

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1909-0137

Con la colaboración  
de Alejandro González y Alejandro Vera



JUNIO 16 DE 2010

EDICIÓN 44

## REGULACIÓN FINANCIERA POSCRISIS Y PROFUNDIDAD FINANCIERA

Bajo el impulso de Asobancaria y del Banco de la República, se desarrolló el XXII Simposio del Mercado de Capitales en Medellín durante el 20 y el 21 de mayo de 2010. El consenso de las discusiones permite concluir que, a pesar de los avances regulatorios y de la forma satisfactoria como se enfrentó la crisis mundial 2007-2009, el sistema financiero y el mercado de capitales de Colombia continúan teniendo una baja profundidad, bien sea que se escale por el tamaño de su PIB, su población y/o su PIB per cápita.

Por ejemplo, al finalizar 2009, la relación crédito/PIB bordeaba solamente el 27% (10 puntos porcentuales por debajo del período precrisis 1998-2001); la relación capitalización bursátil efectiva/PIB es cercana al 18%, y la relación crédito + bonos corporativos privados/PIB asciende sólo a un 31%; todas estas relaciones son entre un tercio y la mitad de los referentes que muestran países como Chile o Brasil.

La crisis financiera ha puesto de relieve la importancia de contar con una regulación promercado, pero también ha dado preeminencia a que esa regulación tenga la “sabiduría” para evitar las burbujas y los sobreapalancamientos. Los bancos centrales deben prestar más atención al seguimiento macroprudencial y acompañarse de una buena supervisión financiera que evite el arbitraje regulatorio.

En esta edición de *Enfoque* analizaremos los principales puntos discutidos

*La crisis internacional  
develó serios problemas  
estructurales al interior del  
sistema financiero, tanto de  
regulación insuficiente como  
de pobre supervisión. Tal  
vez el problema más protu-  
berante tuvo que ver con los  
excesivos apalancamientos  
que permitían los esquemas  
de titularizaciones  
hipotecarias*

en dicho Simposio. De una parte, evaluaremos el desarrollo del mercado local de capitales y, de otra, discutiremos los lineamientos del nuevo marco regulatorio que podría derivarse de las discusiones internacionales, lideradas por el FMI, la Reserva Federal (Fed), el Banco Central Europeo y el Banco Internacional de Pagos (BIS).

### **El mercado de capitales y la crisis internacional**

La crisis internacional develó serios problemas estructurales al interior del

sistema financiero, tanto de regulación insuficiente como de pobre supervisión. Tal vez el problema más protuberante tuvo que ver con los excesivos apalancamientos que permitían los esquemas de titularizaciones hipotecarias (removiendo la totalidad del riesgo de los balances bancarios, una vez originados los créditos). Otra faceta de este problema se reflejó en los excesivos apalancamientos a través de instrumentos derivados, cuyo monitoreo de riesgos quedaba por fuera del balance bancario y sin los seguros adecuados. A ello se añadió el grave problema de riesgos de contraparte que no se canalizaban a través de cámaras centrales, sino que quedaban expuestos en relaciones bilaterales con un potencial efecto dominó.

En la base del problema estuvo el exceso de liquidez del período 2000-2007, buena parte de la cual se fue a generar posiciones especulativas en los mercados de *commodities* y en bienes inmobiliarios a nivel global. Se pensó, erradamente, que en ausencia de inflación sería posible virar hacia “una nueva economía”, donde las ganancias en productividad justificaban la escalada en el precio de esos activos.

Como es sabido, la crisis financiera mundial (2007-2008) se logró atajar, pero se ha convertido en una espiral de deterioros fiscales (2009-2010). Esta situación no sólo compromete a Estados Unidos, sino que amenaza la estabilidad

# ENFOQUE

## MERCADO DE CAPITALES



JUNIO 16 DE 2010

PÁGINA 2

de la Zona Euro (ver gráfico 1). Cabe recordar que la cotización dólar-euro ha experimentado drásticos ajustes, al pasar de 1.5 a finales de 2009 a 1.22 recientemente, una apreciación del dólar cercana al 20%.

Debido a ese efecto de contagio financiero y fiscal que generaron los excesos de liquidez, en el Simposio se enfatizó la importancia de que la estrategia de Inflación Objetivo de los bancos centrales no se limitara a controlar la inflación de bienes y servicios en el corto plazo. Ella debe tener un carácter más *comprendido*, midiendo permanentemente excesos de liquidez que pudieran aflorar en otros mercados, principalmente las exuberancias en las valoraciones en el mercado hipotecario o el de renta variable (las acciones).

