

## RECUPERACIÓN INTERNACIONAL Y PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA

Si bien la crisis internacional (2007-2009) ha planteado retos regulatorios demandantes, cuyas políticas deberán implementarse en el horizonte 2012-2019 bajo la égida de Basilea III, la actual coyuntura ha propiciado oportunidades de consolidación para numerosos mercados emergentes. En el caso de Colombia, esta coyuntura nos toma bien posicionados para hacer frente a las mayores exigencias de capital que habrán de venir por cuenta de Basilea III.

A este respecto, cabe destacar el mensaje del Banco de la República (BR) con ocasión del XXIII Simposio del Mercado de Capitales, organizado por Asobancaria en Medellín durante el 19 y el 20 de mayo de 2011. Allí se señaló que el canal del crédito no es un mecanismo pasivo que responda de forma simple a la política monetaria. Los ciclos y los choques al sector financiero podrían ser fuente de graves alteraciones al ciclo económico. De allí la importancia de complementar los análisis de Inflación Objetivo (IO) con análisis detallados de la evolución de los activos financieros y sus determinantes, lo que Anif ha denominado la Inflación Objetivo Comprensiva (IO-C).

Lo anterior se vuelve aún más relevante al constatar que en Colombia se ha venido avanzando de forma importante en la profundización del mercado de capitales. Por ejemplo, la capitalización bursátil ha pasado del 34.4% en 2005 al 69.4% en 2010 y su liquidez se ha duplicado a pasar del 5% al 10% del PIB. De forma similar, la emisión de bonos corporativos bordeó los \$11 billones

*El canal del crédito no es un mecanismo pasivo que responda de forma simple a la política monetaria.*

*Los ciclos y los choques al sector financiero podrían ser fuente de graves alteraciones al ciclo económico.*

en 2009 y 2010 y el stock de bonos privados ya representa el 6.4% del PIB. En esta edición de *Enfoque* analizaremos algunos de los tópicos discutidos en dicho Simposio.

### El ambiente económico internacional

Las perspectivas internacionales de crecimiento son optimistas, pero hay riesgos subyacentes que pueden afectar su impulso. En primer lugar, Estados Unidos tiene cuatro problemas que requieren atención: i) su mercado hipotecario está postrado (las ventas de casas nuevas cayeron un 4.2% en el primer trimestre de 2011 y se esperan

más oleadas de embargos); ii) el desempleo está en niveles del 9.1% y sólo con suerte alcanzaría niveles del 8% al finalizar 2011; iii) los altos precios del petróleo están drenando la capacidad adquisitiva de los hogares y frenando las ventas de vehículos, y iv) la afugia financiera de las entidades territoriales está afectando la velocidad del crecimiento en dicho país.

Aunque se espera que la Reserva Federal (Fed) comience a finales de este año su fase de contracción monetaria, seguramente no va a afectar la parte larga de la curva debido al dinamismo del déficit fiscal norteamericano en estos últimos años. Existe entonces algún riesgo de generar nueva tensión financiera, pues el mercado y las calificadoras están esperando un plan de ajuste fiscal de la administración Obama que aún no llega.

En segundo lugar, hay un riesgo alto de reestructuración de la deuda pública de los países de la llamada "periferia" de la zona euro (Grecia, Irlanda y Portugal). En efecto, la relación deuda pública/PIB ya bordea el 135% en Grecia, su déficit fiscal el 10% anual y su economía viene cayendo a tasas del 3% anual. A pesar del ajuste fiscal (en todo caso por debajo de lo requerido bajo el programa del FMI), se presume que antes de finalizar 2011 vendrá una reestructuración de plazos financiada por el Banco Central Europeo (BCE) y liderada por Alemania.

En tercer lugar, se tienen rebrotes inflacionarios que han forzado al BCE

# ENFOQUE

## MERCADO DE CAPITALES



JUNIO 24 DE 2011

PÁGINA 2

a elevar su tasa repo al 1.25%, lo cual hace temer por un estancamiento en la recuperación esperada de la zona euro a tasas del 2.2% durante 2011. Algo similar ocurre en China e India. Además, la tensión política del Medio Oriente parece estarle poniendo un "piso" al precio del petróleo a niveles de US\$100/barril, lo cual no es una buena noticia para la recuperación mundial ni para la inflación.

### Su impacto sobre Colombia

Colombia se ha venido beneficiando de estas mejoras en los precios de los energéticos. Durante 2010 se tuvo un superávit en la cuenta corriente del 0.7% del PIB y para este año se espera uno más abultado del 1.2% del PIB. Aparte de los beneficios en los precios del petróleo y el carbón, sus volúmenes han continuado creciendo, donde las exportaciones de petróleo se han duplicado en los últimos tres años y lo mismo estará ocurriendo con las de carbón en los próximos cinco.

El doble grado de inversión que ya le han otorgado a Colombia, además, continúa atrayendo la Inversión Extranjera Directa (IED), bordeando los US\$9.500 millones en 2010. Sin embargo, esta abundancia relativa de divisas ha empezado a presionar la tasa de cambio real, donde los capitales *offshore* ya bordean

*El mercado local ha venido ganando en la colocación de emisores de diferentes sectores y ha logrado cierto grado de diversificación. Se ha aumentado la "masa crítica" de emisión en los frentes de montos mínimos y liquidez, se han disminuido las tasas de interés y se han alargado los plazos.*

los US\$8.500 millones, prácticamente el doble de hace dos años.

