



editorial

- 2 | Fusiones y adquisiciones en el mercado
bursátil colombiano

actualidad económica

- 7 | El desarrollo del mercado de
capitales en Colombia
Sergio Clavijo y Alejandro Vera
- 14 | ¿Cómo desarrollar los mercados de capitales?
Augusto de la Torre y Sergio Schmukler
- 22 | El nuevo supervisor integrado del sistema financiero
colombiano: presentación de la Superintendencia Financiera
Camilo Zea
- 31 | La fusión de las Superintendencias Bancaria
y de Valores en Colombia: una apuesta de largo alcance
Jorge A. Saza y Claudia Álvarez
- 39 | Apetito por riesgo y volatilidad
en el mercado de deuda colombiano
Adriana Nieto

notas destacadas de Anif

- 42 | El conflicto interno y sus requerimientos fiscales
- 47 | Telefonía móvil, bienestar masivo
y telecomunicaciones en Colombia
- 50 | El desarrollo económico y el
círculo virtuoso de la educación

entrevista

- 55 | Entrevista al Superintendente Financiero
Augusto Acosta
El súper Super

torre de marfil

- 60 | La carga del hombre-blanco: sobre por qué los esfuerzos
de Occidente han hecho tanto daño y tan poco bien
Libro escrito por William Easterly
Comentado por Sergio Clavijo

El nuevo supervisor integrado del sistema financiero colombiano:

presentación de la Superintendencia Financiera

Camilo Zea*

1. Aspectos generales

La creación de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) representa el inicio de un nuevo esquema de supervisión integrada para el sistema financiero en su totalidad, cubriendo los sectores asegurador, bancario, de pensiones y de valores. Se trata de un esquema acorde con las significativas transformaciones del sistema en la última década, que busca mercados financieros estables, equitativos, eficientes y transparentes; entidades sólidas y competitivas; y consumidores que reciben productos y servicios de alta calidad.

La SFC es el resultado de la fusión de las anteriores Superintendencia Bancaria (SBC) y Superintendencia de Valores (SVC).¹ La SFC es un organismo técnico encargado de la inspección, vigilancia y control sobre las personas que realicen actividades financieras, bursátiles, aseguradoras y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento o inversión de recursos del público en Colombia. Su misión es supervisar el sistema financiero con el fin de (i) preservar su estabilidad, integridad, seguridad

y confianza; (ii) promover, organizar y desarrollar el mercado de valores, y (iii) proteger a los inversionistas, ahorradores y asegurados.

La SFC supervisa el sistema financiero en su integridad, incluyendo los sectores asegurador, de crédito, de pensiones y de valores, así como a los proveedores de infraestructura del mismo. Específicamente, la SFC *vigila* los bancos y demás intermediarios financieros, las sociedades comisionistas de bolsa y demás intermediarios de valores, las compañías de seguros y demás entidades aseguradoras e intermediarios de seguros, las sociedades fiduciarias, sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, y las bolsas de valores y agropecuarias y demás proveedores de infraestructura². Adicionalmente, la SFC ejerce el *control* de los emisores de valores. El cuadro 1 muestra el detalle de las entidades supervisadas.

2. Razones para la fusión

La decisión de fusionar las SBC y SVC se fundamentó principalmente en razones de orden técnico, respaldadas

por estudios especializados.³ Entre ellas se resaltan: (i) los cambios en el

* Director de Investigación y Desarrollo. Superintendencia Financiera de Colombia. Documento realizado por los asistentes de la Dirección. El presente artículo tiene un carácter estrictamente académico y no compromete la responsabilidad ni la posición institucional de la Superintendencia Financiera de Colombia.

¹ La integración se realizó mediante el Decreto 4327 de 2005, “por el cual se fusiona la Superintendencia Bancaria de Colombia en la Superintendencia de Valores y se modifica su estructura”.

² La Supervisión que realiza la SFC, en términos generales, tiene dos facetas principales: (i) la vigilancia, que se ejerce frente a la mayor parte de entidades, implica atribuciones amplias para adquirir información de diversa índole, verificar que las actuaciones de éstas se ajusten a lo señalado en las normas, y tomar u ordenar las medidas correctivas que sean necesarias. (ii) El control, que se ejerce frente a los emisores de valores, consiste en verificar que ajusten sus operaciones a las normas que regulan el mercado de valores y velar por la oportunidad y suficiencia de la información que suministran al mercado de valores.

³ Ver: (i) Acosta Torres, A., 2005, Nuevo Supervisor Financiero (Presentación), Gerencia del Proceso de Integración de las Superintendencias Bancaria y de Valores, junio. (ii) Carmichael, Jeffrey, 2004, Colombia: Creation of a Unified Supervisory Agency for the Financial Sector, Final Report Nov.

sistema financiero colombiano, (ii) la creciente consolidación institucional del sistema reflejada en la existencia de importantes conglomerados financieros, (iii) la necesidad de eliminar arbitrajes regulatorios, (iv) la unificación de la supervisión prudencial y de conducta, y (v) la necesidad de profundizar la supervisión por riesgos.

