afiliados. Ese objetivo es consistente con un modelo de desarrollo de mayor ahorro nacional, con un mercado de capitales vibrante, y con un crecimiento de la economía alta y sostenible.

Desde su creación, en 1994, los fondos de pensiones y cesantías han permitido una contribución muy grande a la constitución de capitales para los trabajadores, así como al ahorro nacional y al mercado de capitales. Pese a su exitoso desarrollo, dicha contribución del RAI pudo haber sido mayor en el pasado y, por supuesto, deberá ser mayor en el futuro. No ha podido ser mayor por una serie de impedimentos: elevado déficit fiscal, el sector informal, baja seguridad jurídica, una apertura y globalización tardías, y también inflexibilidades en las posibilidades de inversión de los portafolios.

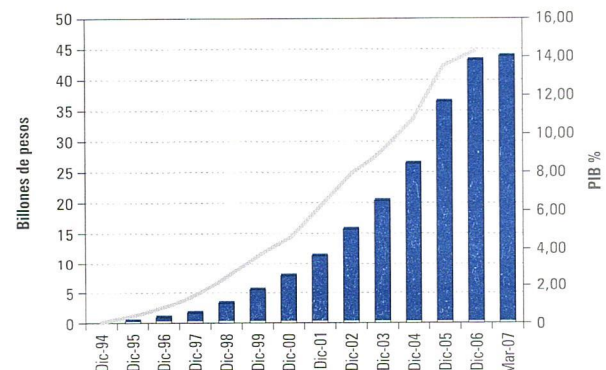
Los fondos de pensiones deben comenzar a invertir en opciones alternativas a las hasta ahora disponibles. El proceso de valorización de los portafolios, basado en la renta fija está llegando o ya llegó a su fin, de tal manera que se requiere un estudio y análisis profundo de otras alternativas de inversión. Esta nueva estrategia de inversión es necesaria, no sólo para los fondos de pensiones, sino también para el país.

### Dinámica del RAI

A la fecha, los fondos de pensiones obligatorias acumulan cerca de 44 billones de pesos, es decir, más del 14% del Producto Interno Bruto (PIB). En pensiones voluntarias, seis billones, equivalentes a unos dos puntos porcentuales del PIB; en cesantías, 4.8 billones que son 1,61% del PIB. En conjunto, pasamos de cero (en 1994) a 53.5 billones de pesos, que representan más o menos un 18% del Producto Interno Bruto (ver gráficas 1a, 1b, 1c y 1d).

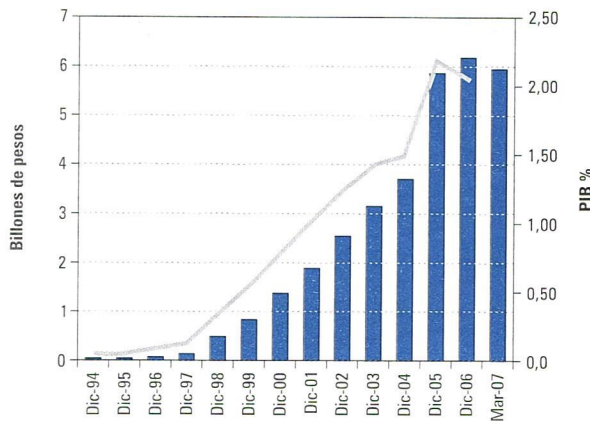
GRÁFICA 1A

CRECIMIENTO HISTÓRICO DE LOS FONDOS ADMINISTRADOS  
VALOR DE FONDO PENSIONES OBLIGATORIAS



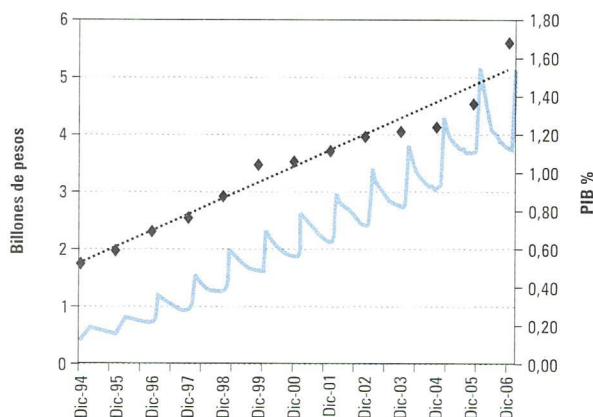
GRÁFICA 1B

CRECIMIENTO HISTÓRICO DE LOS FONDOS ADMINISTRADOS  
VALOR DE FONDO PENSIONES VOLUNTARIAS



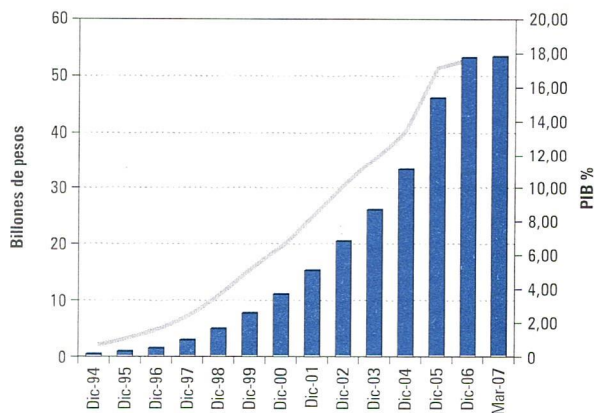
GRÁFICA 1C

CRECIMIENTO HISTÓRICO DE LOS FONDOS ADMINISTRADOS  
VALOR DE FONDO CESANTÍAS



GRÁFICA 1D

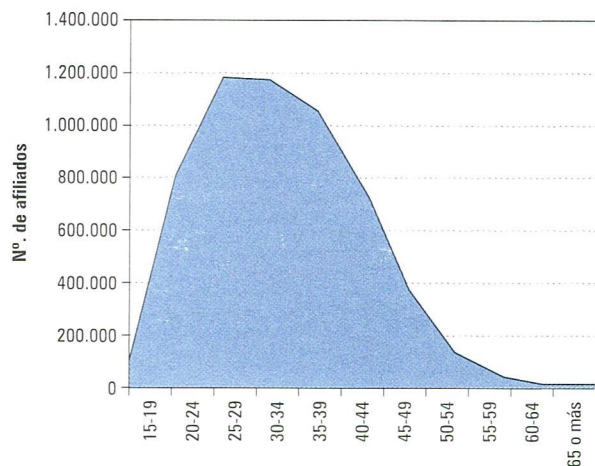
TOTAL RECURSOS ADMINISTRADOS  
FONDOS DE PENSIONES



Las administradoras de fondos de pensiones y cesantías manejan esos recursos, que van a continuar creciendo aceleradamente con recaudos de unos 365 mil millones mensuales. Si tenemos en cuenta la curva representada en la gráfica 2, vemos que tenemos unos afiliados relativamente jóvenes, por lo cual se puede prever un crecimiento muy dinámico de estos recursos para los próximos años; lo que nos permite esperar un 33% del PIB para el año 2033, según cálculos del DNP.

GRÁFICA 2

CLASIFICACIÓN DE AFILIADOS A LOS FONDOS DE PENSIONES  
Según edad (marzo de 2007)



## Barreras al crecimiento del mercado de capitales

Las cifras anteriores brillan mucho, pero dicho brillo se mitiga bastante cuando se compara con parámetros internacionales. Esta discusión nos lleva a hablar de las barreras que ha tenido el crecimiento del mercado de capitales.

Históricamente –sin hacer referencia ni a la coyuntura ni a los últimos años– se pueden nombrar las siguientes barreras de tipo macro: *el déficit fiscal*, muy grande, que se creó a mediados de los noventa y que se ha tratado de reducir en los últimos años con un enorme esfuerzo; el enorme *sector informal* que todavía tenemos y que hace que millones de personas no estén vinculadas a la seguridad social y a las pensiones; una *apertura* y

*globalización tardías; la falta de seguridad jurídica,* y desde el punto de vista micro se resalta la coexistencia del régimen de prima media con el régimen de ahorro individual, y se podría decir también con el régimen de transición.

Para ilustrar estas barreras al desarrollo del mercado de capitales es útil comparar a Colombia con Chile, país que en muchas áreas es el punto de referencia de América Latina. Sobre el primer punto, mientras en Colombia aún tenemos un déficit, en Chile existe un superávit fiscal para el sector público consolidado muy grande, desde hace muchos años. En Colombia se llegó a un déficit consolidado del sector público de más del 6% del PIB en el año 99 y lo hemos reducido progresivamente. ¿Por qué es esto importante? Porque, al tiempo que fundamos el régimen de ahorro individual, estos recursos sirvieron para financiar ese déficit, en lugar de ir a la inversión productiva a través del mercado de capitales. Afortunadamente el déficit ha caído, pero creemos que debería caer más y eventualmente generarse superávits para que los fondos puedan invertir masivamente en activos como acciones y obras de infraestructura, que el país tanto necesita.

En cuanto al tamaño de la economía informal, las cifras señalan que Chile tiene la mitad del porcentaje de Colombia, y eso es consistente con la cobertura. Chile tiene un 45% de cotizantes sobre población económicamente activa; Colombia, apenas un 27%. En general, todo aquello que lleve a disminuir la economía informal va a desarrollar esta industria y, por supuesto, el mercado de capitales.

¿Por qué son importantes la apertura y la globalización? Por varias razones. Una economía, cuanto más abierta es, hace una mejor asignación de los recursos, explota mejor sus ventajas comparativas y tiene una tasa de innovación más alta. Chile tiene un coeficiente exportador de casi el 42% del producto; nosotros tenemos la mitad. Obviamente, no podemos olvidar que Chile comenzó todo este proceso hace 35 años; nosotros lo iniciamos después. No es para desanimarnos, pero esto señala un curso que debemos seguir.

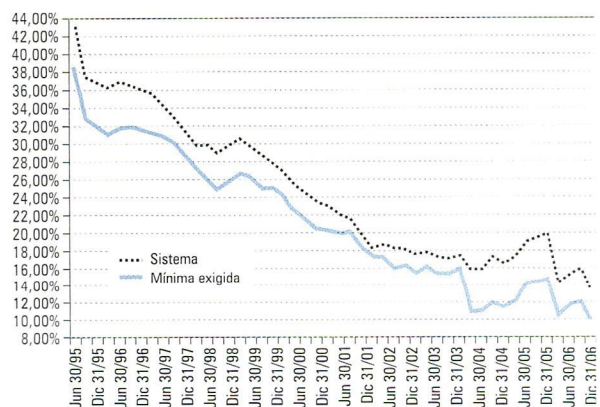
La tasa de ahorro en Chile es significativamente más alta que en Colombia y, consistente con eso, el valor de los fondos de pensiones en Chile es de un 63% del PIB, en tanto que en Colombia es sólo del 18%; la capitalización bursátil de Chile es del 118% y en Colombia es tan sólo del 38%.

La inversión en deuda pública es muy alta en Colombia. En los fondos de pensiones en Colombia, la inversión en deuda pública es prácticamente la mitad de los portafolios, con un 48%; en Chile es de tan sólo el 18%. ¿Cuál es la relevancia de este tema? En una primera fase quizá fue inevitable la alta concentración de todos los portafolios en deuda pública pero este proceso de concentración está llegando a su fin.

Las rentabilidades promedio de los portafolios de los fondos de pensiones han sido altísimas, pero han ido cayendo a lo largo del tiempo (gráfica 3). ¿Qué ocurrió? A comienzo de la década de los noventa teníamos una inflación del 30% que, por el buen trabajo de las autoridades económicas y monetarias, en particular del Banco de la República, ha venido bajando persistentemente. Entonces se produjo un proceso de "valorización automática" de todos los papeles de renta fija. Todos los portafolios fueron en coche, como resultado de ese proceso de baja continua de la inflación y de las tasas de interés. Pero ese proceso tenía que llegar a su fin, irremediablemente, por una razón

GRÁFICA 3

RENTABILIDAD NOMINAL Y MÍNIMA PENSIONES OBLIGATORIAS  
(Junio 30 de 1995 - marzo 31 de 2007)



muy simple: las tasas de interés y la inflación no van a ser negativas. Más allá de lo que hemos visto con el comportamiento coyuntural de la inflación, este proceso tenía que llegar tarde o temprano a su fin.

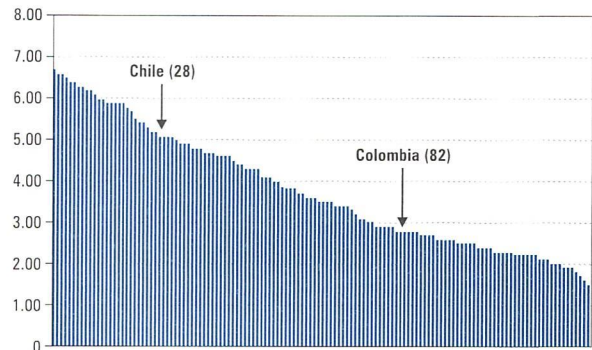
En el contexto actual de la economía, todos los portafolios tendrían que diversificar sus inversiones. La buena noticia es que hay muchas posibilidades de inversión que se han mencionado en distintos escenarios: cultivos de tardío rendimiento, reforestación comercial, biocombustibles, servicios de diferente naturaleza (turismo, exportación de servicios médicos y odontológicos) y, por supuesto, la inversión en infraestructura. Tenemos que ver, entonces, qué barreras existen en la política de regulación y el arreglo institucional para hacer posible este tipo de inversiones para que los fondos de pensiones, al tiempo que diversifican sus portafolios, contribuyan al crecimiento del país. Desde el punto de vista, por ejemplo, de la calidad de la infraestructura de Colombia, es evidente que el país también necesita mayores inversiones en este campo, y el plan de desarrollo apunta en la dirección correcta.

Para analizar la calidad de la infraestructura en Colombia se presentan algunos indicadores del Foro Económico Mundial en infraestructura (gráfica 4). En términos generales de calidad de infraestructura, Chile ocupa el puesto 28 y Colombia el puesto 82 (gráfica 4); en puertos, Chile tiene el puesto 31 y Colombia el puesto 82. En carreteras, Chile está en el puesto 23 y Colombia en el puesto 87. ¿Qué se necesita entonces para que los portafolios privados inviertan en infraestructura? Los “activos de infraestructura” son ideales para inversionistas, como los fondos de pensiones obligatorias, porque son unos pasivos a muy largo plazo; no son recursos que se van a retirar en tres meses o en seis meses, el próximo año, o dentro de dos años, sino a muy largo plazo. Sin embargo, hay que observar varios puntos cruciales que tienen que ver con el modelo de concesión, ya que éste debe estar alineado con los intereses de los inversionistas.

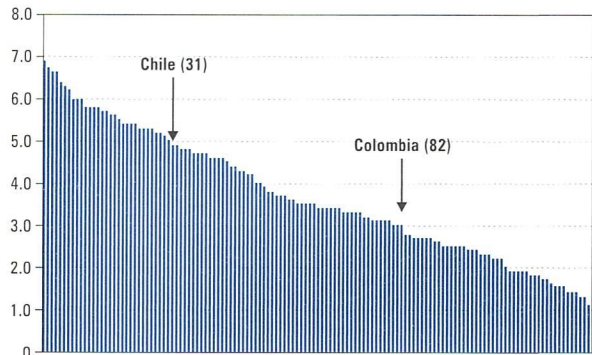
GRÁFICA 4

## CALIDAD DE LA INFRAESTRUCTURA

## EN EL MUNDO



## EN PUERTOS



### Requerimiento para la inversión en infraestructura de los portafolios privados

El actual modelo de concesión tiene muchos problemas. Es, como lo llamamos, un modelo de concesión que responde a necesidades de una obra pública; es un modelo de “obra pública por concesión”, de ahí que sólo participen la administración pública y los constructores o los ingenieros. Para lograrlo tenemos que minimizar muchos riesgos que existen bajo el actual modelo de licitación y en los contratos de construcción y concesión.



