

MERCADOS DE CAPITALES Y CRISIS MUNDIAL

El mercado accionario en Colombia tuvo un dinamismo importante durante 2011. A diferencia de lo ocurrido durante 2009-2010, cuando los emisores prefirieron recargar su financiación sobre instrumentos de renta fija, la emisión de acciones en el mercado local alcanzó un récord de \$12.9 billones (1.9% del PIB) en 2011. Sin embargo, la valorización de estas emisiones ha sido lenta frente a lo observado con las realizadas en 2006-2007, cuando se colocaron casi \$6 billones (1.3% del PIB) correspondientes al 10% de Ecopetrol. En esta ocasión el mercado secundario ha sufrido de cierta "contaminación" proveniente de la prolongada crisis internacional.

En particular, el Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) experimentó un desplome del 18% durante 2011. La buena noticia es que, durante enero-marzo de 2012, dicho IGBC había experimentado una valorización hasta del 24%, más que borrando dichas pérdidas. Sin embargo, nuevamente durante mayo-junio de 2012 su valorización anual ha vuelto a ser nula, dada la inminente salida de Grecia de la Zona Euro, las dificultades bancarias de España y el estancamiento en la corrección del desempleo en Estados Unidos, ahora a niveles del 8.2%. Adicionalmente, el mundo emergente, que hasta ahora había impulsado la economía global, se está desacelerando: se espera que China crezca "apenas" un 7.5%, mientras que India lo haría en un 7.1% y América Latina tan sólo crecería un 3.5% durante 2012.

Dada esta coyuntura, vale la pena analizar la situación del mercado de ca-

La emisión de acciones en el mercado local alcanzó un récord de \$12.9 billones (1.9% del PIB) en 2011.

Sin embargo, la valorización de estas emisiones ha sido lenta frente a lo observado con las realizadas en 2006-2007, cuando se colocaron casi \$6 billones (1.3% del PIB) correspondientes al 10% de Ecopetrol.

pitales de Colombia, donde los mensajes escuchados en el XXV Simposio organizado por Asobancaria (Medellín 3-4 de mayo de 2012) resultan pertinentes. Como veremos, Colombia tiene importantes desafíos en lo relacionado con la regulación tributaria y con la mayor inclusión de agentes a este mercado.

El contexto económico internacional

Durante el primer trimestre de 2012 la economía mundial continuó desacelerándose. Estados Unidos creció sólo un 1.9%, Europa un 0% y China se perfila hacia expansiones del 7.5% e India hacia el 7.1%

durante este año. Ello ya está generando vientos de contagio sobre América Latina, especialmente a través de una caída en el precio de los *commodities*, con particular afectación de Brasil, Argentina, Chile, Perú y Colombia. Por ejemplo, el precio del petróleo ha descendido de niveles de US\$100-115/barril en enero-marzo de 2012, cuando la crisis de Medio Oriente amenazaba con bloqueos al estrecho de Ormuz, hacia los US\$80-85/barril en semanas recientes (ver *Enfoque* No. 61 de mayo de 2012).

En buena medida, dicha desaceleración proviene de la recesión que experimenta Europa, lo cual ha venido a agravar su delicada posición fiscal y, ahora, a provocar verdaderas "corridas bancarias". Primero fue el caso de Gran Bretaña (2007-2008), después el de Irlanda (cuya garantía bancaria gubernamental equivalió a un costo del 60% del PIB) y, más recientemente, los casos de Grecia y España (actualmente en plena "erupción"). Cerca de unos 40 bancos europeos han experimentado reducciones drásticas de sus calificaciones crediticias durante 2011-2012 y durante los meses de abril-mayo la "corrida" bancaria implicó un drenaje de depósitos del orden del 30% en Grecia y del 15% en España. Ante el temor de un eventual abandono de la Zona Euro, el público ha retirado sus dineros para depositarlos en bancos de Alemania, Francia y Suiza. De no lograrse un pronto respaldo (preferiblemente explícito) de garantía a la emisión de eurobonos (a lo cual se viene resistiendo Alemania), los países más vulnerables (los llamados

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



JUNIO 14 DE 2012

PÁGINA 2

PIIGS) podrían verse obligados a declarar “corralitos” para contener la hemorragia financiera, tal como tuvo que hacerlo Argentina (2000-2001).