En primer lugar, a partir de los años noventa los productos y servicios

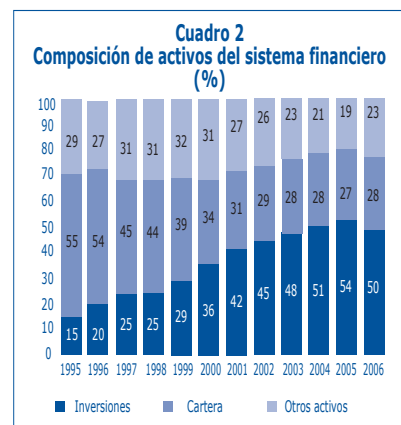
financieros ofrecidos en el mercado colombiano, así como los participantes en los mismos, cambiaron de forma notable. Estos cambios se reflejan en :

- *Los nuevos riesgos en la composición de los estados financieros de los establecimientos de crédito y el sistema.* Las inversiones pasaron de representar el 8.7% del balance en diciembre de 1995 al 32.7% en

diciembre de 2005, acrecentando la importancia de la supervisión de los riesgos de mercado y operativos frente al tradicional riesgo de crédito (a septiembre de 2006 representaban el 25.1%). Por otra parte, las inversiones no sólo han ganado participación en los establecimientos de crédito, sino frente al sistema financiero en general, amplificando la importancia de los riesgos de mercado (ver cuadro 2).

Cuadro 1 Entidades supervisadas		
Grupo	Tipo de entidad	No.
Intermediarios financieros	Bancos	18
	Compañías de financiamiento comercial	25
	Entidades públicas de carácter especial	12
	Otros intermediarios financieros	60
	Subtotal	115
Intermediarios de valores y otros agentes	Comisionistas de bolsa de valores	39
	Comisionistas de bolsa agropecuaria	35
	Otras entidades e intermediarios	4
	Subtotal	78
Proveedores de infraestructura	Bolsas	3
	Administradoras de sistemas de pago de bajo valor	6
	Casas de cambio	10
	Otros proveedores de infraestructura	9
	Subtotal	28
Aseguradoras e intermediarios de seguros y reaseguros	Compañías de seguros generales	22
	Compañías de seguros de vida	20
	Otras entidades e intermediarios	71
	Subtotal	113
Pensiones, cesantías y fiduciarias	Administradoras de fondos de pensiones y cesantías	6
	Administradoras del régimen solidario de prima media	7
	Sociedades fiduciarias	26
	Subtotal	39
Emisores y otros agentes	Entidades emisoras de valores sector real	153
	Titularizadoras, calificadoras, fondos mutuos y otros	92
	Subtotal	245
Total		618

Nota: la información de esta tabla, en general aunque no exclusivamente, se refiere a personas jurídicas supervisadas y no incluye otros entes como los portafolios de inversión.



- *El desarrollo acelerado de inversionistas institucionales y carteras colectivas.* El portafolio de inversiones de los fondos de pensiones y sociedades fiduciarias pasó de representar el 10% del PIB en 1997 al 33% en 2005 (a septiembre de 2006 representaba el 35.4% del PIB de 2005).

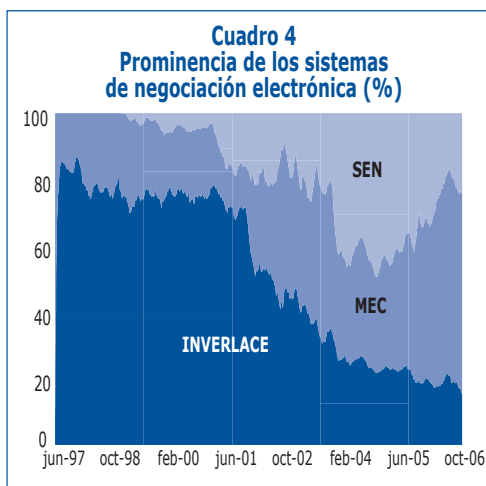
- *El crecimiento de los mercados de activos financieros por encima de las expectativas.* En el mercado de renta fija, de un promedio en el volumen total transado de 1.2 billones en el cuarto trimestre de 1997 se pasó a uno de 12.1 billones en el mismo período de 2005 (para el segundo trimestre de 2006 el promedio fue de 13.4 billones) (ver cuadro 3).

- *Prominencia de los sistemas electrónicos de negociación de activos financieros.* La negociación de activos financieros ha pasado de realizarse

principalmente en transacciones *over the counter* (OTC, Inverlace) a transacciones en sistemas electrónicos. Así, durante el tercer trimestre de 1997 el promedio de valor transado en los sistemas electrónicos fue del 16.4%, mientras que en el cuarto trimestre de 2005 fue del 79.7% (para el tercer trimestre de 2006 el promedio fue de 81.7%) (ver cuadro 4). Esto ha generado concentración de liquidez en sistemas transaccionales y exposición de las operaciones, mejorando la formación de precios y la integridad del mercado.