Un modelo ideal podría tener las siguientes características:

1. La licitación debería ser entre firmas desarrolladoras de proyectos (no sólo entre constructores).
2. Deberían existir estudios técnicos actualizados, realizados por firmas independientes. En los procesos licitatorios pasados, éste es uno de los grandes vacíos que existen.
3. Se requieren matrices de riesgos precisas y alineadas con cada estudio técnico, y derivado de eso, un esquema de garantías acorde con tales matrices de riesgos.
4. Definición precisa del alcance de la construcción y de los niveles de servicios de la concesión; estos proyectos hay que verlos mucho más que, por ejemplo, dos o cuatro carriles por donde van a transitar automóviles y camiones. Hay que pensar en todos los servicios que presta o debe prestar el corredor vial, además de las calzadas, los servicios de estaciones de gasolina, almacenes, supermercados, incluso la publicidad. Todo eso es concesionable y así es como se puede explotar al máximo un proyecto de esta naturaleza. Pero el punto crucial es que el alcance de la obra debe estar totalmente definido *ex ante*: se deben eliminar los llamados alcances adicionales.
5. Y por último, tal vez el punto más importante de todos, debe haber aportes genuinos de capital. En este modelo, los desarrolladores no son únicamente constructores (o no son constructores) porque deben demostrar que cuentan con el capital propio y exclusivo para ese proyecto. Lo que ocurre a veces en las concesiones es que quienes ganan estos concursos dicen tener

un capital, pero en realidad muchas veces no cuentan con él. Muchos retrasos en el comienzo de las obras o peticiones y exigencias de renegociación de contratos suceden porque no se contó originalmente con capital genuino.

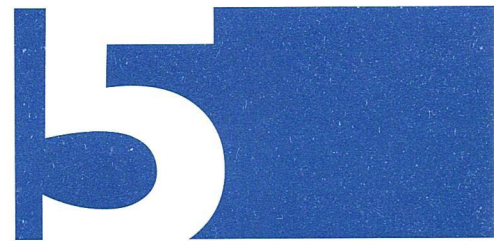
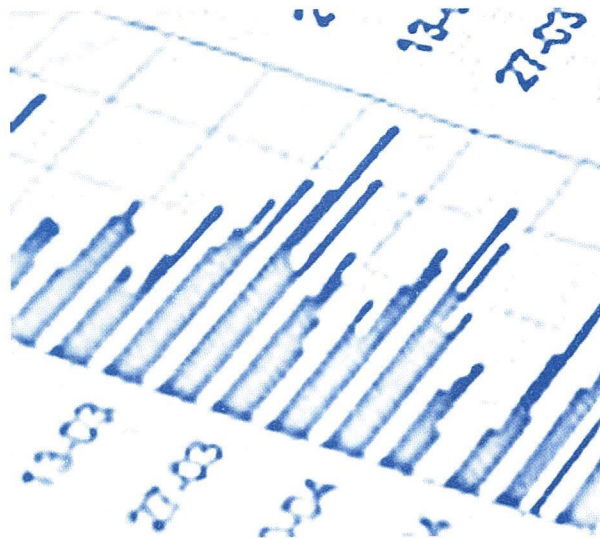
Quienes participan en un concurso licitatorio deben soportar la responsabilidad de conseguir los recursos financieros para desarrollar el contrato, deben encargarse de la contratación bajo esquemas privados de las obras. Pero también hacen falta otras cosas, como buena regulación y un buen diseño de incentivos para que las AFP asuman más riesgo para los portafolios, sin el miedo de penalizaciones patrimoniales para sí mismas o para sus accionistas.

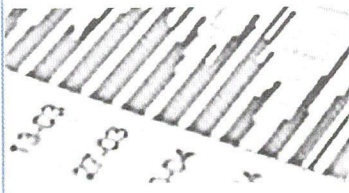
## Conclusiones

Sin duda, el crecimiento de los fondos de pensiones ha contribuido a desarrollar el mercado de capitales en el país. Al revisar su evolución histórica, vemos que esa contribución pudo haber sido mayor, lo cual nos hace pensar que puede y debe ser aún mayor en un futuro.

El mercado de capitales está en un punto de quiebre estructural, explicado en buena parte porque la valorización automática de los portafolios debida a una caída en la inflación y por los altos porcentajes concentrados en renta fija, está llegando a su fin. Esto obliga al sector a ver otras necesidades de inversión para diversificar el riesgo y encontrar esas nuevas oportunidades de rentabilidad. Por supuesto, todo lo que se haga siempre deberá ser en el marco de maximizar los rendimientos de los trabajadores y minimizar los riesgos de los recursos.

QUÉ SE REQUIERE PARA UN MERCADO DE  
CAPITALES MÁS PROFUNDO EN COLOMBIA





## DIEZ REQUISITOS PARA PROFUNDIZAR EL MERCADO

BERNARDO VARGAS  
SOCIO, NOGAL ASESORÍAS FINANCIERAS

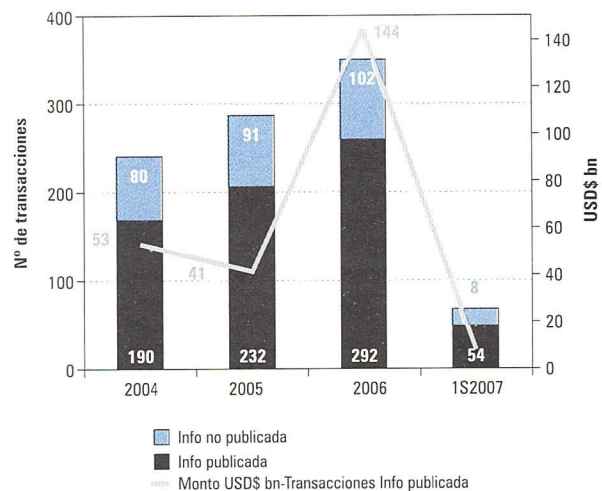
**E**n el simposio se han tocado muchas de las variables que demuestran la falta de profundidad de nuestro mercado. Usando algunas diapositivas, trataré de subrayar la importancia de la profundización, a la luz de los flujos de capital recientes, visto en fusiones y adquisiciones de empresas del sector corporativo en la región.

Es muy interesante observar cómo, solamente entre 2004 y lo corrido de 2007, ha habido un incremento sustancial en las fusiones y adquisiciones (F&A) en la región latinoamericana; se ha pasado a números mucho más altos casi que en cualquier tiempo pasado y se visualiza que en 2007 esa tendencia seguirá igual (gráfica 1).

En toda la región se observa un panorama positivo guiado por algunos de los puntos que los diferentes conferencistas internacionales nos resaltaban como fundamentales para que se desarrollen mercados de capitales. Temas como el crecimiento estable, mercados de capitales un poco más dinámicos, inflación baja, y tasas de interés bajas y una liquidez global que afecta muy positivamente estas tendencias.

Estos flujos de F&A dentro de América Latina también tienen unas características que vale la pena resaltar. En el *boom* de capital hacia A.L. de los años noventa, era clarísimo que el gran ingreso de capital internacional a compra de compañías de la región venía de fuera de ésta, es decir, muy poco

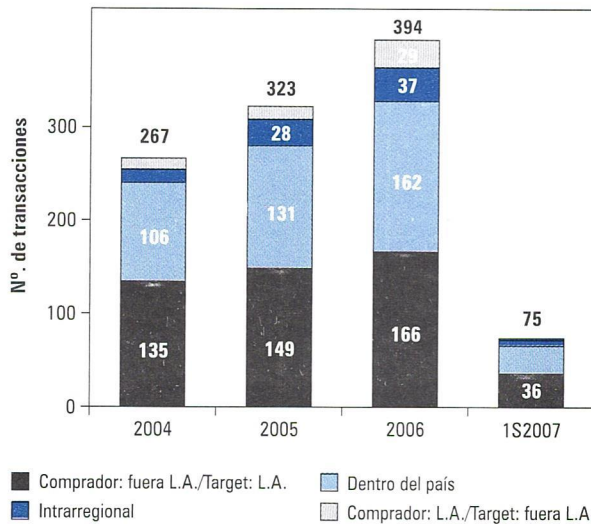
GRÁFICA 1  
TRANSACCIONES F&A  
(2004-2007)



volumen de transacciones ocurría en los países o viniendo de otros países de la región; la gran mayoría de estas F&A provenían de compradores de afuera. Esta tendencia está cambiando, y lo que se observa en la gráfica es que una parte creciente del volumen de F&A en América Latina proviene de compradores de la región. Tanto así que no solamente hay una dinámica de transacciones entre empresas, sino que empresas de la región empiezan a realizar transacciones por fuera de ésta (gráfica 2).

GRÁFICA 2

TIPO DE TRANSACCIÓN

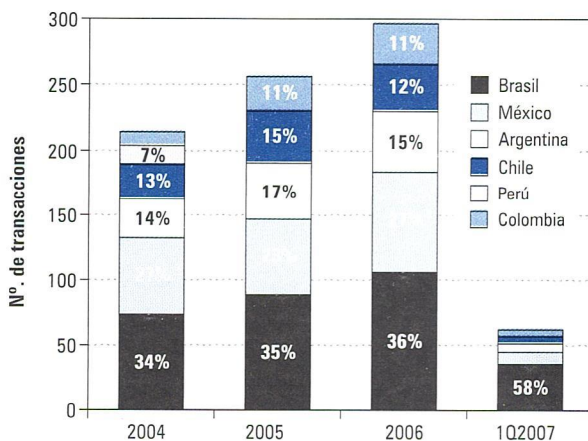


Los argumentos anteriores son para resaltar que si las empresas latinoamericanas, y particularmente las colombianas, están necesitando capital –no sólo para hacer compras aquí, sino también para expandirse hacia otras regiones–, requieren alternativas de financiación fluidas y profundas, ojalá desde sus mercados de origen.

Evidentemente, donde más se ha observado esta tendencia ha sido en los países más grandes como México y Brasil (gráfica 3). Hemos visto en las di-

GRÁFICA 3

TRANSACCIONES F&A POR PAÍS TARGET

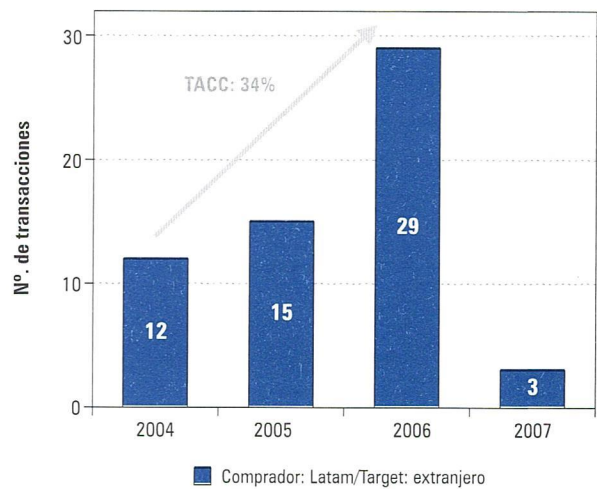


ferentes presentaciones cómo la profundidad en estos dos mercados ha sido muy importante; pero notemos que Colombia empieza a estar más cerca de esos líderes en número de transacciones –igualando incluso volúmenes de países como Chile, que tiene mercados de capitales más profundos que los colombianos–, lo cual realiza el postulado de que esta profundidad del mercado es cada vez más fundamental para las empresas colombianas.

Entre 2004 y 2007 el crecimiento en compras de compañías regionales hacia afuera de la región avanza en número de transacciones, a un ritmo que no había sucedido antes (gráfica 4). Las compañías lo hacen, en parte, porque tienen posiblemente que expandir sus de por sí participaciones altas en sus mercados de origen; pero también lo hacen buscando condiciones de financiamiento

GRÁFICA 4

TRANSACCIONES COMPRADOR DE A.L. Y TARGET FUERA DE LA REGIÓN

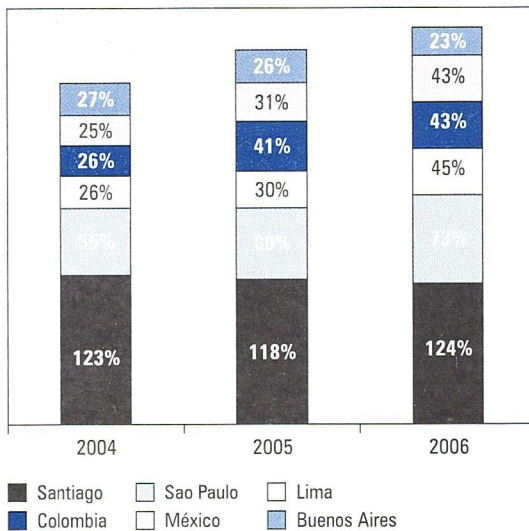


más barato en otros mercados. Un ejemplo puede ser el de Cemex, que utilizó su compañía española, Valenciana, para financiar su estrategia de adquisiciones en busca de recursos más baratos, fluidos y de más largo plazo que los que podría conseguir en su mercado de origen.

Todos estos son argumentos que nos impulsan a mirar la importancia de mercados más profundos en nuestras regiones y países.

GRÁFICA 5

CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL COMO % DEL PIB



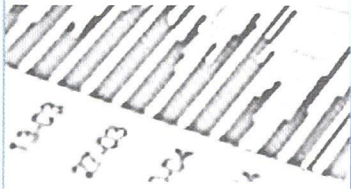
Finalmente, observamos la capitalización bursátil como porcentaje del PIB (gráfica 5). Vemos que, evidentemente, Santiago de Chile lidera este guarismo, seguida de Sao Paulo y Lima; Colombia está en un punto intermedio. Observamos también que, aunque en Chile ya se tenía un desarrollo en 2004, los demás mercados han ido evolucionando en la dirección correcta. No obstante todavía los porcentajes de profundización son muy bajos.

En este orden de ideas, para dar paso a la discusión, diseñé en el cuadro 1 una lista "top diez" de profundización del mercado, basada en las distintas presentaciones.

CUADRO 1

"TOP DIEZ" DE PROFUNDIZACIÓN DEL MERCADO

<b>Primero</b>	Estabilidad macroeconómica; es claro que sin ella no hay profundización de mercado.
<b>Segundo</b>	<i>Rule of law</i> , en los términos de nuestro amigo irlandés. Significa que, internamente, haya tranquilidad para los inversionistas de instrumentos financieros –especialmente los acreedores–, de que cualquier problema en su acreencia, en su documento, sea respetado.
<b>Tercero</b>	Liderazgo del gobierno; sobre este tema tanto los irlandeses como el profesor de Singapur fueron claros en que una profundización del mercado sin liderazgo del gobierno no se va a dar.
<b>Cuarto</b>	Gobierno corporativo; varios han tocado este punto también.
<b>Quinto</b>	Régimen impositivo; en el caso de Irlanda, especialmente, el régimen impositivo fue fundamental. Pienso que en Colombia todavía estamos muy lejos de lograrlo, por cuanto aquí existen el cuatro por mil, los impuestos de timbre y otras cosas realmente anacrónicas.
<b>Sexto</b>	Desarrollo de la infraestructura; la doctora Rentería se refirió al tema de infraestructura vial, específicamente al tema del aeropuerto. Por ejemplo, un país que quiera profundizar sus mercados y constituirse en un centro financiero, no puede hacerlo sin un aeropuerto válido. Se habló de costo, de infraestructura, de telecomunicaciones, en donde un canal para comunicarse se monta de un día para otro y cuesta muy poco dinero, de manera que el tema de infraestructura es muy importante.
<b>Séptimo</b>	Sistemas y costos transaccionales; tanto en la emisión de papel como en la forma en que se transan son fundamentales. Creo que el tema de sistemas transaccionales es uno de los puntos en donde se puede avanzar más rápido y con más efectividad en el corto plazo en Colombia.
<b>Octavo</b>	El tema de cumplimiento, que es muy importante para generar.
<b>Noveno</b>	El sector privado no queda inmune: la capacidad técnica y el desarrollo de nuevos instrumentos en el sector privado son fundamentales.
<b>Décimo</b>	Los derechos de los acreedores.