Allí, los asesores económicos de los candidatos presidenciales concluyeron que se requerían también ajustes estructurales en las finanzas públicas para acompañar este proceso de ordenamiento financiero. Sólo de esta manera sería posible que el mercado de capitales pudiera contribuir de forma eficaz a apuntalar crecimientos sostenidos superiores al 5% anual, como los que necesita Colombia para enfrentar su elevada tasa de desempleo.

### Regulación y supervisión financiera

Afortunadamente, la regulación y la supervisión financiera en Colombia han avanzado significativamente desde la aprobación de la Ley 964 de

2005 (ver gráfico 2). Ella ha dado lugar a una serie de instrumentos y alternativas que estimulan la mayor demanda y oferta de valores en el país. Tanto la Superintendencia Financiera como el Banco de la República han abordado con flexibilidad y sin descuidar el marco prudencial los temas relativos a nuevos instrumentos financieros, tales como derivados y coberturas cambiarias y en tasas de interés.

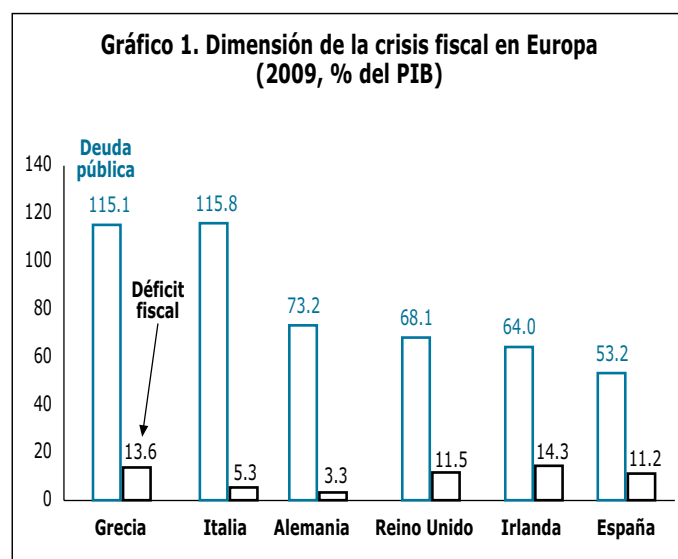
Las reformas que se discuten actualmente a nivel internacional también buscan fortalecer la capacidad regulatoria y de supervisión. Se debe mejorar el llamado gobierno corporativo, alineando incentivos entre los accionistas y sus directivas. También se requiere incrementar el llamado capital tangible, donde en el caso de Estados Unidos se encontró que éste ha debido estar más cerca del 8% y no del 4% de sus activos, lo cual hubiera evitado la necesidad

de salvataje con recursos presupuestales. Continúa discutiéndose cómo enfrentar el tema de entidades bancarias que resultan “muy grandes como para dejarlas quebrar”. Se discute la posibilidad de recurrir a un impuesto *ex ante* que permita “cobrar por licencia de intermediación” de forma más que proporcional, precisamente para contar con los fondos necesarios para nuevos salvatajes sin tener que recurrir a los fondos presupuestales. Otra alternativa en discusión tiene que ver con los bonos convertibles en capital en presencia de contingencias sistémicas, pero su operatividad no está clara. Es evidente que un sistema financiero más robusto requiere mejor infraestructura transaccional, supervisión en tiempo cuasi real y, sobre todo, el uso más amplio de las cámaras centrales de contraparte.

La fusión de la Superintendencia Bancaria y la de Valores en la Superintendencia Financiera, ocurrida en 2006, resultó pro-

videncial para lograr una visión de conjunto sobre los vasos comunicantes del mercado crediticio intermediado y el mercado de valores. Sin embargo, la Superintendencia debe contar con mayor independencia administrativa y presupuestal, sobre lo cual han venido insistiendo entidades multilaterales y analistas locales.

Finalmente, es crucial concretar la participación de inversionistas del exterior en el mercado de capitales de Colombia, donde la integración de las bolsas de Santiago, Lima y Bogotá va por buen camino. Se trata, sin embargo, de una tarea demandante desde el punto de



Fuente: Eurostat.

# ENFOQUE

## MERCADO DE CAPITALES



JUNIO 16 DE 2010

PÁGINA 3

vista de la arquitectura transaccional y la coordinación regulatoria. Ello representa un desafío para los depósitos de valores, que podrán acceder a mercados con más competencia y mayor profundidad. Otros avances interesantes provienen del llamado Mercado Global Colombiano, a través del cual será posible acceder a acciones *blue chips* desde Colombia, y donde el tema cambiario tendrá trámite de forma casi automática, gracias a la importante colaboración del Banco de la República en este frente.