En segundo lugar, en la última década el sistema financiero colombiano ha presentado una importante consolidación institucional tanto a nivel individual como de conglomerados que incorporan entidades de los sectores bancario, de seguros, de pensiones y de valores. A nivel individual, por ejemplo, el número de establecimientos de crédito, sin incluir cooperativas, pasó de 106 en 1998 a 48 en 2005 (45 a septiembre de 2006). Por otra parte, en diciembre de 1998 el banco más grande representaba el 10.4% de los activos bancarios, los tres bancos más grandes el 26.5% y los cinco más grandes el 38.6%; para 2005 estos datos ascendían a 20.2%, 39.8% y 52.4%, respectivamente.⁴ A nivel de conglomerados, actualmente los tres principales grupos económicos representan el 60.4% de los activos del total de establecimientos de crédito.⁵

En tercer lugar, durante la última década los mercados financieros se integraron en la práctica; sin embargo, los supervisores seguían separados, lo cual generó arbitrajes regulatorios. Un ejemplo son las carteras colectivas que, en caso de ser administradas por una sociedad fiduciaria, eran supervisadas por la SBC, mientras que cuando era administradas por sociedades comisionistas de bolsa, la supervisión correspondía a la SVC. En



este sentido era necesaria la presencia de un supervisor integrado con el fin de unificar las “reglas del juego” evitando la presencia de regímenes y criterios de supervisión diferentes frente a entidades que realizan actividades iguales.

En cuarto lugar, y ligado a lo anterior, era necesaria la unificación de la supervisión prudencial y de conductas. En términos generales, la supervisión bancaria ha tenido un carácter principalmente prudencial (evitar la ocurrencia de crisis sistémicas), mientras que la supervisión de valores se enfocó en la protección del inversionista y la eficiencia de los mercados.⁶ En la práctica, la diferencia mencionada dio origen a esquemas de supervisión que aunque tenían características distintivas no eran radicalmente diferentes y

presentaban múltiples puntos de intersección.

Finalmente, se hacía necesaria la profundización de la supervisión por riesgos. Los cambios que ha experimentado el sistema financiero han implicado que la supervisión financiera gire hacia un esquema de supervisión por riesgos en el cual su intensidad, así como los recursos del supervisor, sea asignada de acuerdo con el perfil de riesgo de las entidades. Este esquema parte del principio de que los riesgos son transversales a distintos tipos de entidades; así por ejemplo, el riesgo de mercado de un título valor es el mismo independientemente de si se encuentra en el balance de un banco, de una compañía de seguros, un fondo de pensiones o una empresa comisionista de valores.

3. Cadena de valor y estructura organizacional

La creación de la SFC parte del reconocimiento de una cadena de valor en la que intervienen los consumidores, el sistema financiero y el supervisor.⁷ Dentro de esta cadena, el núcleo de supervisión interactúa de manera eficiente y eficaz directamente con el sistema financiero y éste, a su vez, suministra

⁴ A septiembre de 2006 estos valores equivalían a 19.4%, 42.9% y 56.4%, respectivamente.

⁵ Esta cifra incluye únicamente los establecimientos de crédito de los grupos consolidables, frente al total de activos de establecimientos de crédito sin cooperativas ni instituciones oficiales especiales. Cifras con corte a agosto de 2006.

⁶ Ver: Allen, F. and Herring, R.J., 2001, Banking Regulation versus Securities Market Regulation, The Wharton Financial Institutions Center, Working Paper 01-29, Jul. <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/01/0129.pdf>.

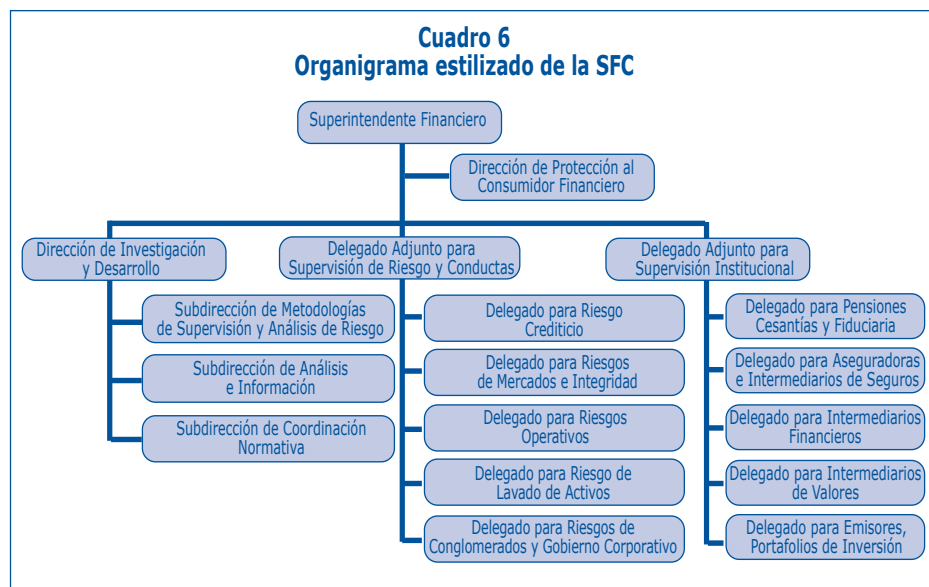
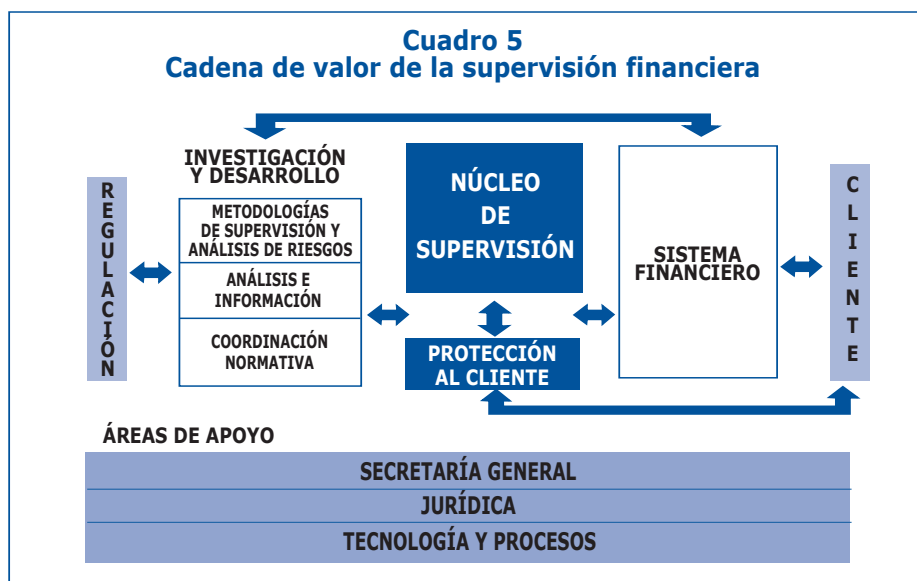
⁷ Acosta Torres, A., 2005, Nuevo Supervisor Financiero (Presentación), Gerencia de Proceso de Integración de las Superintendencia Bancaria y de Valores, junio.