## MERCADO DE CAPITALES: ASPECTOS REGULATORIOS Y LEGALES PARA SU DESARROLLO

CARLOS FRADIQUE-MÉNDEZ  
SOCIO, BRIGARD & URRUTIA

**E**ste tema tiene, por supuesto, muchas definiciones en diferentes estadios y en diferentes disciplinas; pero, fundamentalmente, entiendo que (i) vamos a buscar la posibilidad de hacer un mercado localmente más profundo, que implica mayores oportunidades de oferta y demanda de instrumentos, mayor transparencia, mayor estabilidad en la regulación, etc., y, (ii) desde el punto de vista de internacionalización, invitar a inversionistas extranjeros y permitir que los colombianos accedan a mercados internacionales.

Voy a referirme, fundamentalmente, a dos temas:

1. Una lista de asuntos específicos que creo vale la pena tener presente, sobre aspectos generales de los mercados de valores. Me voy a referir en particular a los mercados de derivados en general, porque creo que el desarrollo de mercado de valores ocurre en gran parte porque un mercado de derivados se desarrolla también.
2. En una segunda parte voy a hablar de derivados financieros y algunos temas específicos en materia regulatoria y legal.

Pienso, a manera de resumen y de introducción que, desde el punto de vista legal y regulatorio, la profundización e internacionalización de los mercados de valores implica cuatro grandes temas.

El primero es el mantenimiento de estándares adecuados de regulación y de supervisión. Estuve recientemente en un seminario en Nueva York organizado por la *International Financial Law Review*, al que fueron invitados abogados de diferentes países, particularmente de México, de Argentina y de Brasil; y me llamó mucho la atención que uno de los temas que siempre estaban presentes era que estos mercados se han vuelto particularmente atractivos para unos instrumentos novedosos, porque se han desarrollado estándares comparables, de alguna manera, con los de Estados Unidos en materia de transparencia, de información a los mercados. Hace 10 años, por ejemplo, cuando en Estados Unidos se hacía una oferta de valores de un emisor brasileño o de un emisor mexicano, los documentos se hacían en inglés y siempre bajo la regla 144A, la regulación D, o la regulación S para emisiones internacionales.

En los últimos años se han empezado a hacer emisiones con documentos locales, justamente porque los inversionistas internacionales confían en la sofisticación de los mercados. Llegar a ese punto implica incrementar ciertos estándares, tanto del mercado como regulatorios –aunque, a veces, probablemente hacerlos un poco más laxos. Esto es fundamental para que, como se busca reflexionar en este foro, tengamos un mercado atractivo como centro financiero de la región.

Hay otros temas puntuales a los que prestarles atención en el corto plazo –muchos de los cuales se han venido trabajando en el último año, con un impacto más profundo del que uno piensa–, y voy a referirme a ellos brevemente.

Hay necesidades de sofisticación e innovación en mecanismos e instrumentos para todos los casos. Esto pasa por mercados, por abogados, por reguladores, por inversionistas y por emisores. Me referiré a unos temas que ilustran cómo el espacio regulatorio puede no ser necesariamente limitativo en cuanto a oportunidades de creación de instrumentos; hay asuntos que hace falta regular, pero no se trata de un problema, probablemente puede ser una oportunidad.

Creo que un mercado profundo de valores debe tener un mercado de derivados de riesgos bien organizado para que prospere y eso implica, en particular, dos cosas: un contrato marco –el equivalente al ISDA mexicano que no tenemos todavía en Colombia, aunque hay un par de experimentos bien interesantes, con algunos aspectos, que se pueden mejorar– y el marco legal y regulatorio, que tiene importantes aspectos estructurales, a los que creo no se les ha dado la atención que se les debe dar.

En la presentación de Cristina Chang se hacía mención a la importancia del *close out netting*, que en Colombia simplemente no se puede hacer en derivados sobre el mostrador (OTC); y situación que tiene un efecto significativo en el *pricing* de instrumentos para colombianos. Este asunto es de los más complicados, porque es de orden legal, y es de los que hay que revisar antes de mirar los otros temas más en detalle.

Lo analizaré desde varios puntos de vista: desde el punto de vista de los emisores hay varias cosas que hacer: emisiones internacionales. Si lo que se busca es que los colombianos tengan acceso a mercados internacionales, tiene que dársele la oportunidad de hacerlo; hoy en día las normas –que, de hecho, fueron pensadas hace 10 años– no permiten que en instrumentos de deuda o de capital un emisor colombiano pueda acceder libremente a esos mercados. Por ejemplo, para poder acceder a un mercado de QUIB en Estados Unidos, necesitamos

tener tres años de inscripción en bolsa y una alta bursatilidad, cosa que probablemente no tenga tanta lógica hoy en día.

En algún momento, seguramente, tenía sentido que un emisor colombiano no realizara una emisión agresiva en Estados Unidos; pero actualmente el nivel de sofisticación de estos mercados hace que eliminar la restricción sea una reflexión necesaria, como lo mencionaba Clemente del Valle. En eso estamos trabajando y, por supuesto, en el efecto del depósito para las financiaciones internacionales en emisiones de deuda y en préstamos internacionales establecido durante la semana anterior.

Desde el punto de vista del emisor, hay que regular mejor las ofertas privadas de valores. Clemente mencionaba reiteradamente la importancia de desarrollar un mercado de *private placements* en Colombia. Técnicamente, no se ha presentado mayor inconveniente desde el punto de vista conceptual, lo que pasa es que, desde el punto de vista de los inversionistas institucionales, no es funcional, porque éstos solamente pueden invertir en el mercado público de valores para efectos prácticos; hay que buscar alguna alternativa.

El segundo mercado me parece que es una alternativa muy interesante, es una buena oportunidad y un buen foro de negociación, pero probablemente hay que flexibilizar ciertos aspectos de la regulación sin perder la sofisticación que se requiere para ese mercado.

En Estados Unidos, una emisión registrada y una emisión privada, en términos de revelación de información, son virtualmente iguales; un *offering memorandum* y un prospecto son prácticamente idénticos, con excepciones muy puntuales: por ejemplo, en cuanto a revelación de la compensación de los ejecutivos directores. Por lo demás, es el mismo contenido. Tengo la impresión de que es ahí justamente, en tener mejores prospectos, entre otros, donde hay que contribuir a la sofisticación de mercados privados.

Me parece que en Colombia algunos actores utilizan estos prospectos como si fueran documentos comerciales para emisiones de valores y, por

supuesto, son realmente documentos legales que en otras jurisdicciones de hecho son responsabilidad de los abogados porque implican el riesgo enorme de que un inversionista demande cuando los valores no se comporten como se esperaba. De hecho, en Estados Unidos hay abogados que se dedican exclusivamente a buscar valores que caen de precio, buscar los prospectos y demandar a todos los involucrados en la emisión. A lo que me refiero es, simplemente, a que hay que subir estándares en cuanto a rigurosidad en la documentación y regular las ofertas privadas de valores, ya que hay espacio suficiente para diseñar instrumentos interesantes. El *underwriting* en firme por razones muy puntuales ha dado muchas vueltas en la superintendencia sobre si se puede hacer o no se puede hacer. Otras opciones: ofertas dirigidas en ofertas públicas –en el caso del REIT al que se refería Juan Pablo Córdoba ayer (Patrimonio Estrategias Inmobiliarias)– es una de las alternativas que tenemos que pensar también, como uno de los mecanismos para profundizar el mercado.

Debe existir la posibilidad de dirigir una emisión en el mercado público y algunos inversionistas específicos que puedan contribuir con activos previamente identificados al proceso; eso se puede lograr con algunos instrumentos de mercado, mejorando un poco la regulación. Las *exchange offers* –que son lo mismo que ofertas de intercambio, diseñadas, por ejemplo, para recoger bonos y refinanciarlos– son importantes para los emisores; en Colombia se han desarrollado alternativas para llevarlas a la práctica, pero probablemente requieren una mejor regulación; por eso el tema de la modificación de las normas de intercambios en general son muy importantes.

Los temas de regulación cambiaria y operaciones internacionales tienen espacio por mejorar. Cuando, por ejemplo, un colombiano invierte en un ADR, que sustancialmente replica un activo local, esa no es una inversión extranjera pero, al mismo tiempo, es efectivamente el caso de un colombiano invirtiendo en el exterior, a pesar de que no haya flujo de fondos, por ejemplo en la medida en que haya entrado al programa ADR contribuyendo el activo localmente. Todos los *peso linked facilities* que el gobierno ha hecho, que para efectos cambiarios

se registran en moneda internacional, operaciones por extranjeros en moneda local, la posibilidad de hacer desembolsos locales de créditos en moneda extranjera, o financiar operaciones internacionales, como se hizo en el caso de la fusión de SabMiller Bavaria y operaciones similares. Desde el punto de vista cambiario en cuanto a derivados financieros para no residentes, que ofrecen cobertura a otro residente, como en el caso de los emisores multilaterales en Colombia que necesitan cobertura, hay varios asuntos específicos por resolver.

Desde el punto de vista de los inversionistas hay muchas cosas que hacer igualmente: la revisión de portafolios de inversiones es un tema que se ha venido discutiendo y que, probablemente, tiene mucho más espacio para reflexión, y el asunto de valoración de instrumentos y fondos que es también fundamental. Hay varios conceptos limitando derivados y apalancamientos para fondo de inversión de capitales en el exterior y limitaciones en cuanto a endeudamiento y cobertura para esos tipos de inversionistas adicionales que tienen, por supuesto, un rol importante en el desarrollo del mercado de capitales local. El tema de carteras colectivas está en curso de modificación y creo que va a aportar mucho. Para la financiación de adquisiciones también hay un decreto que probablemente tiene unos temas que afinar, pero es un asunto bien importante que debe darle dinamismo al mercado de valores.

En cuanto a mercados y operaciones preacordadas, de las que también hemos hablado bien en detalle en este congreso, hay asuntos por revisar: las operaciones preacordadas, cuando se regularon en su momento, se hicieron para extremos de compra y venta en operaciones preacordadas precisamente; pero hoy se está interpretando en el sentido de incluir también participación conjunta en martillos y en OPA. De otra parte creo que los 60 días, o los dos meses, siguen siendo un periodo muy largo.

El decreto de *bookbuilding* que está en curso, es importante para crear el mercado internacional y las colocaciones simultáneas. Hay problemas de códigos de comercio sobre la vigencia de ofertas de valores, tema muy importante para corporativos, pero que para el gobierno no tiene mayor incon-



veniente. En cuanto al gobierno corporativo hay cosas por mejorar; por ejemplo, sobre el tema de los incentivos tributarios o incentivos regulatorios deberíamos pensar en premiar el buen gobierno corporativo de manera muy deliberada. El proyecto de Código País y el principio de *cumpla o explique* es un paso importante en ese sentido, probablemente podamos pensar en dar algún alivio en cuanto a provisiones para inversiones en emisores con gobiernos corporativos sólidos y, además, puede ser una buena idea fomentar el mercado con incentivos tributarios asociados con buen gobierno. Para los economistas los incentivos no siempre son una buena idea, pero yo creo que aquí no hay que descartarlo.

Entrando a los temas de innovación, mecanismos e instrumentos, hay que hacer más énfasis en las cosas nuevas, que en parte se han logrado llevar a cabo porque no están reguladas. Por ejemplo, el REIT que se armó este año fue un proyecto que empezamos a hacer dos años atrás. Como coestructuradores de la emisión tomamos un riesgo muy significativo –sobre todo porque empezamos en un escenario en el que teóricamente el producto no era viable–, y debo reconocer que, de la mano de la superintendencia, tuvimos que superar muchos obstáculos para llegar a un producto que funciona bastante bien, entre otras cosas porque no está demasiado regulado. Tanto es así que el decreto sobre fondos inmobiliarios tenía unas ventajas y unas bondades, pero otras restricciones y por eso lo hicimos como un fondo especial y no como un fondo inmobiliario.

Sobre las notas estructuradas, hay un par que ya están listas, pero pendientes de unos temas de valoración que, de nuevo, son fundamentales.

Los bonos sénior no existen y no están regulados; sin embargo hay en el mercado unos bonos que se llaman ordinarios, pero tienen una subordinación contractual que los hace sénior para efectos prácticos. De nuevo, esto se logra porque no hay una regulación que los rija o los limite.

Acciones sintéticas, las hay en el mercado –lo hablo porque son procesos públicos en donde, por ejemplo, a través de instrumentos como acciones

privilegiadas, hemos replicado el comportamiento de un activo distinto–; son innovaciones que están en posibilidad de desarrollarse porque el mercado y la regulación general lo permite.

No tocaré el tema de aspectos tributarios y cambiarios de operaciones financieras en detalle, porque es algo de lo que se ha hablado ampliamente, como el cuatro por mil y otros temas adicionales.

La regulación sobre oficinas de representación y los contratos de corresponsalía está en proceso de modificarse. Un *equity swap* o un *swap* sobre monedas es un ejemplo de instrumentos, que no son claramente del resorte de oficinas de representación o de contratos de corresponsalía, porque los regímenes no eran similares; el ministerio está pensando en hacer un solo régimen que se refiere a oficinas de representación con facultades importantes para que colombianos puedan acceder al mercado internacional de manera organizada y debidamente protegidos.

En cuanto a derivados financieros, creo que hay dos temas por tocar en materia tributaria; particularmente en relación con temas en derivados internacionales. Las generales sobre renta, IVA y demás, son relativamente sencillas para derivados vainilla; otros derivados más complicados requieren un análisis mucho más sofisticado.

El impuesto de timbre va a perder vigencia, por razones que ustedes conocen, pero durante una época había que tener cuidado con los contratos marco para evitar inadvertidamente causar un impuesto de timbre –que al 1,5% es un monto significativo–, más en operaciones que son tan sensibles a los márgenes, como es el caso de los derivados.

El impuesto de renta ilustra mucho lo que decía Bernardo Vargas acerca del *rule of law* que es importante tener en cuenta. Nosotros pedimos el primer concepto en función de una emisión de multilaterales que se hacía con la necesidad de tener una cobertura en el exterior y la DIAN nos dijo, en un concepto respecto de un *swap*, que un ingreso recibido en esas circunstancias no era un ingreso de fuente nacional; cosa que era fundamental para la estructura. Posteriormente, alguien pidió

un concepto sobre *forward* –que probablemente no había necesidad de pedirlo, porque un *swap* es simplemente una serie de *forwards*– y el segundo concepto cambió esa posición radicalmente; por eso el mercado de derivados internacionales estuvo quieto tres meses en 2005 hasta que, posteriormente, en otro concepto de la DIAN a iniciativa del Ministerio de Hacienda volvió a corregir ese punto. Con esto quiero decir que los vaivenes regulatorios complican el desarrollo de un mercado y son preocupantes; sobre todo en un tema tan importante como el impuesto de renta en un giro al exterior y por un derivado, que si se necesita someter a retención en la fuente por renta, implica inevitablemente que el colombiano haga un *gross up* de pago con un costo financiero impresionante.

En cuanto a derivados financieros, hay varios temas cambiarios: hay canales para ciertas operaciones, como el caso de un extranjero que cubre a un extranjero por una emisión en Colombia, no hay cómo monetizar esos recursos, o por lo menos no está claramente establecido.