El caso más reciente es el de Bankia, el banco español más expuesto al crédito hipotecario, pues requiere una inyección de capital por €\$19.000 millones (cerca de un 2% del PIB), aparte de los €\$4.500 millones otorgados a través del fondo español de rescate bancario (FROB). El gobierno español venía evitando hacer una solicitud formal de apoyo al FMI y a la Unión Europea, pero a mediados de junio la situación se hizo insostenible y requirió apoyos por el equivalente al 10% del PIB para proceder a recapitalizar sus principales bancos. Ahora su posición fiscal se ha deteriorado en el flujo, con déficits del orden del 6%-9% del PIB, y también el stock, pues tras dicho paquete quedaría con una deuda pública cercana al 70% del PIB.

Prácticamente todo el mundo desarrollado está en un doloroso proceso de desapalancamiento financiero. Desde el punto de vista de los hogares, se trata de equilibrar las funciones de consumo/ahorro; desde la óptica bancaria, se trata de elevar el capital tangible para poder enfrentar esta volatilidad de las carteras y del fondeo global. En el caso de Estados Unidos, la relación crédito/PIB se ha reducido del 243% del PIB al 231% durante 2007-2010. Todo parece indicar que el mundo desarrollado

Prácticamente todo el mundo desarrollado está en un doloroso proceso de desapalancamiento financiero. Desde el punto de vista de los hogares, se trata de equilibrar las funciones de consumo/ahorro; desde la óptica bancaria, se trata de elevar el capital tangible para poder enfrentar esta volatilidad de las carteras y del fondeo global.

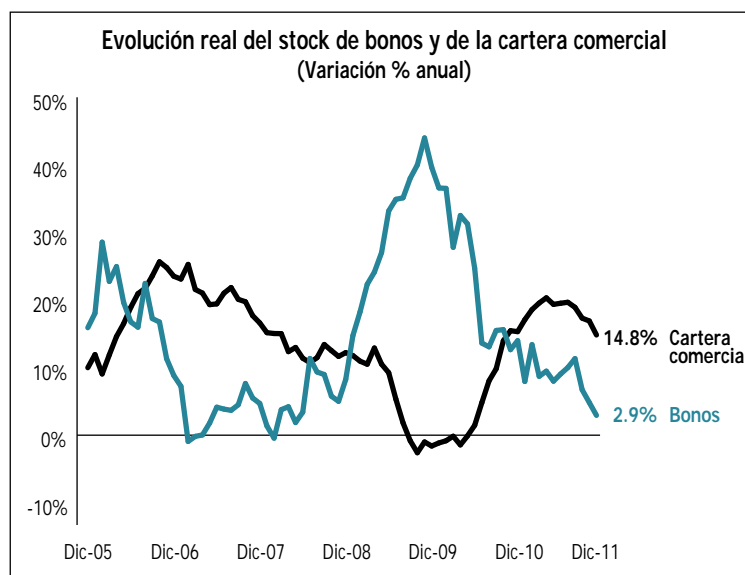
seguirá en ese doble proceso de desapalancamiento y recapitalización durante 2012-2014, dejando a las instituciones como bancos zombie, que poco estarán aportando al crecimiento y al empleo en el futuro cercano (ver *Informe Semanal* No. 1126 de junio de 2012).

Avances y desafíos del mercado de capitales en Colombia

A diferencia de los mercados financieros de los países desarrollados, Colombia pasa por un buen momento. Su relación crédito/PIB se ha elevado del 33% al 36% en los dos últimos años, obteniendo una expansión cercana al 20% real durante 2011, tal vez demasiado rápida. Por esta razón, tanto el Banco de la República como la Superintendencia Financiera

han buscado “enfriar” un poco esa rápida expansión. Para ello, se elevó la tasa repo-central del 3% al 5.25% y se han endurecido las llamadas provisiones anticíclicas durante 2011-2012.

Cabe destacar la complementariedad entre el mercado intermedio y el mercado de capitales. Por ejemplo, mientras que la cartera comercial creció un 14.8% real en 2011, la emisión de bonos corporativos lo hizo a sólo un 2.9% real (ver gráfico 1). En este sentido, cabe destacar el mensaje que se escuchó en dicho Simposio del Mercado



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera, Deceval y Dane.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



JUNIO 14 DE 2012

PÁGINA 3

de Capitales, donde la estabilidad de estos mercados depende de forma importante de la existencia de instrumentos complementarios, como el aquí señalado entre cartera comercial y bonos corporativos emitidos por el sector real.