al consumidor los productos o servicios que demanda. De esta forma, el supervisor agrega valor al generar confianza, fomentar mejores prácticas de administración de riesgos, proporcionar información al mercado y proteger y educar al consumidor financiero. El cuadro 5 muestra de forma gráfica la cadena de valor de la supervisión financiera.

El diseño de la SFC es consistente con la estructura del sistema financiero que debe supervisar y se soporta sobre tres pilares que, a su vez, reflejan las principales funciones que desarrolla la entidad: supervisión institucional, supervisión de riesgos e investigación y desarrollo (ver cuadro 6). Este esquema combina los enfoques institucional (por tipos de entidades) y funcional (por riesgos o actividades) dentro de un núcleo de supervisión, buscando aprovechar las ventajas que ofrece cada uno. Adicionalmente, se crea una clara distinción entre las labores de supervisión y la producción de políticas y metodologías. A continuación se resaltan las funciones de las áreas de Investigación y Desarrollo, y Protección al Consumidor

- *Investigación y desarrollo.* La Dirección de Investigación y Desarrollo (DI&D) es el área responsable de la producción coordinada de los insumos de información, metodología y análisis, que el núcleo de supervisión debe utilizar en el ejercicio de sus funciones. La DI&D combina los aspectos técnicos financieros y económicos con los jurídicos, con el fin de generar insumos de supervisión integrales, así como de producir normas de administración de riesgos que deben ser aplicadas por los entes supervisados.

De esta forma, la presencia de la



DI&D permite, por una parte, que el núcleo de supervisión se dedique de manera exclusiva a la vigilancia de los riesgos del sistema, y por otra, que las normas de administración de riesgos e instrumentos de supervisión sean producidos por un área especializada en metodologías de supervisión y análisis de riesgos, asegurando la mayor rigurosidad técnica.

- *Protección al consumidor.* La SFC tiene como uno de sus objetivos fundamentales la protección de los inversionistas, ahorradores y asegu-

rados (ver sección 5). De esta labor se encarga principalmente la Dirección de Protección al Consumidor Financiero, la cual, en general, propone y coordina la adopción de políticas y mecanismos de protección para los consumidores financieros. Adicionalmente, tiene una función de educación del consumidor financiero, consistente en el desarrollo de programas didácticos y de divulgación de información frente a los productos ofrecidos por el sistema financiero y los beneficios y riesgos asociados a los mismos.

4. Esquema matricial de supervisión

El núcleo de supervisión, conformado por las áreas de supervisión institucional y de riesgos, interactúa matricialmente (ver cuadro 7) frente a los entes supervisados, partiendo del principio de que los riesgos son transversales a distintas actividades y entidades. Así, una misma entidad puede ser objeto de examen por más de un área de supervisión. Por ejemplo, el delegado para pensiones, cesantías y fiduciarias supervisa institucionalmente a las administradoras de fondos de pensiones y, al mismo tiempo, los delegados de riesgos supervisan los riesgos de mercado, operativos, de lavado de activos, de conglomerados y gobierno de éstos.

El esquema matricial de supervisión permite que cada área de supervisión se especialice en un determinado riesgo o temática, generando el nivel de conocimiento técnico y experiencia requeridos en temas de alta complejidad. La creación de cinco delegaturas especializadas de riesgos responde al objetivo de profundizar la supervisión de los riesgos del sistema financiero (ver cuadro 8). Por su parte, las delegaturas de supervisión institucional se encargan de aquellos aspectos referentes a las normas prudenciales mínimas (incluyendo el capital adecuado), la información

contable, situaciones especiales de mercado como fusiones, etc. Además, el supervisor institucional recoge el análisis que realizan los supervisores de riesgos, buscando el conocimiento integral de cada entidad supervisada.

Mediante este esquema matricial se logra un proceso constructivo de discusión y consulta frente a las decisiones supervisoras. En efecto, en un esquema puramente institucional, la mayoría de decisiones frente a un supervisado tiende a concentrarse en cabeza de un área que puede tomar decisiones de forma autónoma, sin necesidad de consultar con sus pares. Por el contrario, en la SFC las decisiones en los temas de mayor importancia involucran la interacción de delegaturas institucionales y de riesgos que deben seguir un proceso de discusión y consulta que necesariamente brinda mayores elementos de juicio y transparencia en la toma de decisiones.