Los derivados de créditos son un tema que todos debemos abordar y rápido, ya que son un mercado fundamental, que está creciendo exponencialmente, y es un mercado de riesgo importantísimo, que se necesita. Me parece, sin embargo, que no hay que olvidar que es un mercado con grandes particularidades: son extremadamente apalancados, con unos problemas de agencia reales, no regulado en muchos aspectos, que tiene riesgos que hay que tener presentes, pero yo no creo que la solución sea simplemente prohibirlos; probablemente hay que buscar aspectos relativos a valoración, a propósito de cobertura, a solidez y solvencia de las contrapartes, y cosas de ese estilo. Me parece un poco complicado prohibirlos y hay que tener presente que no es solamente una reflexión cambiaria, como típicamente la piensa uno, sino que también es una restricción a los fondos de pensiones en su régimen de portafolio.

Los derivados de *equity* en Colombia no se pueden hacer –y probablemente tiene lógica– porque las normas de mercado cambiario se refieren a cobertura de índices, no de subyacentes específicos; pero sí tiene mucha lógica que un colombiano, con

inversión en ADR, se cubra, porque el subyacente es, en últimas, una acción. Tampoco se puede hacer siendo inversionista institucional por la prohibición de entregar el subyacente físico, cuando es muy frecuente que eso se haga en un derivado de *equity*; de hecho ilustra, porque también es importante el crecimiento de los derivados de *equity*. En la medida en que hoy en día se necesite entregar un subyacente cuando hay un *default*, la demanda por ese activo será alta, por lo tanto, un activo que va bajando termina subiendo artificialmente por el hecho de que hay muchas personas que están “apostando” sobre ese activo.

Hay un tema muy estructural, con el que termino, y es el mismo al que hacía referencia Cristina Chang y que, creo, hemos tocado varias veces: el desarrollo de un mercado de derivados requiere normas claras sobre *netting*, *set off* y ejecución de garantías. En Argentina y en Perú están haciendo *lobby* para que se pueda hacer *netting* y *set off* en operaciones sobre el mostrador. La discusión sobre riesgo sistémico asociado con la posibilidad que existe o no de compensar operaciones es real, y es algo que hay que asumir; está en el mundo y se refleja en términos de *pricing*. Para los colombianos, en operaciones de coberturas, el *pricing* se hace mayor, por el hecho de que no hay *netting* y *set off* en Colombia. La norma general es que si alguien se quiebra en un proceso de insolvencia o bancarota, no puede compensar obligaciones, terminar contratos, con excepciones muy específicas para sistemas de compensaciones y liquidación de operaciones; pero en mercado sobre mostrador, en Colombia no hay forma de hacer *netting* de operaciones, ni de terminarlos, y lo mismo pasa con la ejecución de garantías.

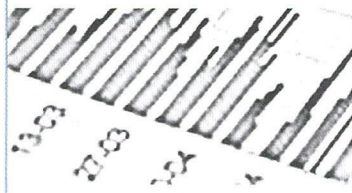
Estos temas son importantes porque son estructurales del mercado, y porque modificarlos requiere una modificación legal. En el momento en que discutíamos la ley de valores, el tema no se habló con la profundidad con la que yo me hubiera imaginado pediría el gremio, pero lo cierto es que se dejó algo muy particular, que es el equivalente en el artículo 14 para repos y simultáneas y demás, pero sólo para esos instrumentos, no para los demás ni para mercados de operaciones sobre el mostrador.

Cuando pasó la Ley de Reestructuraciones, no hubo nada nuevo sobre derivados financieros. Intuyo que los abogados que trabajan en reestructuraciones van a tener una muy buena ocasión de discutir la validez de esas cláusulas, porque eso no estaba previsto en suficiente detalle en las normas de reestructuración. En la reforma financiera podemos pensar en que haya unas normas específicas para eso.

Hoy en día, con los problemas de la titularización bananera, está bien ilustrado que los problemas sí ocurren realmente; cuando hay una reestructuración y la titularización no funciona como todos suponemos, hay una preocupación real en el mercado sobre hasta qué punto esas normas que son de valores, sí funcionan bien cuando el que está aplicándolas es el superintendente de Sociedades.

Derivados, en general, es un tema que hay que profundizar con cuidado, porque puede dar para cual-

quier cosa. Ustedes saben que con un fundamento en un contrato marco *ISDA* se puede, literalmente, hacer una compra venta de un automóvil, se puede hacer un crédito y se puede hacer un repo y cualquier cosa. De hecho, esa es una de las preocupaciones de los mercados y de los reguladores; pero en todo caso tenemos que propiciar, ajustando estos temas estructurales, el desarrollo de este mercado. En gran parte el desarrollo del mercado de valores está tomado de la mano del desarrollo del mercado de derivados. Camilo Zea, de la Superintendencia, me hacía caer en cuenta de eso; me decía que el crecimiento de la deuda privada en Estados Unidos es atribuible en gran parte a los *private placements* y demás instrumentos del mercado de valores; pero, en mucha proporción, al hecho de que haya un mercado de derivados sofisticado para esos instrumentos. Creo que en Colombia eso es una de las cosas bien importantes desde el punto de vista estructural, para profundizar e internacionalizar nuestro mercado de valores.



## MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA

### OPINIONES PERSONALES

FERNANDO TENJO GALARZA  
MIEMBRO DE LA JUNTA DIRECTIVA  
DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

La pregunta acerca de cómo desarrollar o profundizar el mercado de capitales en Colombia tiene la más larga tradición en la historia en este simposio. Se ha hecho varias veces y las respuestas se han orientado hacia los inversionistas institucionales, los emisores, la regulación y supervisión, la liberalización e internacionalización, etcétera.

Lo que se propone en este simposio, Colombia como un centro financiero internacional, es de gran envergadura. Yo lo entiendo como el propósito de globalizar el mercado de capitales y la industria de servicios financieros. Por sus dimensiones y alcance, se trata de una propuesta que pienso abordar desde lo que los historiadores denominan una “revolución financiera.”

Detrás de estas inquietudes está el supuesto de que la profundización del mercado de capitales se justifica plenamente desde el punto de vista del bienestar y desarrollo económico del país.

En apoyo de este supuesto hay una amplia literatura que estudia el tema y que se puede dividir en dos vertientes, una con enfoque macroeconómico y otra con orientación histórica.

Los macroeconomistas han estudiado con profundidad si efectivamente existe una relación entre desarrollo financiero y crecimiento económico

y, de ser así, cuál es la dirección de la causalidad entre estas variables.

Esta vertiente tradicionalmente se ha centrado en el sistema bancario, con menos énfasis en el mercado de capitales propiamente dicho. Sin embargo, establece un papel importante a cada uno de estos elementos del sistema financiero a dos niveles:

Por un lado, el sistema bancario y el mercado de capitales son presentados como dos etapas distintas del desarrollo de un país, con el primero precediendo al segundo. En esta versión del desarrollo por etapas también se encuentran argumentos que señalan que el desarrollo financiero se inicia como una actividad local que luego se internacionaliza y, posteriormente, se globaliza, tal como está implícito en el temario de este simposio.

Alternativamente, los bancos y el mercado de capitales pueden coincidir en el tiempo pero dirigidos a distintos segmentos de la sociedad. En la medida en que en un país coexisten empresas y hogares de distinto nivel de riqueza y grado de sofisticación, es probable que mientras que unos agentes se apoyan para sus decisiones de consumo, ahorro e inversión en los bancos, otros combinen los bancos con financiamiento o cobertura de riesgos a través del mercado de capitales. De hecho, la bancarización y el auge del microcrédito en Colombia se da paralelamente

con el desarrollo del mercado de bonos corporativos, titularizaciones, derivados, entre otros.

Para la otra vertiente de la literatura, la de los historiadores, la tarea es bien distinta y se orienta a entender los mecanismos a través de los cuales los bancos y los mercados han contribuido al crecimiento de los países en distintas etapas de su desarrollo. Dentro de esta perspectiva, la historia de las llamadas "revoluciones financieras" indica que el sistema bancario y de crédito y el mercado de capitales pueden ser hermanos mellizos. De hecho, el mercado accionario colombiano ha tenido interesantes y prolongados periodos de auge en el pasado.

De la misma manera, la historia también señala que los primeros grandes centros financieros de Europa eran, esencialmente, internacionales, o mejor, que nacieron globalizados y estrechamente vinculados al comercio. También la historia económica indica la existencia de varias etapas de intensa globalización en los siglos de evolución del capitalismo y que probablemente la más importante, antes de la que estamos viviendo, ocurrió entre 1870 y 1913.

Nuestra historia colombiana de desarrollo financiero parece haber sido por etapas y ahora queremos globalizarnos, esto es, pasar a una etapa superior en que, ya medianamente abiertos al mundo, salimos en su conquista. ¿Será esta una buena idea?

Pues la literatura económica que analiza los efectos de la globalización es amplia, extensa, bien conocida y con conclusiones polarizadas.

Una buena conclusión que he derivado de estudios recientes indica que la globalización es positiva para el crecimiento de los países, a pesar de que puede aumentar la probabilidad de ocurrencia de crisis. En otras palabras, la globalización financiera

- conlleva ganancias directas derivadas de menores restricciones financieras y niveles más altos de inversión y crecimiento, pero también
- costos indirectos derivados de mayores incentivos para tomar riesgos y de una mayor fragilidad financiera.

Aceptamos entonces que el desarrollo y la profundización financiera y la globalización de los mercados y las economías contribuyen al crecimiento económico. Más concretamente, y para regresar al tema del simposio y de este panel, un mercado de capitales más profundo y globalizado es deseable para el país.

¿Cómo se puede entonces contribuir a este propósito?

La respuesta a esta pregunta no puede ser un recetario de medidas para ser aplicadas de manera simultánea o secuencial. Esto porque

- por un lado, muy probablemente este recetario no existe o siempre le harán falta pasos intermedios sin los cuales la fórmula no funciona; y,
- por otro lado, y más importante, no puede perderse de vista que un mercado de capitales hace parte de un contexto más general sin cuyos elementos no puede desarrollarse.

En otras palabras, la profundización del mercado de capitales no puede ser un objetivo aislado. Yo quiero subrayar más la importancia de este contexto general de la profundización que en la profundización misma.

Sospecho que si bien el desarrollo de este mercado requiere de acción estatal, no puede ser el resultado exclusivo de una política pública ni de una decisión colectiva de la sociedad. Lo que tenemos entre manos es un negocio privado que implica riesgos y posibilidades de beneficios, ganadores y perdedores, y en el cual la competencia y la regulación son esenciales.

Por lo general, en este tipo de empresas la intervención estatal, tradicionalmente corta de vista y mal informada, abre espacios para el oportunismo, la extracción de rentas y la captura de agendas por parte de grupos de interés.

El tema central del simposio me trae a la memoria la idea de revolución financiera, más afín con la historia que con la macroeconomía. El término recoge la experiencia de países como Holanda e Inglaterra de

hace varios siglos y, más recientemente, los Estados Unidos, Japón y Alemania. Sin olvidar la revolución financiera de Inglaterra de 1986. En todos los casos se ha tratado del avance de instrumentos y mercados que contribuyen a promover empresas y estimular el comercio y la industria.

Pero estas experiencias muestran también que un sistema financiero desarrollado no sólo contribuye al crecimiento económico, sino también a la formación de las instituciones que aseguran la confianza de los inversionistas nacionales y extranjeros y, por consiguiente, promueven la globalización de la economía a través de la asignación del capital internacional de manera más eficiente.

Las revoluciones financieras contemporáneas son más detalladas y sofisticadas pero comparten con las primeras los elementos esenciales arriba mencionados. Ahora las revoluciones financieras combinan cambios tecnológicos, regulatorios e institucionales y se relacionan con cosas como valoración de instrumentos, evaluación de riesgos, información sobre deudores, transparencia, competencia, eliminación de barreras regulatorias, etcétera.

¿Y qué dice la historia sobre los elementos que conforman estas revoluciones financieras?

La historia enseña que hay cuatro componentes que han acompañado la constitución y profundización del mercado de capitales y que determinan la viabilidad y el éxito de una empresa como ésta. Dichos elementos son:

- Unas finanzas públicas sanas y un adecuado manejo de la deuda pública
- Estabilidad monetaria, que implica, entre otras cosas, una autoridad comprometida con la estabilidad de precios y el sistema de pagos y que ejerza la función de prestamista de última instancia
- Un sistema bancario diversificado y orientado tanto local como internacionalmente
- Un marco adecuado de regulación prudencial y supervisión

Podría sugerirse que Colombia cuenta ya con estos elementos. Se sabe, por ejemplo, que los primeros mercados de capitales nacieron con los mercados de deuda pública. El hecho de que los recursos así adquiridos se destinaran a financiar guerras no cambia la situación. Pues bien, cuando se adelantó la misión del mercado de capitales, hace cerca de 10 años, no había aún un mercado de deuda pública, ni mucho menos una curva de rendimientos que hiciera posible generar tasas de interés de referencia, y tampoco mercados de derivados que permitieran coberturas de riesgos. Es cierto que en el momento actual buena parte de estos elementos existen, algunos en forma incipiente.

Sin embargo, son bien conocidos los problemas estructurales de las finanzas públicas en el país que faltan aún por resolver. Y, si vamos más lejos, es claro que no hemos alcanzado un grado de madurez medianamente aceptable en el manejo de la economía, en el desarrollo de los mercados y en la integración con el resto del mundo, como para beneficiarnos plenamente de las ventajas del capital internacional. Queremos la inversión extranjera pero no todas sus consecuencias; necesitamos los flujos de capital externo pero no tenemos la capacidad de absorberlos todos; pensamos exportar pero nos asomamos al mundo con banderas semiproteccionistas. El diseño de la política económica no ha logrado desprenderse del todo de consideraciones de corto plazo y de intereses particulares.

Las empresas colombianas se financian predominantemente con crédito de corto plazo y si bien tienen la capacidad de generar beneficios, no la tienen para crear activos a partir de esos flujos de beneficios como para atraer una masa importante de inversionistas.

Todo esto indica que la economía colombiana enfrenta una paradoja:

- Por un lado, su sistema financiero es aún subdesarrollado como para eliminar la vulnerabilidad de la economía a choques externos y contribuir adecuadamente a la asignación de recursos y el manejo de riesgos. Por esta razón, es todavía hoy un elemento potencial de inestabilidad.

- Pero, por otro lado, se requiere de las ventajas que tienen un sistema financiero y un mercado de capitales profundizados e integrados con el resto del mundo para asegurar un crecimiento más sostenible y menos volátil.

¿Cómo se logra, y a qué costo en términos de posibles crisis, que el sistema financiero pase de desestabilizador potencial a estabilizador de la economía, sabiendo que cada crisis implica un retroceso en la profundización de dicho sistema?

La clave para salir de esta paradoja tal vez está en lo que algunos autores denominan los determinantes institucionales del desarrollo financiero, y que son lo que puede sostenerlo en el tiempo a pesar de los vaivenes del país. Estos determinantes institucionales son: la vigencia de la ley, la protección de los derechos de propiedad, la estabilidad política y la democracia representativa.

Más que en muchas otras instancias de la economía, en este caso las buenas políticas son el producto de buenas instituciones y de la persistencia de las mismas. Pero estas últimas hay que crearlas y su creación toma tiempo. No se pueden comprar ni importar.

Este proceso puede verse como la búsqueda de lo que el economista Ricardo Caballero denomina “confianza en el país” y “confianza en la moneda”, elementos sin los cuales es difícil pensar en profundizar el mercado de capitales y globalizarlo. Esta doble confianza se logra con años de estabilidad macroeconómica y cumplimiento de los compromisos a todo nivel, siguiendo una línea clara de comportamiento hacia el interior y hacia el exterior del país, por encima de los intereses particulares y los ciclos políticos.

