

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1909-0137

Con la colaboración de
Alejandro González



JUNIO 1 DE 2009

EDICIÓN 34

EL MERCADO DE CAPITALES Y LA CRISIS FINANCIERA

La XXI versión del Simposio del Mercado de Capitales, organizada por Aso-bancaria, se llevó a cabo los días 21 y 22 de mayo de 2009 en Medellín. El análisis de las perspectivas del mercado de capitales estuvo enmarcado por el desarrollo de la crisis financiera internacional del período 2008-2010.

Allí se ratificó el buen momento por el que atraviesa la mayoría de las economías de América Latina: inflación bajo control, menor endeudamiento externo, mayor disponibilidad de reservas internacionales y acceso a los mercados externos, aunque a mayores costos frente al período 2002-2007. Todo ello evitará que se repitan las serias dificultades financieras de 1998-2001.

Sin embargo, el PIB real de la región seguramente se contraerá a ritmos cercanos a 2% durante 2009 y su recuperación será débil en 2010. El resultado a nivel de cada país dependerá del margen existente para adoptar políticas anticíclicas, donde todos han recurrido ya al expediente de bajar rápidamente sus tasas de interés para estimular la demanda agregada. No obstante, sólo unos pocos se podrán dar el lujo de combinar estas medidas con expansiones significativas de su gasto público, en momentos en que se debilitan sus recaudos tributarios. En este último grupo están Chile, Brasil, México, Perú y, muy marginalmente, Colombia (Steiner, 2009).

En esta edición de *Enfoque* examinaremos los principales debates ade-

*La facilidad para
apalancar carteras
hipotecarias, removiéndolas
del balance bancario a través
de titularizaciones sobre
entidades poco vigiladas y
reguladas, explican la
magnitud del desastre
producido.*

lantados durante este Simposio, con particular atención en la profundización del mercado de capitales. Destacaremos el diagnóstico sobre la crisis financiera internacional, su impacto sobre el andamiaje regulatorio y las perspectivas del mercado de capitales de Colombia.

La crisis financiera y el mercado de capitales

El estallido de la burbuja hipotecaria en Estados Unidos ha ocasionado una gran inestabilidad financiera a nivel global, desequilibrando los mercados de intermediación y todos los activos financieros (renta fija, renta variable y todo tipo de mercados a futuro).

Aunque inicialmente se postuló la hipótesis de la “separación” de los mercados emergentes respecto del mundo desarrollado, ya se ha hecho evidente la gran magnitud del contagio financiero en todo

el mundo. Por ejemplo, Europa Oriental ha sufrido una profunda crisis debido a su interconexión con la banca de la Unión Europea, mientras que América Latina ha experimentado serios deterioros en su balanza externa, con la consecuente contracción de su Producto real.

Existe un gran consenso sobre cómo la laxitud monetaria de 2000-2007 generó un prolongado auge hipotecario internacional y suficiente liquidez para disparar procesos especulativos a todos los niveles, incluyendo el de los mercados de *commodities*. La facilidad para apalancar carteras hipotecarias, removiéndolas del balance bancario a través de titularizaciones sobre entidades poco vigiladas y reguladas, explican la magnitud del desastre producido. Por eso, una de las principales tareas de salvataje que ha tenido que asumir Estados Unidos es limpiar los balances de ese cúmulo de “activos tóxicos” generados a través del llamado sistema financiero “sombra”, donde el programa TARP ha comprometido cerca del 8% de su PIB.

Si bien las causas resultan similares a las de otras crisis financieras, la magnitud del problema ha sido monumental, tanto por sus conexiones con otros mercados, como por sus repercusiones a nivel global (Calvo, 2009). De hecho, diversos bancos centrales han tenido que proveer liquidez a entidades no bancarias y, curiosamente, les han dado plazos perentorios para que se conviertan en bancos comerciales. Todo apunta hacia una regulación que

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



JUNIO 1 DE 2009

PÁGINA 2

no permita repetir esos notorios apalancamientos financieros del sistema financiero “sombra”, cuya magnitud hoy desconocen por igual los reguladores y los propios bancos centrales.