Hacia el futuro, lograr la estandarización en las emisiones de renta fija será clave para ganar en profundidad del mercado de capitales. A este respecto el llamado “bono genérico” que se está desarrollando para el financiamiento de la infraestructura jugará un papel crucial durante 2012-2017. Después de estimulantes colocaciones por parte del sector real en 2009, las emisiones de bonos privados se volvieron a concentrar en el sector financiero durante 2011. Allí radica uno de los grandes retos de este mercado: estimular la llegada de más firmas del sector real, tanto en emisiones de renta fija (bonos corporativos), como de renta variable (IGBC), abriendo también espacios especiales para las Pymes.

La experiencia proveniente de la Ley 964 de 2005 ha sido exitosa, pues ha permitido el surgimiento de una variedad de instrumentos de inversión que han florecido a pesar de las dificultades del mercado internacional. Vale la pena destacar, por ejemplo, el surgimiento del primer *Exchange-Traded Fund* (ETF) en Colombia en 2011. El marco regulatorio proveniente del Decreto 2555 de 2010 ha permitido que el ColCap utilice su plataforma. Así, en julio de 2011 se dio a conocer al mercado el ETF iColcap, bajo el administrador BlackRock. En él, los inversionistas están expuestos a la canasta accionaria del ColCap, donde al menos un 90% de dicho ETF está referido a sus acciones componentes. En este caso se

Quedan retos importantes por delante. Las emisiones de renta fija privada deben penetrar más el sector real. Además, se deben abrir canales alternativos, tanto en emisión de acciones como de bonos para las Pymes. Todo esto se hará más fácil en un contexto de integración regional, como el que se viene impulsando a través del MILA.

trata de una gestión de tipo “pasivo”, donde los activos seleccionados permanecerán estáticos en ausencia de rebalanceo del subyacente del índice.

Entre tanto, los fondos de capital privado también han tenido un importante despegue. La flexibilidad de este mecanismo, creado a partir del Decreto 2175 de 2007, le ha permitido ascender a un 0.4% del PIB en 2012. La reciente aprobación de los llamados multifondos generacionales, para el manejo del ahorro de las AFPs (según Ley 1328 de 2009), también debe ayudar a profundizar este tipo de nuevas opciones financieras.

Asimismo, es importante promover la participación de inversionistas internacionales, más aun cuando los mercados de capitales están en proceso de internacionalización. Así, la eventual consolidación del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) debe aprovecharse para tal propósito. Ello impli-

cará “homologar” los tratamientos tributarios frente a Perú, Chile, México y Brasil, cubriendo las acciones, renta fija y derivados.

Conclusiones

Hemos visto cómo Colombia ha sabido aprovechar la coyuntura 2005-2012 para profundizar su mercado de capitales. De una parte, se revitalizaron las emisiones de acciones en 2006-2007 y nuevamente en 2011, añadiendo cerca del 2.5% del PIB en emisiones primarias. De otra parte, se ha aprovechado el mercado de renta fija privada (bonos corporativos) para complementar las necesidades de financiamiento del sector real colombiano, acumulando ahora cerca del 3.4% del PIB en stock de bonos corporativos, equivalente a un 40% del total de dichos bonos, donde el restante 60% lo ha utilizado el sector financiero para sus necesidades operativas y de capitalización.

También se han generado instrumentos novedosos para Colombia, tales como los ETFs y los fondos de capital privado. Ello se ha logrado a pesar de un difícil contexto internacional, donde el balance de riesgos muestra un mundo desarrollado en medio de una difícil crisis y unas economías emergentes con elementos de contagio, tanto en desaceleración económica como con principios de tensión financiera.

No obstante, quedan retos importantes por delante. Las emisiones de renta fija privada deben penetrar más el sector real. Además, se deben abrir canales alternativos, tanto en emisión de acciones como de bonos para las Pymes. Todo esto se hará más fácil en un contexto de integración regional, como el que se viene impulsando a través del MILA.

Escríbanos sus comentarios a: areyes@deceval.com.co o 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.