Revoluciones financieras como la que sería convertir a Colombia en un centro financiero internacional pueden dictarse por decreto pero sólo sobreviven

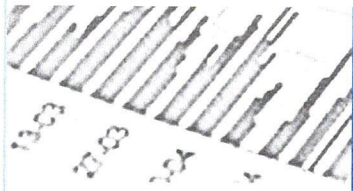
y se consolidan en el tiempo con buenas políticas apoyadas en buenas instituciones.

Esto es, repito, lo que muestra la historia, tal como puede ilustrarse con algunos comentarios sobre una de las revoluciones financieras más recientes que tuvo lugar en Inglaterra en 1986 y que, a propósito, se denominó precisamente “Big Bang”.

Este intento por consolidar un centro financiero en la capital inglesa fue un gran experimento de desregulación de la bolsa de valores fundamentado en la competencia local e internacional, en la transparencia y en la simplificación de las cargas impositivas y burocráticas sobre la industria de servicios financieros. Nigel Lawson, ministro de Finanzas de la época, sostiene que sin el Big Bang Londres hubiera perdido su lugar como centro financiero mundial, lugar que ganó a lo largo de varios siglos y otras revoluciones.

Y para aprender algo del contexto que aseguró el éxito de esta política vale la pena citar a Nicholas Goodison, presidente de la Bolsa de Londres en ese momento: “A Londres le ha ido bien con el Big Bang debido a que las barreras a la competencia fueron eliminadas y [la ciudad] atrajo una gran concentración de talento competitivo y capital de todo el mundo. Por supuesto, hay otras cosas de Londres que también atrajeron gente. Las personas aquí...“piensan globalmente”. [La ciudad] tiene una reputación de probidad basada en una buena regulación. Es un centro donde usted puede tener confianza en que sus negocios se hacen de manera rápida, honesta y confiable. Es un eje importante de transporte internacional. Los impuestos personales han descendido de los absurdos niveles de los años setenta. Londres es un sitio estimulante, con una rica vida cultural. Es un gran lugar para vivir”.

¿Cuánto nos tomará recorrer este camino?



## UN PAR DE PROPUESTAS PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA

PEDRO NEL OSPINA  
PRESIDENTE CORFICOLOMBIANA

**H**ay un hecho que me ha llamado la atención en este simposio y es que nos hemos vuelto a acordar de la reforma financiera: un tema discutido hace un año, pero que había quedado en el olvido. Pero más importante aún que el hecho de haber olvidado la discusión de la reforma financiera a lo largo del último año, es reconocer que el problema actual del sistema no está en las estructuras gigantes, ni en definir si hay jugadores nuevos o viejos, sino en las dificultades particulares que estamos viendo hoy. En esta medida, nuestra visión parte de reconocer que la reforma financiera que se debe hacer debe ser más puntual y por ello hemos estado trabajando en los temas micro necesarios para hacer que las cosas funcionen.

Concretamente, presentaré un par de ideas que hablan del mercado de capitales en uno de sus segmentos más importantes: los bonos, bien sean estos bonos públicos, bonos corporativos, etc. Aunque resulta importante hablar también de acciones, de fondos de capital de riesgo u otros instrumentos, temas en los que la Corporación Financiera Colombiana está bastante interesada, quisiera aprovechar esta oportunidad para puntualizar en cuáles son las tareas que necesitamos hacer en el tema de bonos, y específicamente más que hablar de grandes reformas, quisiera, como ya dije, plantear el tema micro.

¿Cuál es el mensaje principal? El mercado de capitales local ha alcanzado avances que deben

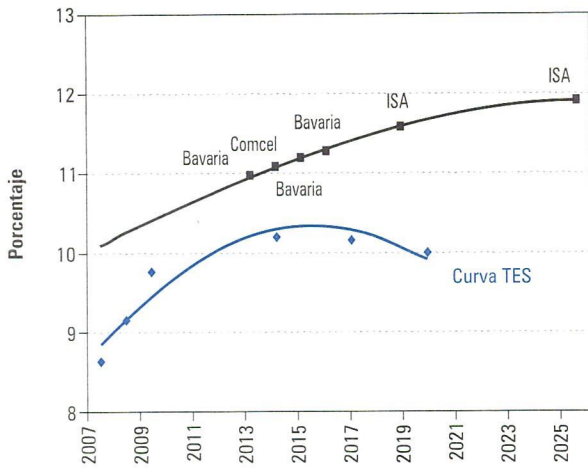
ser la base para su futuro desarrollo. Por parte de la Nación, tenemos una curva de rendimiento de riesgo; tenemos una base de inversionistas de largo plazo, y tenemos una masa crítica, dada por los volúmenes de los fondos de pensiones y del resto de inversionistas del mercado, al igual que el interés de inversionistas internacionales. Sin embargo, el bajo desarrollo del mercado secundario, y la ausencia de nuevos productos financieros son la materia pendiente de nuestro mercado.

¿Cuáles son las condiciones actuales de nuestro mercado? En el año 2001 teníamos cinco años en nuestro horizonte de deuda. En este momento, hay plazos de hasta 15 años. Otros países, como por ejemplo México, ya tiene emisiones a 2036. Colombia tiene plazos a 2020, con posibilidades de ir más allá. A lo largo de esa curva que ha generado el gobierno, los privados han logrado montarse, lo que nos ha permitido tener emisiones privadas exitosas y, en algunos casos, emisores privados o compañías privadas –que son todavía públicas– pero no con garantías de la Nación detrás de sus emisiones. Es el caso de ISA, con títulos a 20 años (gráfica 1). También resulta importante destacar la experiencia de Titularizadora Colombiana, con la emisión de títulos hipotecarios a 15 años. Esto quiere decir que se han logrado generar nuevas emisiones y hemos tenido un momento interesante en los últimos años. No obstante, ese progreso realmente se ha frenado en la medida en que se ha hecho una definición estricta de cómo ese mercado de deuda privada puede funcionar.



GRÁFICA 1

CURVAS DE RENDIMIENTO (23 ABRIL)  
DEUDA PÚBLICA Y DEUDA CORPORATIVA (AAA)



FUENTE: Infoval, BVC, Corficolombiana

Una curiosidad que por mucho tiempo observamos en el mercado, y que se corrigió a mediados del año pasado y a lo largo de este año, consistía en que teníamos un mercado en donde el emisor privado lograba emitir deuda a tasas inferiores a las de la deuda pública. Obviamente, esto era el resultado de una situación con pocas ofertas privadas en el mercado, que hacía que hubiera mayor escasez relativa de deuda privada que de deuda pública. Un dato interesante que tenía el doctor Montenegro en sus presentaciones de los fondos de pensiones en Chile es que ahora estas entidades sólo tienen un 18% de deuda pública vs. Colombia donde los fondos de pensiones actualmente tienen un 43% en deuda pública. Cuando el sistema de pensiones en Chile comenzó, tenían el 48% en pública. Por supuesto, Colombia es un mercado que ha venido migrando y estamos en un momento con masas críticas, propicio para efectuar esa sustitución, como bien decía el doctor Montenegro.

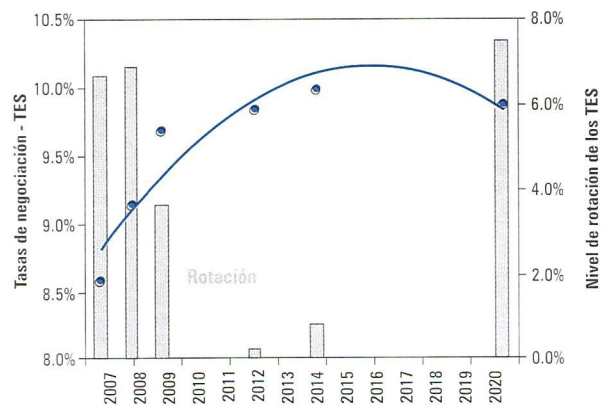
Esta es la parte buena de la situación, pero tenemos dificultades, y es aquí donde hago referencia a uno de los puntos que tocaba el doctor Bernardo Vargas ¿Cuál es la responsabilidad del gobierno? Aunque el gobierno nacional tiene unas responsabilidades y unas obligaciones como regulador del mercado, cumple también un papel fundamental como emisor de deuda. Esto lo ilustra claramente

el ejemplo de Singapur, cuyo gobierno no requiere emitir deuda, pero lo hace para generar y mantener una curva de rendimientos de referencia en el mercado. En Colombia el gobierno nacional emite deuda pero, más que una curva, lo que tenemos es una extrapolación: tenemos tres puntos y a lo largo de ellos logramos graficar una curva pero falta poblarla (gráfica 2).

Necesitamos poblar esta curva de rendimientos para poder tener verdadera liquidez en el mercado y tener referencias con las cuales hacer desarrollos, como la referencia sintética que tiene el gobierno americano de 10 años, base de los derivados en este mercado. ¿Por qué no nos ha funcionado esto en Colombia? El gobierno tiene una parte de la responsabilidad: el mercado de deuda pública tradicionalmente sólo tiene liquidez en una referencia principal, la que podríamos decir que “está de moda”. La moda hace unos años eran los títulos con vencimiento en abril de 2012. Sin embargo, una vez se dejan de colocar en el mercado primario desaparece su liquidez. En este caso la liquidez se trasladó al título con vencimiento en septiembre de 2014 y el mercado terminó simplemente apostando al día en que se iba a terminar la liquidez de ese título. Hoy el mercado está concentrado en el TES con vencimiento en julio de 2020, y creo que estamos a pocos meses de que esta referencia deje de ser líquida.

GRÁFICA 2

CURVA DE RENDIMIENTOS Y NIVEL DE ROTACIÓN DE LOS TES\*



\* Curva de rendimientos: mayo 4 de 2007; nivel de rotación: promedio abril (volumen diario negociación/stock emisión)

FUENTE: Banco de la República. Cálculos Corficolombiana.

Con esta forma de emitir papeles y hacer que la liquidez aparezca y desaparezca, el mercado termina negociando títulos de plazos siempre distintos. Actualmente estamos en títulos de 13 años; cuando estábamos concentrados en TES con vencimiento en julio de 2014, estábamos en títulos de cinco, seis y siete años. Obviamente, no hay forma de que se pueda desarrollar un mercado estructurado por esta falta de liquidez o de instrumentos de liquidez para un mismo plazo. En resumen: la primera gran tarea por hacer es poblar la curva de rendimientos. El gobierno tiene esta obligación y, dado el éxito que se ha logrado hasta el momento con el desarrollo del mercado de deuda pública, poblar la curva ayudaría al desarrollo de productos derivados y sintéticos en el mercado.

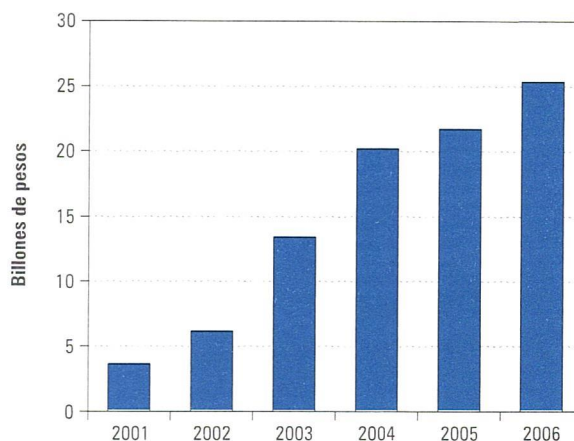
Sobre el tema de inversionistas, vale la pena recordar que hoy contamos con inversionistas de largo plazo y tenemos en fondos de pensiones alrededor de 52 billones de pesos. También los bancos desempeñan un papel muy importante en la época poscrisis. Sin embargo, hoy es claro que estas entidades tienen que hacer una sustitución de su activo y que, dadas las condiciones de ajustes en los mercados que estamos teniendo, lo que se avecina es la sustitución de su deuda de bonos corporativos por cartera. También tenemos fondos comunes especiales, fondos comunes ordinarios, seguros y todos los demás fondos de pensiones especiales que se administran en este momento en la economía, de manera que contamos con montos importantes también por fuera de los fondos de pensiones tradicionales.

En cuanto a la masa crítica de la deuda privada –lo que en Corficolombiana llamamos deuda corporativa– vemos un monto de emisiones importantísimo, que en 2001 no alcanzaba los 5 billones de pesos en términos *stock* de bonos corporativos, y en este momento ya supera los 25 billones. Esto muestra que hay una masa crítica, a la que sin embargo aún hace falta darle liquidez (gráfica 3).

En la Corporación Financiera Colombiana nos hemos preocupado por este tema e introdujimos un indicador de seguimiento, el Índice de Deuda Corporativa (IDC), que saca provecho del hecho de que hoy hay un volumen suficiente para generar este tipo de indicadores y hacerle seguimiento (gráfica 4).

GRÁFICA 3

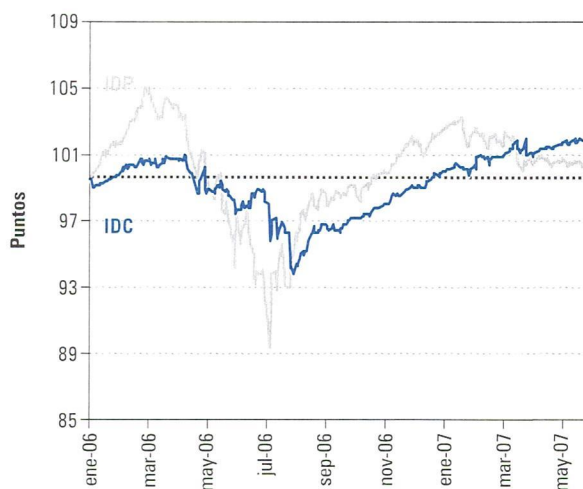
SALDO EMISIONES DIFERENTES DE TES



FUENTE: BVC, Corficolombiana.

GRÁFICA 4

ÍNDICE DE DEUDA PÚBLICA (IDP)  
E ÍNDICE DE DEUDA CORPORATIVA (IDC)



FUENTE: Corficolombiana.

En resumen, tenemos una curva de referencia de riesgo nación, pero necesitamos unos desarrollos tales como poblar la curva, generar una referencia estándar y crear un producto sintético basado en este activo. Sin embargo, esto se puede hacer siempre que tengamos una curva poblada. Con eso generaríamos un número importante de derivados en el mercado.

La segunda tarea es crear una base de inversionistas de largo plazo. Tenemos un potencial importante de crecimiento, pero es necesario diversificarlo

y atraer inversión extranjera adicional a la que ya hemos tenido (obviamente para el largo plazo). Para generar las emisiones de deuda de largo plazo que requerimos de todos estos instrumentos. Aunque, como ya se dijo, tenemos masa crítica, necesitamos desarrollar el mercado secundario. Basta recordar que hoy hay más de 4.6 billones de pesos en emisiones de bonos pendientes de hacer, pero la ausencia de mercado secundario ha dificultado su demanda por parte de los inversionistas.

¿Cómo vemos el problema de la liquidez? Una buena solución para medir el nivel de desarrollo de los mercados en este aspecto, es en términos de la diferencia entre el *bid* y el *ask*, calculada por un estudio (The Dawn of the Domestic Bond Market) que produjo el Banco Interamericano de Desarrollo. Mientras más alta es la diferencia en puntos básicos, más ilíquido y menor profundidad tiene el mercado. Argentina, por ejemplo, está en 20 pbs. Colombia en los títulos más líquidos, como ISA, está en 15 pbs. En México, Chile y Brasil estamos hablando de 5 pbs.

¿De qué otra forma nos damos cuenta que tenemos un mercado bastante pobre? Tenemos un mercado muy basado en productos *plain-vanilla*, es decir, de instrumentos muy sencillos. Lo decía el presidente de Bancolombia, y muchos coincidiríamos en esa afirmación: nuestros derivados son solamente 0,6% del portafolio total que tienen los fondos de pensiones, y si algo requieren los

fondos de pensiones para poder diversificar sus riesgos, es una estructura de derivados mucho más fuerte (gráfica 5).