5. Objetivos de la supervisión

Como se dijo al principio, la supervisión que realiza la SFC tiene tres objetivos fundamentales: (i) preservar la estabilidad, seguridad y confianza en el sistema financiero, velando porque las instituciones que lo integran mantengan permanente solidez económica y coeficientes de liquidez apropiados para atender sus obligaciones; (ii)

promover, organizar y desarrollar el mercado de valores colombiano, velando por su integridad y porque la conducta de los participantes en los mercados se ajuste al cumplimiento de la normatividad y de los valores éticos; y (iii) proteger a los inversionistas, ahorradores, asegurados y al consumidor financiero en general, velando por el respeto de sus derechos y el cumplimiento de las obligaciones que de éstos se derivan.⁸

En primer lugar, la SFC debe velar por la estabilidad del *sistema* financiero, no por la de las entidades individuales que lo conforman.⁹ Naturalmente, la estabilidad del sistema

⁸ Estos objetivos, consagrados en el Artículo 8 del Decreto 4327 de 2005, recogen las directrices internacionales en materia de supervisión financiera. En efecto, el Joint Forum, instancia que reúne a las asociaciones internacionales de supervisores bancarios, de seguros y de valores, indica que los objetivos de la supervisión de los tres sectores incluyen tanto la estabilidad del sistema como la protección de los consumidores (Joint Forum 2001, Core Principles Cross-Sectoral Comparison, Bank for International Settlements, Basel. Nov. Disponible en: <http://www.bis.org/publ/joint03.pdf>).

⁹ El término “estabilidad” del sistema financiero tradicionalmente se ha referido a la ausencia de crisis bancarias, especialmente aquellas asociadas con “pánicos” o “corridas” de depósitos relacionadas con falta de confianza en una o varias entidades. Más recientemente se ha vinculado con el funcionamiento del sistema de pagos de la economía y la facilidad con que las entidades y mercados financieros puedan movilizar el ahorro, proveer liquidez y asignar recursos. En todo caso, la literatura financiera señala que éste es un término que no tiene un significado único y que por lo tanto involucra un cierto grado de ambigüedad (Grunbichler A. and Darlap, P. 2004, Integration of EU financial markets supervision: Harmonisation or unification? Journal of Financial Regulation & Compliance, vol. 12, no. 1, págs. 36-44; Summer, M. 2003, Banking Regulation and Systemic Risk, Open Economies Review, vol. 14, no. 1, pp. 43-70).

Cuadro 7
Interacción matricial del núcleo de supervisión

Supervisión institucional / Supervisión de riesgos	Delegado para pensiones, cesantías y fiduciarias	Delegado para aseguradoras e intermediarios de seguros	Delegado para intermediarios financieros	Delegado para intermediarios de valores	Delegado para emisores y portafolios de inversión
Delegado para riesgo crediticio			✓		
Delegado para riesgos de mercados e integridad	✓	✓	✓	✓	✓
Delegado para riesgos operativos	✓	✓	✓	✓	✓
Delegado para riesgo de lavado de activos	✓	✓	✓	✓	✓
Delegado para riesgos de conglomerados y gobierno	✓	✓	✓	✓	

Cuadro 8. Principales tipos de riesgos

Tipo de riesgo	Definición
Riesgo de crédito	Es la posibilidad de pérdida debido a que una contraparte de una transacción (e.g. deudor) no cumpla con su obligación de pago.
Riesgo de mercado	Es la posibilidad de pérdida debido a variaciones en precios que afecten de manera negativa el valor de las posiciones dentro o fuera del balance de una entidad.
Riesgo técnico seguros	Es la posibilidad de pérdida debido a que el valor estimado de los pasivos contingentes es de insuficiente para cubrir las obligaciones frente a los tomadores de pólizas y sus beneficiarios.
Riesgo operativo	Es la posibilidad de pérdida debido a la inadecuación o a fallos de los procesos, el personal y los sistemas internos o bien a causa de acontecimientos externos.
Riesgo de conglomerados	Es la posibilidad de pérdida que puede sufrir una o varias entidades pertenecientes a un grupo económico, por la realización de operaciones o transacciones, o contagio con entidades del mismo grupo.
Riesgo de gobierno corporativo	Es la posibilidad de pérdida que puede sufrir una entidad debido a fallas en su estructura de dirección y control.
Riesgo de lavado de activos	Es la posibilidad de pérdida que puede sufrir una entidad por su propensión a ser utilizada directamente o a través de sus operaciones como instrumento para el lavado de activos y/o el financiamiento del terrorismo.

está en función de las entidades individuales. Sin embargo, por diversas razones, éstas pueden tener problemas sin que el sistema de pagos se vea comprometido o se presenten traumatismos en la movilización y asignación de recursos en la economía. En este sentido, por ejemplo, para el caso de los bancos, el Comité de Basilea en sus Principios Básicos de la Supervisión Bancaria manifiesta que “la supervisión no puede y no debe asegurar que los bancos no fallarán. En una economía de mercado, las fallas son parte de la toma de riesgos”.¹⁰

De acuerdo con lo anterior, la misión encomendada a la SFC de preservar la estabilidad, seguridad y confianza en el sistema se concreta en dos puntos fundamentales: (i) velar porque las entidades financieras tengan adecuados niveles de capital en relación con los riesgos que asumen con el fin de que puedan respaldar el normal funcionamiento de sus actividades, y (ii) velar porque las entidades vigiladas tengan adecuados sistemas de administración de riesgos

que les permitan identificar, medir, controlar y monitorear los riesgos a que están expuestas en el desarrollo de sus negocios.