En el caso de Colombia, la lección ya estaba en buena medida aprendida, tras la dolorosa crisis hipotecaria del período 1998-2001 (Cuéllar, 2009). De una parte, el Banco de la República elevó sus tasas de interés durante 2006-2008 para contener no sólo rebrotes inflacionarios, sino para evitar una sobreexpansión crediticia, especialmente a nivel del crédito de consumo. De otra parte, la Superintendencia Financiera aplicó esquemas de provisiones anticíclicas que ayudaron a frenar, en el margen, dichas expansiones (Borrás, 2009).

En todo ello jugó un papel crucial haber retomado el esquema de flotación cambiaria apoyándose, a partir de mayo de 2007, en restricciones cuantitativas a la expansión del dinero por medio de los encajes (Uribe, 2009). Este drenaje en los excesos de dinero en circulación se había aprendido tras los *impasses* monetarios del período 2004-2006, cuando se experimentaron marcadas volatilidades en el mercado de renta variable (IGBC) y, posteriormente, en el mercado de deuda pública (TES).

La recomposición de las reservas internacionales durante los años 2007-2008 se hizo bajo esquemas de esterilización monetaria y con propósitos puramente prudenciales y anticíclicos, sin atención a un nivel particular de la tasa de cambio. Todo esto resultaba fundamental en momentos en que se incrementaban las tasas de interés y se drenaba la liquidez,

La recomposición de las reservas internacionales durante los años 2007-2008 se hizo bajo esquemas de esterilización monetaria y con propósitos puramente prudenciales y anticíclicos, sin atención a un nivel particular de la tasa de cambio. Todo esto resultaba fundamental en momentos en que se incrementaban las tasas de interés y se drenaba la liquidez, lo que el Banco de la República llamó en su momento el “período de normalización”.

lo que el Banco de la República llamó en su momento el “período de normalización”.

Gracias a esas políticas macroprudenciales, Colombia ha recibido recientemente el aval del FMI a través de la aprobación de un cupo contingente por valor de US\$10.400 millones. Inclusive, algunas calificadoras de riesgo internacionales han expresado que Colombia podría experimentar una rápida recuperación de su actividad económica hacia 2010, después de un crecimiento esperado cercano a cero durante 2009.

Regulación y supervisión en tiempos de crisis

Aprovechando la fase de recuperación económica de los años 2002-2005,

Colombia se embarcó en un ambicioso programa regulatorio para impulsar la profundización del mercado de capitales. Este esfuerzo se cristalizó en la expedición de la Ley 964 de 2005, cuyas principales virtudes han sido: 1) otorgar mayor seguridad jurídica en las operaciones de valores; y 2) construir el mercado de derivados.

Adicionalmente, en julio de 2007 se desarrollaron las matrices de riesgo para la cartera comercial y, en julio de 2008, para la cartera de consumo. Tales matrices ayudan a calcular el nivel de provisión anticíclica según la fase del ciclo crediticio (ver gráfico adjunto). A pesar de tener una relación de solvencia del orden de 13.7% al cierre de 2008, muy superior al mínimo de 9% requerido por el Acuerdo de Basilea, la Superintendencia Financiera acordó con el sistema financiero una serie de reservas técnicas de capital provenientes de las utilidades generadas en 2008, de modo que este capital ayude a enfrentar cualquier contingencia generada por la crisis internacional.

Uno de los retos más desafiantes que enfrenta la Superintendencia es lograr una supervisión consolidada, tanto a nivel de intermediación como de valores. Ello requiere no sólo gran independencia del organismo frente al Ejecutivo, sino un cuerpo técnico del más alto nivel. Se ha venido debatiendo si esta independencia requiere, necesariamente, pasarle dichas responsabilidades al Banco Central. En el ámbito internacional la evidencia es mixta, pero en Colombia es probable que lo mejor sea continuar bajo el actual esquema que ha arrojado resultados muy favorables a juzgar por lo antes señalado.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



JUNIO 1 DE 2009

PÁGINA 3

Desde el punto de vista de arquitectura financiera, Colombia ha hecho grandes avances en la provisión de diversas instituciones, como las cámaras de riesgo central de contraparte, que disminuyen la materialización de los riesgos de contraparte y operacionales. Gracias a los avances en toda esta infraestructura, el país está listo para desarrollar el mercado de derivados, tanto a nivel de tasas de interés como de tasa de cambio o futuros de energía eléctrica.