En consecuencia, la ausencia de estos nuevos desarrollos y de derivados, es lo que nos ha llevado –como lo señalaba el doctor Montenegro– a un mercado con correlaciones positivas en casi todos los activos en que invertimos. Si miramos un mercado como Brasil, vemos que efectivamente hay formas de hacer coberturas y tomar posiciones y tener unos mercados que diferencien riesgos, y con correlaciones que son como uno espera (cuadro 1).

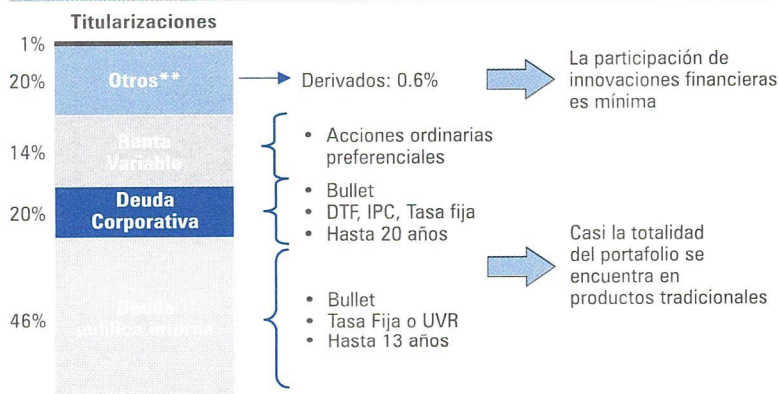
De otro lado, en este foro se ha expuesto una buena propuesta pero en unos malos adjetivos, referente a la clara necesidad de revisar el régimen de pensiones en Colombia. Actualmente los administradores de fondos de pensiones podrían llegar a tener mayores eficiencias que las que exhiben hoy en día. Con algunos de los cambios propuestos estaríamos mucho más cerca de la frontera eficiente y veríamos mejores rentabilidades con riesgos más organizados.

Por último quisiera tratar el tema del desarrollo de nuevos productos y sus dificultades en materia regulatoria. Tomando el ejemplo de los fondos de pensiones, se observa cómo hoy no se premia la correcta gestión del riesgo de mercado, ya que no es un parámetro de gestión, mientras el riesgo crediticio sí lo es. El esquema de límites se ha convertido

en un factor muy relevante para estos inversionistas, más aún cuando estamos en un *switch* importante, en términos de tasas estructurales de la economía, que nos lleve a un nuevo estadio.

El otro aspecto, en términos de regulación, es la aprobación de los nuevos productos. El doctor Fradique tiene una lista muy interesante de todas las cosas que se requieren para mejorar en este aspecto. Nosotros en Corficolombiana hemos venido trabajando en una nota estructurada, en la que nos hemos demorado

GRÁFICA 5



\* Fondos de Pensiones y Cesantías. \*\* Otros: derivados títulos emitidos por entidades externas.

FUENTE: Superintendencia Financiera.

CUADRO 1

CORRELACIÓN MERCADOS COLOMBIA  
(Ene 06 - May 07)

Activo	IGBC	IDP	Dólar	IDC
IGBC	100%	55%	-48%	21%
IDP	55%	100%	-64%	45%
Dólar	-48%	-64%	100%	-34%
IDC	21%	45%	-34%	100%

CORRELACIÓN MERCADOS BRASIL  
(Ene 06 - May 07)

Activo	Bolsa	Deuda pública	Dólar	D. Corporativa
Bolsa	100%	50%	-61%	-11%
Deuda Pública	50%	100%	-70%	-12%
Dólar	-61%	-70%	100%	6%
D. Corporativa	-11%	-12%	6%	100%

un año y aunque los mercados tienen recursos para invertir, los tiempos y las oportunidades del mercado han cambiado, así que mientras estamos en la discusión regulatoria, hemos visto pasar las oportunidades. De hecho, si hoy sale la autorización de este producto, debemos esperar para ver si el mercado vuelve a las condiciones apropiadas. Eso ha hecho el proceso bastante tortuoso.

En esta misma línea, quisiéramos evaluar la regla de que lo que no está permitido está prohibido, lo cual es un impedimento total al desarrollo. Eso no significa que estemos proponiendo una desregulación total. Por supuesto, hay que tener claros los aspectos en términos del control de riesgos y estructuras, más que todo en la etapa de desarrollo inicial de un mercado. Sin embargo, nuestra propuesta inicialmente se aplicaría a un mercado profesional donde la parte contractual es lo que debería primar. Esto sería un cambio grande en cómo pensamos en Colombia. Infortunadamente en nuestro país tendemos a pensar que tenemos que prohibir las malas prácticas, en vez de mirar cómo se hacen bien las cosas.

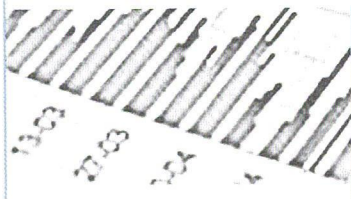
Las dos propuestas son cortas.

1. El regulador no debe convertir la liquidez en el objetivo del mercado de deuda corporativa. ¿Por qué? No estamos vendiendo onzas de oro. Aquí vendemos una onza de metal precioso que tiene cinco de oro, dos de níquel y tres de plomo, y es así como se debe presentar al mercado. Explicar cómo es la composición de esa onza no es fácil, entonces la necesidad es desarrollar un mecanismo claro para ese tipo de especies. Si miramos en otros mercados, la liquidez no es de por sí lo que se busca; sí se requiere un mercado que se pueda transar y dividir, pero la liquidez no puede ser la única consideración. En Estados Unidos el *float* de la deuda pública es un 13% y el de la deuda corporativa es el 0,4% del volumen total de emisión. Aquí el resultado es que los TES de julio son los únicos líquidos. De acuerdo con su liquidez, complejidad y sofisticación financieras, hay activos que requieren un mercado OTC y otros estandarizados que no.

La propuesta es que el objetivo de la norma sobre operaciones preacordadas sea garantizar transparencia en la formación de precios en los mercados. No digo que la propuesta que estoy discutiendo ahora y que está en proyecto de ley es suficiente, pero sí es un avance. Creemos y pensamos que es necesario ir a un mercado *over the counter* para países avanzados.

2. La segunda propuesta es desarrollar un espacio para inversionistas calificados, emisores y asesores, como una 144A –en términos americanos–, en donde la parte contractual empiece a generar la dinámica del mercado y permita hacer colocaciones privadas y estructuras similares.

Estos son algunos apuntes y como decía al principio: más que una reforma financiera estructural gigantesca, lo que necesitamos es hacer la tarea a nivel micro, que es lo que necesitamos desarrollar ahora.



## PARA UN MERCADO DE CAPITALES MÁS AMPLIO EN COLOMBIA

CARLOS GARCÍA ORJUELA  
SENADOR DE LA REPÚBLICA Y PRESIDENTE  
DEL PARTIDO SOCIAL DE UNIDAD NACIONAL

**H**e tenido la oportunidad de participar durante los últimos años en los debates de legislación económica, quiero referirme a los puntos centrales que nos movieron a trabajar para lograr las reformas que nos permitirán un mercado de capitales más moderno.

En primer lugar, establecer **normas claras para un mercado transparente**. La discusión fue compleja porque algunos de los actores del mercado de capitales en Colombia preferirían mantener sus prerrogativas aun guardando dudas sobre la transparencia de sus operaciones. Desconocer que el ahorrador privado requiere el acceso a toda clase de información es ir contra la generación de su confianza. Quisimos garantizar que no habrá posibilidad alguna de informaciones ocultas que atenten contra el futuro de este mercado.

En segundo término, **acogerse a normas denominadas de Buen Gobierno**, las cuales deben ser aceptadas por los emisores de títulos, bonos, acciones y de todo tipo de mercado de valores.

Un tercer aspecto, **formalizar la autorregulación**, que no sea el gobierno quien mantenga su intervención para la regulación. Preferiblemente, que exista un solo ente jurídico como autorregulador para potencializar su acción y prestar el mayor servicio.

El último punto, **la legitimidad para la gobernabilidad**. No pudimos avanzar como sería correcto en el origen de las Juntas Directivas. Se estableció de sólo 5 a 10 miembros y con un porcentaje mínimo de independientes, especializados y con responsabilidades en el desempeño, pero hubiésemos preferido juntas 100% conformadas por independientes de los tenedores de títulos valores.

### La estabilidad

Otro tema mencionado, me refiero al pedido principal escuchado en este Foro: el sector privado necesita **estabilidad jurídica**, que las normas que expida el gobierno permitan la innovación, creatividad, operaciones propias para el desarrollo de los mercados sin estar ajustando las evaluaciones a nuevos elementos jurídicos que entorpezcan sus acciones. Garantizar la actividad privada, no ir contra ella, es la clave del éxito en Chile e Irlanda, en esta dirección, también, debería moverse el Congreso de Colombia fortaleciendo los siguientes campos:

1. La seguridad general. En una sociedad tan compleja como ésta se requieren elementos de seguridad, no simplemente la de los ciudadanos, de movilidad o la de los bienes sino de la seguridad en general.

2. La **estabilidad tributaria**, normas bien conocidas, de largo plazo, ecuanímes y justas para que sean aceptadas, simples en su aplicación y fáciles para su control.
3. La **estabilidad macroeconómica**, debe ser lo ideal.

La **estabilidad macroeconómica** deseada no se logrará si el Congreso de Colombia no hubiese expedido: la Reforma al Sistema de Transferencias; la reestructuración de hospitales y la Reforma al Sistema Pensional. Y también las nuevas normas tributarias, por las cuales ampliamos la base de productos gravados y unificamos algunas tasas contributivas simplificando la declaración, facilitando el control a la evasión. Lo sensato habría sido el estudio y aprobación de una Reforma Tributaria Integral incluyendo los tributos locales o territoriales, que son, hoy, un desorden en la gran mayoría de las entidades municipales.

Hemos, entonces, aplazado una necesidad: más recursos de origen territorial, con racionalización de tasas, recaudos únicos y centralizados con la presentación de una sola declaración, independiente de la entidad territorial en donde se localicen los activos inmuebles o comerciales. La poca pericia política del Ministro de Hacienda que pretendió eliminar las exenciones a varios grupos de poder, como las de las cooperativas y los Fondos Privados de Pensiones, el tratamiento especial a las cuentas de Ahorro para el Fomento de la Construcción, AFC, los beneficios de la retención de salarios, los estímulos tributarios a cultivos de tardío rendimiento, etc., como era obvio, crearon una resistencia mayoritaria a la Reforma. Pero el Estado necesita mayores recaudos para mejorar la infraestructura e invertir en educación de calidad. Políticas que nos permitirían crecer en términos económicos y en bienestar general.

Por último, el presidente de Asofondos señaló el muro que es necesario derribar para ampliar el mercado de capitales en Colombia, y se refería al **déficit fiscal**. Trabajamos para disminuirlo. El mejor mensaje que hemos podido dar a la opinión y al

mundo financiero, como lo mencioné, fue el Acto Legislativo de Transferencias; ahora avanzamos en el control de la informalidad, mejorando los sistemas de subsidio familiar, de compensación, de bienestar, de aportes a la salud contributiva, y aumentando el número de afiliados al ahorro pensional voluntario.

Las variables de la estabilidad macroeconómica superan la competencia del Congreso y del gobierno. Son responsabilidad de la Junta Directiva del Banco de la República. Sus aciertos o equivocaciones no tienen ningún control, porque control político sin consecuencias para los actores del ordenamiento y de la gestión oficial no tiene razón de ser. El examen político a los resultados esperados o anunciados de la Junta del Banco de la República no provoca en sus miembros ningún cambio, es sin efectos. En un mundo democrático con sensatez de poderes, **quien pierde el debate, renuncia**. En Colombia, se aferra a sus propias interpretaciones.

Para entidades como la Superintendencia Financiera, y existiendo la autonomía crediticia y financiera del Banco de la República, conviene una coordinación casi subordinada de la primera para evitar la duplicidad de acciones y/o las medidas tardías que impiden o dañan los negocios. Un encaje y una tasa de interés fijados por uno o por el otro tienen efectos en la estabilidad.

## La confianza

El Congreso debería debatir mucho más a fondo el principio constitucional del derecho a la información veraz, porque la confianza es la base para el crecimiento económico. Sin crédito ni mercado de capitales no hay inversión y estas dos actividades se fortalecen en la información. El conocimiento de los antecedentes históricos de clientes de servicios financieros, la información exacta de cómo se comportaron sus pagos y sus cumplimientos anteriores simplifica los trámites administrativos, reduce los riesgos y por lo tanto permite bajar las tasas de interés y las exigencias de garantías.

Es decir, la información abundante favorece al usuario financiero. Desafortunadamente, estamos observando la forma populista como se quiere legislar sobre el *habeas data*, que otorgará una amnistía de datos de deudores. Es decir, lo único que vamos a lograr es encarecer los costos administrativos del otorgamiento de un crédito. Quedaríamos, promoviendo una Banca de las Oportunidades, que concede créditos en el curso de tres días por montos de trescientos mil pesos, cuando cualquier microempresario necesita millones para arrancar.

Finalmente, el gobierno debe acordar con el Congreso y con los gremios económicos el tema de los estímulos, las concesiones de obras públicas y la resolución de conflictos porque éstos configuran el gran espacio para la **Ampliación de un Mercado de Capitales**. Cuando decidimos establecer

estímulos tributarios para sectores productivos inexistentes como el de biocombustibles, cultivos de tardío rendimiento (palma de aceite), turismo y la reinversión de utilidades, confiábamos en el crecimiento del ahorro privado. Si las concesiones se anunciaran con estudios de costos y de riesgo precisos, licencias ambientales, planos exactos del diseño serían financiadas por el mercado de capitales y nos evitaríamos los Tribunales de Arbitramento en los cuales se han convertido casi todas las anunciadas. El gobierno debería ser mucho más serio y permitir que una comisión reguladora de concesión de infraestructura establezca los parámetros para la matriz del estudio técnico, jurídico, ambiental y financiero de cualquier obra que se dé en concesión. Si esto existiera, pienso que el ahorro público podría entrar en el mercado accionario y autofinanciar mucha infraestructura que el país requiere con urgencia.

## SESIÓN DE CLAUSURA

# EL PAPEL DEL REGULADOR EN UN MERCADO DE CAPITALES MÁS COMPETITIVO Y ABIERTO

AUGUSTO ACOSTA  
SUPERINTENDENTE FINANCIERO

**F**ue en el año de 1973 cuando por primera vez me llegó a las manos un libro, editado entonces por el Banco de la República, con las memorias del Simposio del Mercado de Capitales. No recuerdo el número, pero fue uno de los primeros simposios sobre el tema. Para quienes éramos en ese momento estudiantes, y pretendíamos o soñábamos con incursionar en estos mundos, parecía un sueño, no que pudiéramos tener el libro, sino que tuviéramos la posibilidad de participar en un simposio de este tipo.

Ha pasado el tiempo. Y transcurridos los últimos diez años de evolución de nuestro sistema financiero me alegra especialmente compartir con ustedes esta etapa en la que vivimos cambios de estructura y cambios de coyuntura que hacen del mercado colombiano un mercado con grandes retos y al mismo tiempo por lo tanto con grandes oportunidades.