Ya son bien conocidos los argumentos a favor de los fondos de estabilización para enfrentar estas bonanzas en la exportación de *commodities*. En el corto plazo no parece existir antídoto más eficaz para frenar la apreciación cambiaria que un mayor ajuste fiscal. Varios analistas señalaron que los controles de capital parecerían justificarse una vez el Banco Central ha hecho sus mejores esfuerzos por incrementar las reservas internacionales y los gobiernos han adoptado dichos ajustes fiscales, pues su efectividad suele ser pasajera.

### Tareas pendientes para profundizar el mercado de capitales de Colombia

El mercado local ha venido ganando en la colocación de emisores de diferentes sectores y ha logrado cierto grado de diversificación. Se ha aumentado la "masa crítica" de emisión en los frentes de montos mínimos y liquidez, se han disminuido las tasas de interés y se han alargado los plazos. Sin embargo, existen varios obstáculos por superar.

Todavía existe cierto "enanismo" financiero. Mientras que el mercado total (incluyendo el sector bancario) de Brasil asciende al 296% del PIB, el de Colombia llega a 157% (ver cuadro 1). Es un problema

**Cuadro 1. Composición del sistema financiero de los mercados emergentes (% del PIB; 2009)**

	<u>Mercado de Acciones</u> (a)	<u>Mercado de Bonos</u> (b)	<u>Sistema Bancario</u> (c)	<u>Mercados Financieros</u> (a)+(b)+(c)
Malasia	157	99	204	460
Sur África	278	49	120	447
Corea del Sur	92	128	121	341
Brasil	85	79	133	299
Tailandia	74	55	131	260
Turquía	38	36	90	164
<b>Colombia</b>	<b>79</b>	<b>29</b>	<b>50</b>	<b>157</b>

Fuente: cálculos IFC.

# ENFOQUE

## MERCADO DE CAPITALES



JUNIO 24 DE 2011

PÁGINA 3

simultáneo de oferta (se perciben excesivos costos de emisión) y de demanda (sobre todo problemas de iliquidez). Algunas empresas que han emitido bonos buscan sustituir deuda bancaria, pero en realidad sólo un tercio de ellas opera en ambos mercados. En cambio ha existido un buen campo para sustituir deuda externa por deuda local.

El mercado de renta fija luce concentrado en títulos del gobierno (26% del PIB en TES frente al 6.4% de bonos privados) y los niveles de deuda privada son inferiores a los de otros emergentes. Ello ha derivado en pocas estructuras de emisión de bonos, que se limitan simplemente a seguir la plantilla de los TES (*plain vanilla*). Esto se manifiesta en poca variedad financiera. El mercado aún no ha madurado lo suficiente como para aceptar emisión de títulos de renta fija que no sean calificados como triple A. Muchos bonos privados carecen de iliquidez y de curvas de referencia, lo cual les acarrea problemas de valoración.

La estandarización de las emisiones de bonos y la carencia de productos diferentes han debilitado la tarea de los estructuradores. Si bien las tarifas de emisión todavía son competitivas, los emisores no obtienen suficiente valor agregado por esas operaciones.

*El mercado de renta fija luce concentrado en títulos del gobierno (26% del PIB en TES frente al 6.4% de bonos privados) y los niveles de deuda privada son inferiores a los de otros emergentes.*

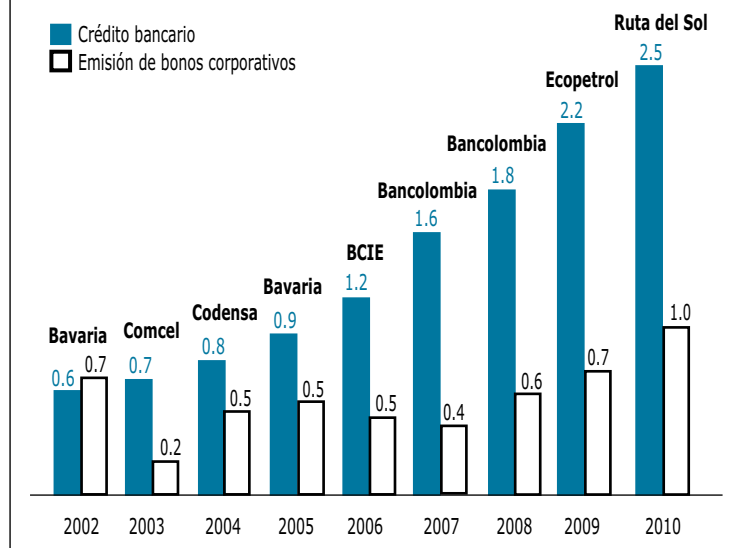
Finalmente, el sector bancario se ha convertido en un gran competidor para el mercado de capitales, reaccionando en tasas y plazos. Por ejemplo, grandes concesiones viales han recogido más dinero en créditos sindicados que en emisión de bonos (ver gráfico 1).

### Conclusiones

Colombia ha dado pasos importantes en su consolidación macroeconómica y en el desarrollo del mercado de capitales. Sin embargo, existen obstáculos a superar, donde el marco regulatorio debe cerrar las brechas entre oferentes y demandantes. La educación financiera es clave en la creación de un mercado para especialistas (*start ups*).

En particular, en ese mercado de "especialistas de nicho" se debe trabajar más en los temas de calificación, obtención de liquidez y variedad de productos. Esto implica, entre otros, rediseñar el esquema de creadores de mercado de deuda pública y profesionalizar a las bancas de inversión. Éstas últimas deben ser estructuradores competentes, cuyas tareas deben ser verificables, transparentes y que hagan la "debida diligencia".

**Gráfico 1. Principales operaciones de financiamiento en Colombia: crédito bancario y mercado de capitales (billones de pesos)**



Fuentes: cálculos Corficolombiana con base en Superintendencia Financiera.

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

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