### Conclusiones

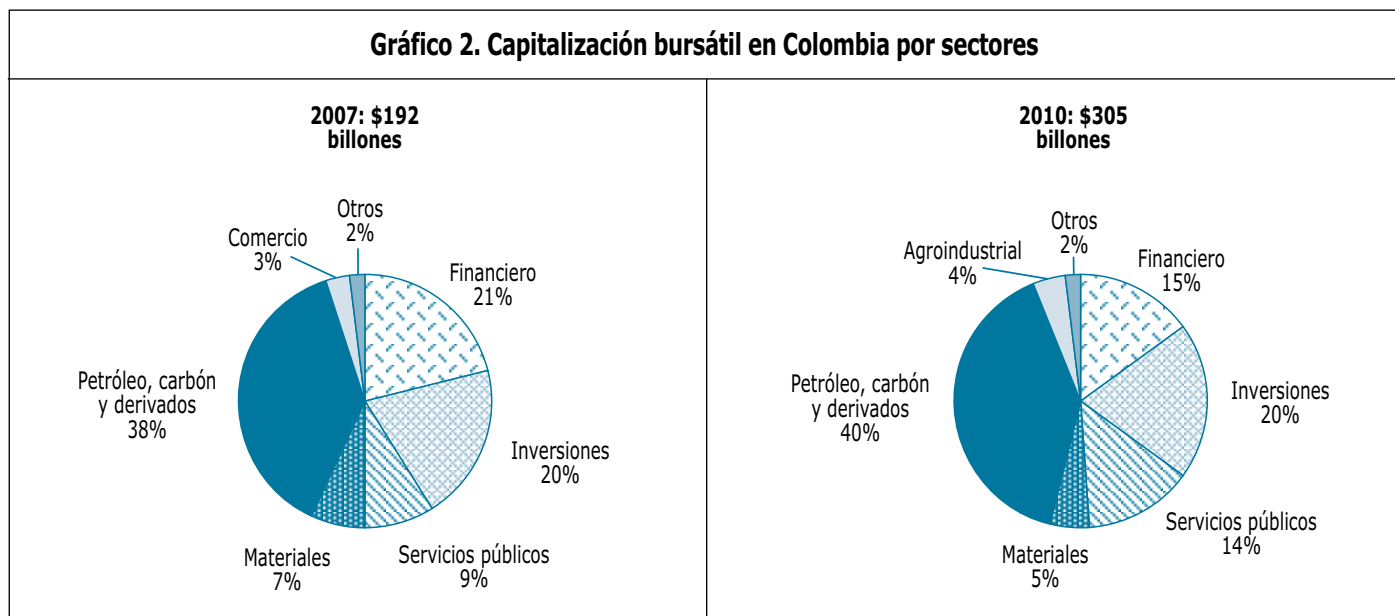
Hemos reseñado cómo la crisis financiera internacional y su contagio fiscal

reciente (2009-2010) enmarcaron las discusiones del XXII Simposio del Mercado de Capitales en Medellín. La crisis reciente mostró grandes debilidades de regulación y supervisión a nivel global. Esto requerirá “trazar nuevamente el campo” de actividades financieras permitidas y redoblar los esquemas de evaluación y reporte de riesgos de contraparte, riesgos operativos, etc. No está claro, sin embargo, la forma como se adoptarán las nuevas reglamentaciones referidas a límites de apalancamiento en titularizaciones y derivados y el reporte de los riesgos allí involucrados. Lo que es claro es que, al final del día, todo ello redundará en mayores cantidades del llamado capital tangible. Esto exigirá mayor coordinación

internacional para evitar los arbitrajes regulatorios que tanto daño hicieron durante la última década.

Afortunadamente, la regulación financiera en Colombia ha avanzado en la dirección correcta, buscando mayor transparencia y mejor gobernabilidad a través de la Ley 964 de 2005. Este proceso ha sido exitoso gracias a la voluntad que han mostrado las instituciones en su implementación, incluyendo el importante papel de Deceval y de la Bolsa de Valores de Colombia. Si bien la Superintendencia Financiera ha avanzado en su visión conjunta de mercados intermediados y de valores, ella requiere mayor autonomía presupuestal e independencia del Ejecutivo.

Gráfico 2. Capitalización bursátil en Colombia por sectores



Fuente: cálculos Nogal con base en BVC y Capital IQ.

Escribanos sus comentarios a: [vduran@deceval.com.co](mailto:vduran@deceval.com.co) o [crojas@anif.com.co](mailto: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.