La parte estructural se refleja, sin lugar a dudas, en la importante recomposición de los activos financieros en Colombia. En primer lugar, han crecido de una manera significativa los portafolios de inversión de las carteras colectivas; y quiero destacar de manera particular que no es solamente el portafolio de los fondos de pensiones el que ha crecido; los fondos de pensiones administran, la muy importante suma de cerca de 51 billones de pesos. Pero, además de estos portafolios, las sociedades fiduciarias administran alrededor de 50 billones de pesos, las compañías de seguros 11 billones, los institutos oficiales especiales

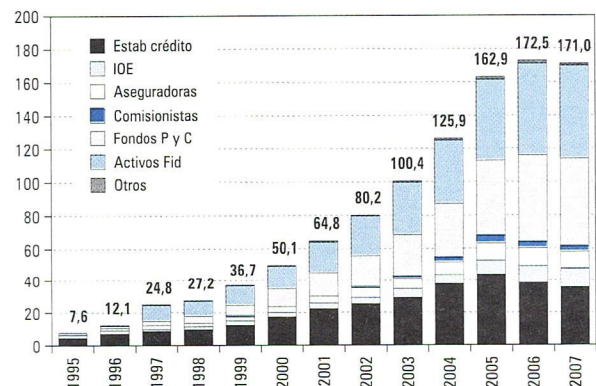
—como Bancoldex, Finagro, Fogafín y algunos otros— 14 billones de pesos, y los bancos tienen hoy un saldo de aproximadamente 32 billones. Es decir, que del total de 170 billones que existen en portafolios de inversión, los fondos de pensiones administran alrededor de un 30% del total disponible.

En 1995 los portafolios de inversión representaban apenas el 13% del total del activo del sistema; mientras que estos mismos portafolios llegaron al 54% en 2005 y hoy, aun después de la desvalorización de los últimos meses, representan el 47% del total. Este es un cambio estructural de enorme importancia para el mercado de capitales colombiano (gráfica 1).

■ GRÁFICA 1

### COMPOSICIÓN PORTAFOLIO DE INVERSIONES Y CARTERAS COLECTIVAS

Cifras en billones de pesos



FUENTE: SFC.



Desde el punto de vista del riesgo del sistema, se plantea también otro cambio estructural trascendental: la crisis del sistema financiero de finales de la década del noventa fue causada, fundamentalmente, por el impacto que tuvo la inestabilidad macroeconómica sobre la cartera bancaria. Hoy, en lo referente al riesgo, el riesgo de tasa de interés y de probabilidad de desvalorización de los activos financieros asociada a sus fluctuaciones puede llegar a tener un impacto mucho más grande sobre el conjunto del sistema que el propio riesgo de la cartera existente. En cifras gruesas, existen en cartera bancaria 104 billones de pesos, mientras que en portafolios de inversión tenemos 171 billones de pesos.

Igualmente, vale la pena mencionar que el riesgo cambia de sujeto, porque el riesgo de crédito ha estado siempre respaldado y protegido por los patrimonios de los bancos y la presencia de Fogafín como asegurador de depósitos, mientras que el riesgo de mercado –el riesgo de tasa de interés– afecta directamente a los suscriptores de los fondos de pensiones o de las carteras colectivas.

Cuando hablamos el año pasado de una pérdida significativa de valor en la bolsa, o en la deuda pública, o en la deuda privada, quienes perdieron directamente esos valores no fueron los grupos financieros ni los bancos; fueron los siete millones de suscriptores que tenemos en los fondos de pensiones obligatorias, los 3.5 millones que tenemos en cesantías y el número plural de personas que hoy están en los fondos comunes especiales, o en los fondos de valores de las sociedades comisionistas de bolsa. Se trata de un cambio de estructura porque, desde luego, esta es una situación que tiende a permanecer. Y es un cambio de estructura que merece toda la atención de la comunidad que administra el mercado de capitales por cuanto se trata de los intereses de millones de colombianos.

Tenemos también un cambio de coyuntura y se ha explicado ampliamente el porqué: cambiaron las expectativas de inflación, cambiaron las expectativas sobre el comportamiento de las tasas de interés y, con esto, cambió igualmente el comportamiento de la liquidez de los mercados.

Hasta comienzos del año 2006 tuvimos un crecimiento sistemático, tanto en el sistema transaccional del SEN, como en el sistema transaccional de la bolsa, o en el mercado mostrador. Los tres mercados tuvieron crecimientos significativos. Pero, a partir de la volatilidad que tuvimos en el segundo trimestre del año pasado, estos tres mercados comenzaron a disminuir su volumen. Lo mismo sucede si sumamos por especies, y lo mismo ocurre en el mercado de acciones individualmente considerado, o en el mercado de deuda pública, o en el mercado de deuda privada (aunque, curiosamente, este mercado en el último mes de marzo muestra una tendencia distinta... ¡sorpresas que da la vida!).

El hecho claro es que hoy hay menos liquidez y ésta es una situación que se puede considerar de coyuntura. ¿Por qué? Porque si observamos lo que pasó antes de 2006, también tuvimos momentos de retrocesos importantes y significativos en la liquidez.

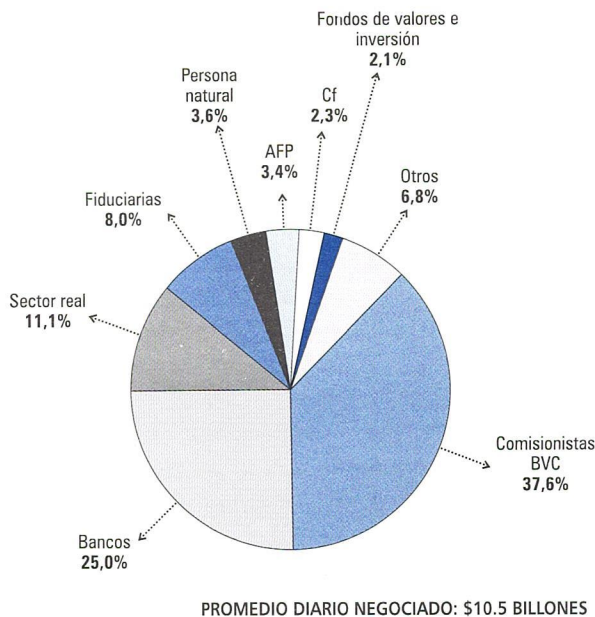
Cuando en agosto de 2002 se presentó la que en su momento se conoció como “la crisis de los TES”, los volúmenes que se estaban transando se disminuyeron de una manera relevante, y después, en la medida en que se presentaron volatilidades distintas, los volúmenes transados también se recuperaron de modo significativo. Desde luego, debe ser claro que la etapa de expansión de los mercados de contado llega a su fin, y que será necesario actuar en adelante a partir de nuevas estructuras, productos derivados, apoyo al desarrollo del mercado de futuros y avances claros en todo lo que contribuya a la transparencia en la operación de los mercados.

El mercado de divisas tiene un comportamiento distinto; comportamiento que significa incremento en los volúmenes y en el número de operaciones, que seguramente está asociado a que en un mercado con las volatilidades y tendencias que ha tenido, se motiva también la actividad especulativa de los distintos actores.

Reflexionemos por un instante, de modo muy general, sobre cuáles son los principales grupos que participan en el mercado de activos financieros (gráfica 2).

## GRÁFICA 2

**PARTICIPANTES EN LOS MERCADOS**  
Total mercado - Negociaciones por compra  
Enero - Marzo 2007



En primer lugar, está el grupo de comisionistas de bolsa; ellos, sumando el mercado mayorista del SEN, el mercado minorista del MEC y el mostrador que se registra en Inverlace, representan el 37% del total transado, mientras que los bancos hacen el 25% del volumen. Varios de estos actores están también, como los fondos de valores, las AFP y las sociedades fiduciarias. Pero son bancos y comisionistas los principales. Para todos ellos cambió en forma importante el foco del negocio en el entorno y la coyuntura que hoy tenemos.

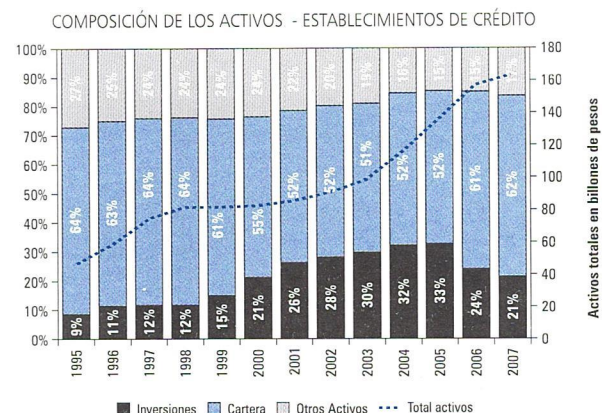
Observemos los cambios en los activos del sistema bancario y del sistema financiero colombiano (gráfica 3). Mencionaba anteriormente cómo en 1995 las inversiones de portafolio representaban el 9% y la cartera bancaria el 64% del total del activo de los bancos. Esta situación cambió hasta finales de 2005, año en el cual los portafolios de inversión llegaron a representar el 33% del total del activo del sistema bancario y el 54% del total del activo del sistema. En lo transcurrido desde diciembre de 2005 hasta marzo de 2007, el portafolio de inversiones de los bancos pasó de representar el 33% al 21%; es decir, la cartera ganó participación

dentro de la composición del activo del sistema bancario (subió del 52 al 62%) y también del sistema financiero (subió del 27 al 31%).

La cartera de consumo creció a una tasa anual del 48%, la cartera de crédito comercial aumentó en un 30% y el microcrédito creció un poco por encima de ese porcentaje.

## GRÁFICA 3

**RECOMPOSICIÓN ACTIVOS DE ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO**



FUENTE: SFC.

¿Por qué? Fundamentalmente por tres razones: primero, porque la reactivación de la economía produjo una nueva vocación de demanda de crédito en los distintos actores. Segundo, porque dentro de la flexibilización de los topes de tasa de usura, que se adoptó como estrategia del gobierno a partir de comienzos de este año, han venido mejorando los precios que se pueden cobrar, ya sea por el crédito de consumo, comercial, o por el crédito a pequeñas empresas. Tercero, porque en la coyuntura actual, la volatilidad e incertidumbre en los mercados no contribuyen a estimular el crecimiento de los portafolios de renta fija, que es lo que históricamente han tenido los bancos.

Esta situación genera varias consecuencias: la primera es que, en la medida en que crecen los volúmenes de cartera de los bancos, también tiende históricamente a aumentar el riesgo de la cartera; bien sea porque en alguna forma se pueden flexibilizar de modo indebido los criterios dentro de los cuales se otorgan los créditos, o

simplemente porque el control operativo en un entorno de crecimiento acelerado tiende a volverse un poco más difícil.

Este riesgo es propósito claro de supervisión por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia, como es, en todas partes del mundo, objeto claro del supervisor que tenga a su cargo la responsabilidad por la estabilidad del sistema bancario. A su vez, el incremento en la cartera genera presiones de demanda y el manejo de estas presiones –como el manejo de la liquidez y la política monetaria–, corresponde con toda claridad, dentro del ordenamiento institucional colombiano, al Banco de la República o banco central, entidad que en todos los países maneja los flujos de liquidez y la política monetaria.

Escuchados los comentarios que se hicieron respecto de la función y responsabilidad de la Superintendencia Financiera en la coyuntura actual de crecimiento de cartera, tenemos plena tranquilidad de que, en lo que corresponde a la superintendencia de una prudente administración del riesgo de crédito como amenaza a la solvencia del patrimonio del sistema bancario, hay un manejo claro y ordenado dentro de proyectos que se vienen estructurando desde hace varios años.

Respetamos la plena autonomía y la competencia de la junta directiva del banco para adoptar las decisiones de política monetaria y de manejo de la liquidez del sistema bancario. Y sabemos que la junta directiva del Banco de la República respeta igualmente la autonomía de la Superintendencia Financiera en las decisiones que le corresponden en relación con el manejo prudencial del riesgo de crédito y la estabilidad general del sistema bancario.

Quisiera por ello compartir algunas reflexiones respecto de cuál ha sido la política de la Superintendencia Financiera en materia de administración del riesgo de crédito.

Desde hace alrededor de cuatro años se viene trabajando en modelos completamente renovados e innovadores para el mercado. No quiero entrar en los detalles técnicos del tema para no abusar de su paciencia; pero quiero destacar que, en

contraste con lo que ha sido hasta el momento la política de cálculo de provisiones estimadas como reacción *ex post* a la cartera vencida, se empiezan a constituir provisiones con base en modelos probabilísticos que permiten estimar el valor de la pérdida *ex ante* y moverse con esta base hacia un esquema que permite acumular provisiones que, en caso de ciclos negativos, protejan el patrimonio de las entidades y los intereses de los depositantes (provisiones anticíclicas). La acumulación de la información histórica requerida para el buen funcionamiento de la nueva metodología ha sido recopilada con esfuerzo concertado entre las áreas técnicas de la SFC y el sistema de establecimientos de crédito. Dentro de un programa que se definió hace dos años, se comienzan a implementar formalmente los nuevos modelos a partir de julio de este año (2007) para la cartera comercial; a partir de julio de 2008 para la cartera de consumo; a partir de julio de 2009 para la cartera hipotecaria, y a partir de los años 2009 o 2010 para la cartera de microcrédito.

Dentro de este nuevo planteamiento, el monto de las provisiones que deberán constituirse para el año 2007 es una cifra diferente de las tradicionales que conoce la opinión. Acabo de mencionar que en julio se introduce el modelo de administración de riesgo de crédito comercial. Esto significa para el sistema bancario provisiones adicionales entre los 450 y 500 mil millones de pesos. Además, dentro de una política de administración prudencial de las provisiones, desde fines del año 2005 se había establecido una provisión adicional del 1% sobre el total de la cartera. Si unimos esa provisión adicional del 1%, con las provisiones que entran en vigencia con el modelo de riesgo de crédito para crédito comercial, el valor total de las provisiones –que al corte de diciembre de 2006 es de 3.6 billones de pesos– se va a incrementar unos cinco billones de pesos. Es decir, que por concepto de la política que se viene desarrollando desde hace varios años, anunciada así y concertada sistemáticamente con el sistema bancario, el valor estimado de las provisiones adicionales que se deben constituir en el año 2007 es de 1,4 billones de pesos.

Este valor, sin embargo, no tiene en cuenta lo que implica para el sistema la introducción del modelo

de riesgo de crédito de consumo que debe entrar en funcionamiento a partir de julio del año 2008, ya que, para su entrada en vigencia, deberían haberse constituido en el sistema bancario provisiones por aproximadamente 400 mil millones de pesos adicionales. Desde luego, queremos prepararnos para ese momento y, desde hace dos semanas, en coordinación con los equipos técnicos del Banco de la República, publicamos un proyecto de circular que contempla la introducción paulatina –en cuotas mensuales– de esta provisión de 400 mil millones de pesos, para preparar el sistema a la introducción del modelo de riesgo de crédito de consumo. Debimos recibir, a finales de esta semana, los comentarios del sistema; vamos a evaluar esos comentarios, a reflexionar sobre ellos, y en el curso de los próximos días se tomarán las decisiones necesarias para asegurar que, en el momento actual de crecimiento del crédito en el sistema bancario, podamos responder adecuadamente por su solvencia y estabilidad. Un tema diferente es la liquidez del sistema, lo que hacen los bancos con esa liquidez y el impacto que pueda tener sobre el comportamiento de los precios en la economía.

De hecho, estas provisiones no restringen la liquidez; por el contrario, se convierten en fuente de fondos, que a su vez quedan protegidos porque al afectar la cuenta de resultados son utilidades que no se pueden distribuir. Corresponde a la junta del Banco de la República, como reconocemos respetuosamente, definir cómo se administra esa liquidez en el sistema.