En segundo lugar, el sistema financiero colombiano, al igual que el de muchos países emergentes, se caracteriza por tener un mayor desarrollo en el sector bancario que en el mercado de capitales. Por ejemplo, en mercados accionarios desarrollados, la proporción entre la capitalización bursátil al PIB está cerca del 100%, mientras que para 2005 en Colombia la misma fue alrededor del 40%.¹¹ Por esta razón, es necesario que la autoridad de supervisión participe activamente en la promoción, organización y en general en el desarrollo del mercado de valores, estableciendo y haciendo cumplir reglas claras que incentiven adecuados estándares en la industria, especialmente frente a los intermediarios y emisores. Éstos deben generar altos niveles de integridad, profesionalismo y revelación de información, fundando la confianza necesaria para que los distintos

agentes participen activamente en el mercado de capitales.

En tercer lugar, la protección del consumidor financiero es una de las prioridades de la SFC. Como regla general, el servicio financiero debe prestarse con profesionalismo, en

¹⁰ Ver: Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) 2006, Core Principles for effective banking supervision, Bank for International Settlements, Basel. Oct. Disponible en: <http://www.bis.org/publ/bcbs129.pdf>. Adicionalmente, el Comité de Basilea ha expresado que “los bancos pueden fallar y de hecho lo hacen, y debería haber conciencia pública de esto. “Los objetivos de proteger el sistema financiero y el interés de los depositantes no son incompatibles con la falla individual de bancos. La salida ocasional de un banco puede ayudar a proveer el balance adecuado de incentivos”. (Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) 2002, Supervisory Guidance on Dealing with Weak Banks, Report of the Task Force on Dealing with Weak Banks, Bank for International Settlements, Basel. Mar. Disponible en: <http://www.bis.org/publ/bcbs88.pdf>).

¹¹ Esto refleja el aumento acelerado de los últimos tres años. El mismo valor para 2003 estaba en alrededor del 20%.

condiciones de seguridad, transparencia y eficiencia. La protección del consumidor debe realizarse teniendo en cuenta las necesidades de los dos tipos principales de usuarios financieros. Frente al pequeño consumidor financiero, la SFC debe asegurarse de que el servicio financiero se preste en condiciones adecuadas, que las entidades proporcionen la asesoría necesaria, y que sean tratados con el profesionalismo debido. Por otra parte, la SFC busca que los inversionistas más sofisticados dispongan de información precisa, oportuna y completa, para que puedan tomar las decisiones de inversión de forma óptima, evaluando correctamente sus riesgos.

6. Enfoque de la supervisión

La supervisión de la SFC parte de un enfoque de riesgos. Tradicionalmente, la supervisión se ha concentrado en la revisión de múltiples transacciones y registros contables de las entidades vigiladas con el fin de determinar su exactitud y evaluar el cumplimiento de las normas prudenciales básicas. Este enfoque, denominado como supervisión de cumplimiento (*compliance supervision*), es necesario más no suficiente frente al cabal cumplimiento de los objetivos del supervisor integrado, pues la complejidad de los productos financieros actuales permite que las entidades cambien su perfil de riesgo rápidamente, sin que ello necesariamente se refleje en sus estados financieros. Por lo tanto, estas revisiones deben integrarse dentro de un marco que parta del examen de los procesos de administración de riesgos de las entidades supervisadas, asignando los recursos escasos de supervisión de acuerdo con los perfiles de riesgos de éstas.

En segundo lugar, la supervisión debe desarrollarse de forma comprensiva y consolidada. En un sistema financiero caracterizado por la presencia de conglomerados, las entidades pertenecientes a los mismos presentan importantes interrelaciones que con-

tribuyen a su solidez, pero también las exponen a riesgos específicos. Por lo tanto, su supervisión no puede realizarse de forma aislada, sino que tienen que analizarse dentro del contexto del grupo económico o financiero al que pertenecen. Adicionalmente, los conglomerados financieros deben analizarse como un todo con el fin de evaluar su solidez, tomando en cuenta los distintos riesgos que puedan afectarlos. Para estos efectos la SFC cuenta con un área de supervisión específica de conglomerados financieros.

En tercer lugar, la supervisión debe tener en cuenta criterios de costo-beneficio. La regulación y supervisión financieras conllevan beneficios en términos de estabilidad sectorial y seguridad para los consumidores; sin embargo, también implican costos para los participantes del sistema financiero, especialmente para los entes supervisados. Estos costos incluyen no sólo los directamente relacionados con el cumplimiento de la regulación, como el envío de información, preparación de reportes, etc., sino también todos aquellos costos de oportunidad relacionados con mayores restricciones para el desarrollo de la actividad financiera.¹²

En cuarto lugar, la SFC parte de la premisa de que los mercados competitivos asignan recursos de forma eficiente. Por lo tanto, el objetivo de la regulación y la supervisión no es remplazar al mercado, sino ayudar a que éste funcione de mejor manera. En términos económicos, se trata de corregir las fallas que se presenten en el funcionamiento del mismo. Así, tanto el supervisor como el mercado trabajan con el mismo objetivo: la búsqueda de un sistema financiero moderno y competitivo.