Otra faceta importante que está por explotarse tiene que ver con los proyectos de inversión de largo plazo en infraestructura (ver *Enfoque* No. 32 de abril de 2009). Para acelerar este proceso, resultará de vital importancia la aprobación del esquema de multifondos (o carteras generacionales) para los fondos de pensiones y las cesantías, donde precisamente los portafolios más jóvenes podrán tomar mayores riesgos de largo plazo y obtener así mayores retornos. Una de las primeras inversiones objetivo con esta estructura debería ser la promoción de los proyectos de infraestructura.

Conclusiones

La profundización del mercado de capitales medida a través de la relación deuda pública/PIB ha sido relativamente exitosa en Colombia. Esta relación bordeaba un 39% al cierre de 2008 y cerca del 70% de

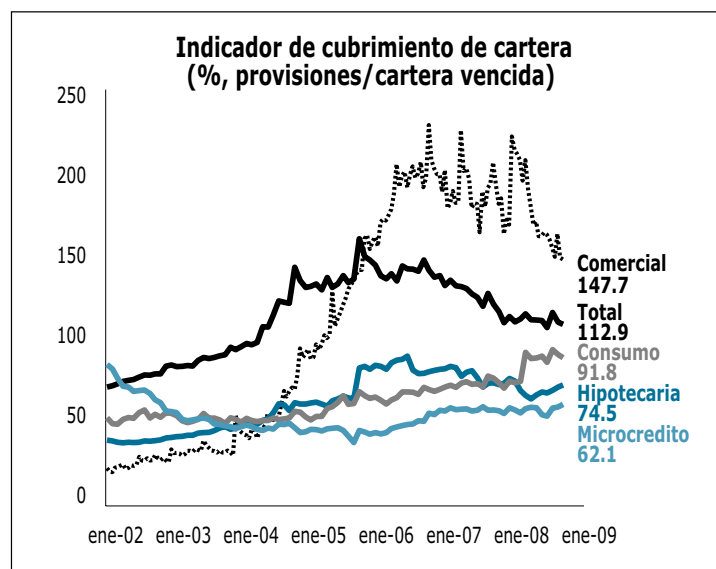
Uno de los retos más desafiantes que enfrenta la Superintendencia es lograr una supervisión consolidada, tanto a nivel de intermediación como de valores. Ello requiere no sólo gran independencia del organismo frente al Ejecutivo, sino un cuerpo técnico del más alto nivel.

esos pasivos se referían a deuda pública denominada y transada en moneda nacional, donde su duración media alcanzaba los ocho años.

La bursatilidad del mercado de renta variable, medida como la relación capitalización bursátil/PIB, también se ha incrementado de 34% a 42% durante los últimos cinco años. No obstante, la bursatilidad efectiva (valor de las acciones dispuesto para transar/PIB) todavía mantenía niveles relativamente bajos de 18% al cierre de 2008.

Como hemos visto, el balance del período de auge 2002-2007 fue favorable para Colombia, con tasas de crecimiento del PIB real de 5.5% promedio anual y una inversión real creciendo a tasas de 14% promedio anual. Aun así, el período 2008-2010 registrará una desaceleración, pero gracias a todo lo sembrado durante la fase anterior, Colombia tiene una alta probabilidad de experimentar un rebote favorable, que pronto debería llevar al país a crecer a su ritmo potencial de 5.5% por año.

Dado el buen andamiaje que ahora muestra Colombia en materia regulatoria, tanto para transacciones de renta fija como de renta variable, la recuperación también se reflejará en una mayor profundización del mercado de capitales, superando así la difícil prueba que ha representado a nivel global la crisis de los años 2008-2010.



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Escribanos sus comentarios a: jarjona@deceval.com.co o crojas@anif.com.co

* La información contenida en el documento anterior no compromete a Deceval, ni constituye asesoría legal de su parte en la materia.