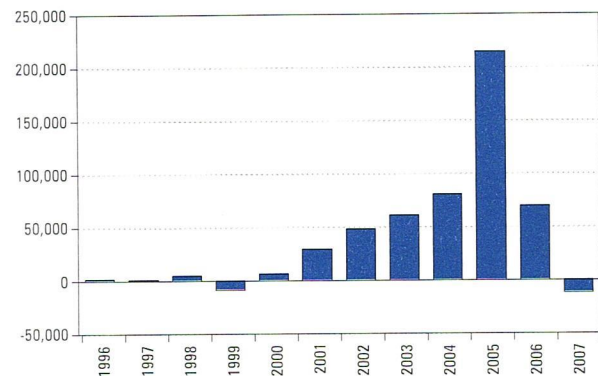
Decía que la liquidez ha disminuido, entre otras razones, porque el sistema bancario –que representa el 25% del total de lo transado hasta el momento en la historia de los mercados colombianos– ha perdido interés por tener portafolios de inversión. Lo mismo ha pasado con las comisionistas de bolsa, que en los primeros meses de este año (y ya desde el año pasado) venían disminuyendo significativamente sus resultados (gráfica 4).

Cambia el resultado porque cambiaron la tendencia de la inflación y la curva de TES y con ello el resultado de la actividad de especulación en posición propia en deuda pública y en los distintos instrumentos del mercado. No debe sorprender,

GRÁFICA 4

#### RESULTADOS COMISIONISTAS

Cifras en millones de pesos



2007: Cifras acumuladas hasta marzo 2007 – Ingreso acumulado enero-marzo 2007: -11.697 millones.

por lo tanto, que tengamos una situación de coyuntura diferente en el mercado colombiano.

En este contexto es necesario hacer referencia, como corresponde, a otro grupo de actores relevante: las carteras colectivas. Éstas han tenido una desvalorización importante y significativa y la que más preocupa, independientemente de la coyuntura, es la cartera a largo plazo de los fondos de pensiones obligatorias y los portafolios de algunos fideicomisos administrados por las sociedades fiduciarias, ya que allí hay también recursos de seguridad social que corresponden al régimen de prima media. Los administradores de fondos de pensiones manejan el régimen de ahorro individual, y las sociedades fiduciarias, dentro de los aproximadamente 50 billones de pesos que administran en fideicomisos de inversión, tienen montos importantes que corresponden a recursos de seguridad social de cuya rentabilidad depende el que, cuando se llegue la edad de pensión, existan los recursos para los beneficiarios.

Por esa razón, la rentabilidad a largo plazo de estos portafolios es un tema que debe recibir la mejor y más importante atención.

¿Qué estamos viendo a corto plazo? El régimen actual de inversión no parece significar restricciones importantes para el manejo de los portafolios. Sólo en el caso de la deuda pública (cuyo límite de

50% es el único establecido por la ley) se acerca el monto efectivamente invertido al máximo legal. En los demás casos existe un margen amplio de maniobra para los administradores: en renta variable están autorizados para invertir hasta el 30%, y en abril tienen el 14,6%; en emisores del exterior están autorizados para invertir hasta el 20% y tienen el 13,7%. A instancias de algunos analistas autorizados recientemente se aumentó el tope que se puede tener sin cobertura en moneda extranjera. La decisión elevó el tope formal hasta un 30%, pero no ha cambiado el porcentaje de participación efectivo que está en un 13,7% (gráfica 5).

Lo mismo se observa con los otros límites existentes. Creemos que, tratándose de decisiones de cambio de estructura que afectan los próximos 30 o 40 años, es preferible reflexionar de una manera mucho más cuidadosa respecto de cuál debe ser el régimen de inversión que contribuya a cumplir al suscriptor de pensiones obligatorias la promesa de pensión que hoy se le está haciendo; promesa que se ve afectada en la medida en que la rentabilidad promedio de esos portafolios tienda a disminuir. Estudios preliminares realizados sobre el particular muestran resultados preocupantes.

El ministro de Hacienda anunciaba que el gobierno tiene la intención de presentar a consideración del Congreso, dentro del paquete de reforma financiera, una propuesta orientada a abrir la discusión sobre la figura de multifondos en Colombia. Esa es una discusión importante, que tiene muchísimo que ver con el capítulo de cómo lograr una adecuada conciliación entre la exigencia de rentabilidad mínima que tiene la ley, por un lado, y por el otro, la necesidad de diversificación de riesgo. Este, seguramente no puede continuar concentrado en instrumentos a corto plazo, y debe, por lo tanto estudiarse la forma como la inversión en instrumentos a largo plazo pueda conciliarse por las actuales normas de valoración.

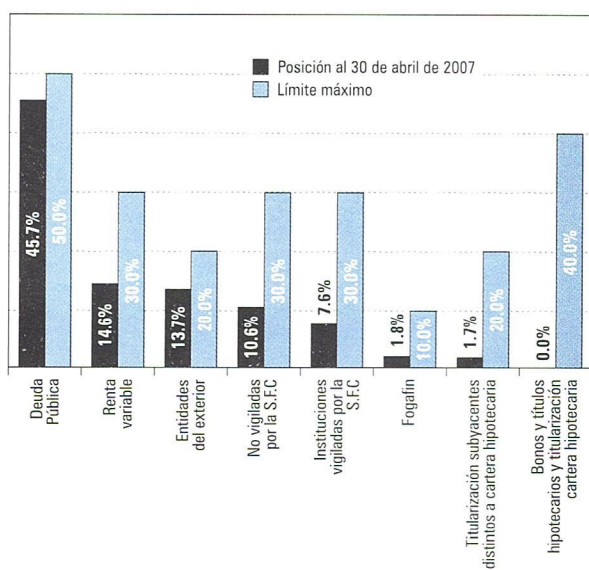
Es necesario avanzar en este tema; es necesario entender que para inversiones como la financiación de cultivos de tardío rendimiento o de infraestructura o, en general, para financiar proyectos con maduración a largo plazo, no podemos pretender hacer valoración diaria, ni hacer valoración a partir de las curvas de TES. Este es un tema por resolver y estamos preparados; dentro de los proyectos que hoy tiene la Superintendencia Financiera, para darle la consideración que corresponde al tema, sabiendo que debemos avanzar sobre la que hasta el momento ha sido la norma general de valorar diariamente a precios de mercado.

Frente a esto hago dos reflexiones: entendemos que ha habido un crecimiento muy importante en los últimos años en los mercados de contado, y es claro que ese modelo se agota como fuente estable de rentabilidad y crecimiento para el sistema. También es claro que los últimos años se han caracterizado por una presencia muy relevante del Estado como emisor. El Estado no ha venido incrementando su participación como porcentaje del PIB y confiaríamos en que mantenga el stock, pero no parece tener necesidad de aumentarlo de una manera significativa. Se requieren nuevas alternativas, algunas de ellas claramente asociadas al desarrollo de los mercados de derivados, que tendrán que crecer, en primer lugar, a partir de nuestra capacidad de aprender.

Reconozco que en cuanto se refiere a aprobaciones de productos estructurados, a la definición de

GRÁFICA 5

FONDOS DE PENSIONES OBLIGATORIAS  
LÍMITES DE INVERSIÓN Y DISPONIBILIDAD  
Total Portafolio \$44,2 Billones



normas de contabilidad y normas de valoración de derivados, hemos tenido demoras que externamente aparecen injustificadas, y sobre las cuales la única explicación que existe es que no conocemos suficiente. Estamos pidiendo la colaboración de los grandes bancos internacionales, de algunos actores nacionales que conocen las condiciones del mercado mucho mejor que el propio supervisor o el propio regulador, y creemos que debemos trabajar de manera concertada. No podemos seguir pensando en que, a partir de rentabilidades de los mercados de contado y sin las coberturas adecuadas, podamos sostener a largo plazo de los portafolios de inversión que, como se ha advertido, hoy suman 170 billones de pesos.

Por otra parte, necesitamos nuevos emisores. Como ya lo mencionaron algunos expositores, tenemos que generar proyectos creíbles que se puedan financiar con base en el mercado de capitales. Hay grandes retos que no podremos resolver si no contamos con emisores que sean conscientes de la importancia de estructurar sus proyectos a partir de las exigencias de buen gobierno corporativo, seguridad y transparencia que requieren los mercados de capitales. Este es, sin lugar a dudas, el reto del presente y el reto del futuro!

Siempre se ha dicho que si queremos desarrollar un mercado de capitales que sea capaz de insertarse en la economía global, que sea capaz de convertir a Colombia en un centro financiero que atraiga capitales, y que genere capitales hacia afuera, tenemos que contar con los seis elementos básicos de cualquier mercado: necesitamos emisores, inversionistas, intermediarios, infraestructura de mercado y productos, buena supervisión y un marco regulatorio que funcione.

En emisores el sector privado tiene un gran reto. Sólo anoto que adoptaremos oficialmente el Código País de Gobierno Corporativo; lo menciono en el contexto de los emisores, porque entendemos que la única forma en la que los inversionistas institucionales e internacionales van a poder acudir a Colombia, es a partir de que generemos confianza en las emisiones. Esta confianza es consecuencia directa del buen gobierno corporativo.

De parte de la superintendencia comprometo expresamente el apoyo que sea necesario para que haya la mayor agilidad y seriedad posible en materia de análisis de nuevas emisiones, aprobación de procesos, aprobación de reglamentos de Opas, o de martillos y, en general, en todo aquello que pueda contribuir al mejor y más rápido desarrollo de nuevas emisiones y nuevos emisores.

Terminados los martillos de Paz del Río y de Almacenes Éxito, se introdujo ya un cambio importante en la reglamentación de Opas y haremos lo que sea conveniente y necesario para actualizar las normas de martillos. Hay muchos temas en relación con emisores que se tienen que evaluar y sobre los cuales continuaremos trabajando en actualización regulatoria.

Esperamos de otra parte que en las próximas semanas sea expedido el decreto sobre carteras colectivas, con un marco de referencia claro y sin el arbitraje regulatorio que hoy existe entre los distintos tipos de vehículos jurídicos. Se publicó en dos oportunidades para comentarios del mercado, se recibieron sugerencias diversas, y esperamos que esté consolidándose su expedición muy pronto. Son mecanismos que deben contribuir a que haya mejores inversionistas; ya se hicieron en este simposio comentarios sobre inversión extranjera y sobre fondos de capital de riesgo. Simplemente cabe decir que a título de inversión extranjera en portafolio hoy tenemos alrededor de 2.500 millones de dólares invertidos en Colombia en títulos de renta fija, o en títulos de renta variable.

La intermediación es objeto de un análisis mucho más profundo; el mercado viene esperando desde hace varios meses un proyecto de decreto sobre intermediación en el mercado de valores, que confiamos se entregará al Ministerio de Hacienda para su análisis y posterior publicación antes de terminar el mes de mayo. Esperamos que sea el momento para que podamos discutir de manera abierta, y para que podamos cumplir el propósito de crear consensos claros respecto de cómo estructurar la intermediación de valores en Colombia. Los operadores deben profesionalizarse mucho más con base en la reglamentación expedida sobre actores del mercado.

Quiero referirme explícitamente a un punto que es motivo de preocupación: necesitamos más intermediarios activos y proactivos. El nivel de concentración que hoy existe debe convertirse en un tema de reflexión; la transaccionalidad se divide hoy en tres mercados: el MEC, el SEN y el mostrador en Inverlance. El primer cuartil o 25% del total de participantes en estos mercados –no solamente comisionistas de bolsa– maneja el 95% del MEC, el 57% del SEN y el 95% del mercado mostrador; esto quiere decir, poniéndolo en números, que si tenemos alrededor de 140 entidades que participan en los mercados, una cuarta parte de ellas maneja, según el mercado, entre el 57 y el 95%. Creemos que es importante avanzar en la dirección de generar nuevas contrapartes; de lo contrario, también la liquidez de los mercados se verá afectada.

Estoy de acuerdo, desde otro punto de vista, con los comentarios que se han hecho anteriormente: necesitamos un emisor de deuda pública más dinámico. Estoy de acuerdo en que tenemos que llenar los puntos de la curva. Estoy de acuerdo con que tenemos que aclarar las reglas de juego para los sistemas de negociación y con que no podemos ahorrar esfuerzos para tener sistemas transaccionales que, en última instancia, a partir del respeto pleno por las normas de transparencia y la alta calidad de las conductas de mercado, den tranquilidad a inversionistas, a emisores, a supervisores, a reguladores y a intermediarios.

En temas de infraestructura, la Bolsa de Valores de Colombia lidera actualmente el proyecto de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte, fundamental entre muchas otras razones para el buen funcionamiento de los mercados de futuros. Ya mencioné la valoración de portafolios como un tema que merece especial atención para flexibilizar y evitar expectativas equivocadas en materia de administración de portafolios y, desde luego, necesitamos consolidar aún más nuestros depósitos de valores en función de los mercados internacionales; no hay internacionalización posible si los depósitos de valores no cumplen la función de generar confianza internacional.

En relación con el trabajo en curso sobre marco regulatorio, queda para consideración el número y contenido de los decretos que se han expedido desde fines de 2005 hasta la fecha: 15 decretos relacionados con distintos temas del sector financiero; igualmente se relacionan los 11 decretos en elaboración y en distintas etapas, sea en la Superintendencia Financiera, en el Ministerio de Hacienda, o en discusión con la Secretaría Jurídica de la Presidencia de la República, y las circulares externas expedidas por la Superintendencia relacionadas con la administración de riesgos. Hay un grupo de 14 circulares expedidas en 2006, y otro grupo de siete en lo corrido del presente año.

Finalmente, está el tema del enfoque de la supervisión como actividad esencial en los mercados de capitales. Muy bien lo decía el senador García: en materia de supervisión es necesario garantizar transparencia y, con ella, generar confianza en los mercados. Necesitamos ser capaces de generar estabilidad e integridad, y ser capaces de proteger a los consumidores financieros.

Existen hoy en Colombia dos entidades para ese propósito: la Superintendencia Financiera de Colombia –resultado, como es de público conocimiento, de la fusión de la Superintendencia Bancaria y la Superintendencia de Valores–, y el Autorregulador del Mercado de Valores. Son dos entidades nacientes, que tienen todavía un camino largo por recorrer en materia de depuración de procesos, de formación de su recurso humano, de unificación regulatoria y de eficiencia. Al mismo tiempo, son dos entidades únicas en América Latina, que comienzan a ser consideradas punto de referencia por muchos otros mercados de valores.

En lo internacional tenemos visitas permanentes de personas y de entidades que quieren conocer y entender de qué manera se está desarrollando el propósito de una mejor supervisión en Colombia. Creo que, en este momento, después de un año y tres meses de funcionamiento formal de la Superintendencia Financiera y de poco menos de 11 meses de funcionamiento del Autorregulador del

Mercado de Valores, vale la pena que se haga una rendición de cuentas claras al país, que se haga –honorable senador García– el control político necesario para evaluar los resultados, para valorar las estructuras, para analizar si vamos en el camino correcto y actuar en consecuencia.

Somos conscientes de que no hemos llegado, pero tenemos la firme convicción de estar caminando en la dirección acertada. Creemos en el esfuerzo que han hecho el gobierno y el país para el desarrollo de mejores instituciones de supervisión. Y entendemos que la etapa que vive el sistema financiero colombiano amerita que nos expongamos con toda claridad a la crítica necesaria para lograr los propósitos.

¿Qué queremos? Generar confianza. Confianza como eje central de la estabilidad de las entida-

des, la integridad de los mercados y la protección del consumidor. Queremos trabajar de la mano con el Banco de la República, con el Ministerio de Hacienda, con todos ustedes, representantes del sistema financiero. Sabemos que si a ustedes les va bien, al supervisor le va bien.

Estamos totalmente dispuestos a explicar y a rendir las cuentas que sean necesarias ante el honorable Congreso de la República y de manera abierta ante la opinión pública, para que se adquiera plena conciencia del momento que vivimos, para que seamos capaces de crear consensos, para que seamos capaces de generar confianza y de lograr, como todos esperamos, que Colombia se convierta en un centro financiero respetado en primer lugar por sus propios gestores, y por esto mismo respetado en su región y respetado por el mundo.