Finalmente, la SFC reconoce que los enfoques de supervisión “paternalistas” no funcionan; la responsabilidad principal por el funcionamiento de las entidades financieras recae en ellas mismas. El supervisor debe promover la autodisciplina del mercado en dos niveles: industria y firma. A nivel de la industria, promoverá el adecuado funcionamiento de los organismos

autorreguladores, buscando el eficaz funcionamiento de organizaciones que autorregulen las actuaciones de los participantes en el sector, especialmente dentro del mercado de capitales. A nivel de la firma, la SFC velará por el gobierno corporativo, buscando que las entidades tengan adecuadas prácticas y estructuras de dirección y control.

7. Retos actuales

Para terminar, es necesario resaltar que éste es el comienzo de un largo proceso que se inició en abril de 2004 con la decisión del gobierno de fusionar las anteriores superintendencias. Actualmente la SFC está en una etapa de consolidación institucional. Esta etapa presenta los retos más importantes pues implica pasar en la práctica de un esquema de supervisión fragmentado a uno de supervisión integrada, mostrando resultados tangibles en beneficio del sistema y todos quienes participan en él.

Entre estos retos vale la pena mencionar los siguientes: (i) finalizar de forma exitosa la integración coherente de dos tipos de supervisión y de culturas organizacionales diferentes, convirtiéndose en una sola entidad tanto formalmente como en la práctica; (ii) apoyar al recurso humano en el desarrollo de nuevas habilidades en áreas de supervisión diferentes a las tradicionales, profundizando su conocimiento en temas especializados de riesgos; y (iii) completar la homologación de los sistemas de información y desarrollar nuevos sistemas acordes con las nuevas necesidades. 

¹² Para el caso del mercado de valores, el Artículo 1.b.4 de la Ley 964 de 2005 señala que uno de los criterios de intervención del gobierno es “que los costos de la supervisión y la disciplina del mercado de valores sean eficiente y equitativamente asignados, y que las cargas que se impongan a los participantes del mercado sean consideradas, teniendo en cuenta, en la medida de lo posible, la comparación entre el beneficio y el costo de las mismas”.

El desarrollo del mercado de capitales en Colombia

Sergio Clavijo y Alejandro Vera*

En el período 2003-2006 se ha generado una euforia nacional alrededor del mercado de capitales doméstico. Por un lado, la reciente valorización de la bolsa de acciones, cuyo índice se incrementó en más de 800% en cuatro años y 118% anual sólo en 2005, ha atraído muchos inversionistas de corto plazo. De otra parte, la nueva regulación financiera y el interés de ciertos grupos por incentivar el uso del mercado de capitales, como alternativa complementaria al mercado bancario, también ha ayudado a despertar este interés por los mercados financieros de largo plazo.

Este breve artículo tiene un doble objetivo: 1) enmarcar el desarrollo de nuestro (pequeño) mercado de capitales dentro del dinámico mercado internacional; y 2) analizar la coyuntura reciente y perspectivas de nuestro mercado de capitales hacia el mediano plazo. Abordaremos estos temas dividiendo nuestra discusión en cuatro partes. En la primera sección, haremos una descripción detallada de la Bolsa de Valores de Colombia en el contexto de América Latina y de los principales mercados internacionales; esto con la intención de percatarnos

cuán diminutos somos en ese concierto internacional. En la segunda y tercera parte haremos énfasis en la coyuntura del período 2003-2006. Pasaremos revista a la evolución del índice IGBC, contrastando lo ocurrido en el período de auge (enero 2002-enero 2006) respecto al período de corrección (abril-junio de 2006). Después evaluaremos el impacto de dicha corrección de precios sobre los portafolios de los principales tenedores de estos activos. En la última parte analizaremos las perspectivas de mediano plazo, en temas tan relevantes como *Basilea II* y la nueva Ley del mercado de capitales.

La conclusión que obtenemos es que el mercado de capitales nacional sigue siendo muy pequeño al compararlo con sus referentes regionales (Brasil, México y Chile) y aún más diminuto frente a los grandes mercados internacionales (Nueva York, Londres, Tokio). Adicionalmente, se evidencia que la gran valorización de los últimos años no fue exclusiva de Colombia, pues afectó a diversos mercados emergentes, pero en el caso de Colombia la política monetaria laxa indujo sobre-reacciones en los mercados bursátiles y de deuda

pública. Hacia el mediano plazo, la implementación de la nueva Ley de valores (964 de 2005) y el acuerdo de *Basilea II* nos permiten ser optimistas sobre la consolidación de un verdadero mercado de valores en Colombia. Para ello, será indispensable que las autoridades supervisoras y reguladoras estén atentas a la aplicación de una política monetaria más comprensiva, evaluando el impacto que tiene sobre el mercado de activos y guardando el frente antiinflacionario.

La Bolsa de Valores de Colombia en el contexto internacional.¹ A pesar del rezago histórico, el mercado de capitales de Colombia ha venido mostrando avances importantes en la última década. Por ejemplo, la capitalización bursátil pasó de un 21% del PIB en 1997 a cerca del 41% del PIB (US\$50.000 millones) al cierre de 2005. En buena medida, éste fue el resultado de tener importantes valoraciones de las acciones en el

*Director e investigador de Anif respectivamente. E-mail: avera@anif.com.co

¹Esta sección está basada en Anif y Deceval (2006). *Enfoque: Mercado de capitales*. Ediciones No. 1, 2 y 3. Marzo, abril y mayo.

período 2002-2005, registrando ganancias acumuladas del orden del 800%.

No obstante, la Bolsa Nacional sigue siendo pequeña al compararla con países de la región. Por ejemplo, Colombia ocupaba el puesto 22 por capitalización bursátil entre las bolsas de las economías emergentes al corte de junio de 2006 (gráfico 1). Estaba por debajo de la Bolsa de Buenos Aires, la chilena, la mexicana y la de Sao Paulo, para nombrar sólo las de la región. Y muy por debajo de las bolsas líderes de los mercados emergentes: las bolsas de China, de Corea y Rusia.

La diferencia se ahonda mucho más al compararla con los grandes mercados mundiales. Por ejemplo, Estados Unidos agrupa los principales mercados accionarios y acaparaba el 47% de la capitalización bursátil mundial en 2005. El New York Stock Exchange (NYSE) era la bolsa con mayor capitalización bursátil a escala mundial con US\$13.3 billones en 2005 (cuadro 1). Y por otro lado, la National Association of Securities Dealers Automated Quotations (Nasdaq) ocupaba el tercer lugar

a escala mundial en capitalización bursátil con US\$3.6 billones ese mismo año.

Las bolsas de las economías de Europa Occidental concentraban el 27% de la capitalización bursátil mundial en 2005. Se destacaban la Bolsa de Londres y la alemana, con capitalizaciones de US\$3.1 billones y US\$1.2 billones, respectivamente. Finalmente, Japón y el resto de Asia concentraban el 18% de la capitalización de acciones a nivel mundial. La Bolsa de Tokio ocupaba el segundo lugar en capitalización a escala

mundial con US\$4.6 billones en 2005.

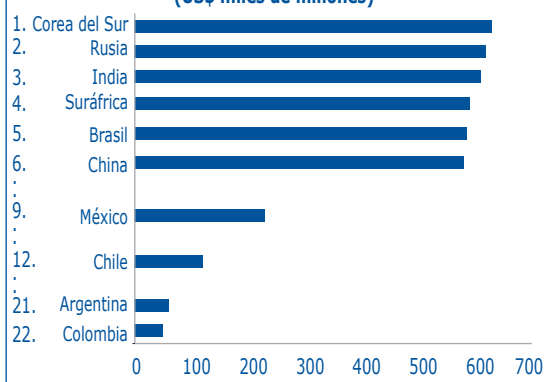
Como se ha mencionado, Colombia vivió un gran año en materia de valorización bursátil en 2005. Según *The Economist*, el índice de la Bolsa de Colombia (IGBC) ocupó el segundo lugar en valorizaciones en el mundo, sólo superada por la Bolsa de Egipto. No obstante, las mayores valorizaciones estuvieron por el lado de las economías emergentes, las cuales se vieron beneficiadas por el auge de los *commodities* y la elevada liquidez a nivel mundial. Este ambiente tan favorable permitió que la entrada de capitales a las

economías emergentes ascendiera a US\$358.000 millones en 2005, según el Institute of International Finance. Esto explica que el auge bursátil se extendiera también a las bolsas de Rusia, Turquía y Arabia Saudita en el este; a las de Perú, México y Brasil en América Latina. Estas últimas registraron valorizaciones superiores al 20% (en moneda local) en 2005, pero nunca los niveles de tres dígitos registrados en Colombia.

Los mercados de los países desarrollados también se vieron beneficiados por la excesiva liquidez mundial. Por ejemplo, el índice Nikkei de la Bolsa de Tokio se valorizó cerca del 40% en 2005; los grandes índices europeos (el FTSE 100 de la Bolsa de Londres, el CAC 40 de París y el CAX de la Bolsa Alemana) lo hicieron a una tasa cercana a 20%. La gran excepción fue el mercado norteamericano, donde el Dow Jones (principal indicador de la Bolsa de Nueva York) y el Standard & Poor's 500 apenas si se valorizaron 3% en 2005. Este último habría de recuperarse rápidamente en el segundo semestre de 2006, por razones que aún no son del todo claras y cuya permanencia es incierta.

En síntesis, tenemos que, pese al progreso del período 2003-2006, toda-

Gráfico 1
Capitalización bursátil doméstica en los mercados emergentes hasta junio de 2006
(US\$ miles de millones)



Fuentes: Federación Internacional de Bolsas, Morgan Stanley Capital International y cálculos Anif.

Cuadro 1
Las diez primeras bolsas de valores por capitalización bursátil doméstica en 2005

Bolsa	US\$ billones	Participación
1. New York Stock Exchange (NYSE)	13.3	32.5
2. Bolsa de Tokio	4.6	11.2
3. Nasdaq	3.6	8.8
4. Bolsa de Londres	3.1	7.6
5. Euronext	2.7	6.6
6. Grupo TSX	1.5	3.7
7. Bolsa de Alemania	1.2	2.9
8. Bolsa de Hong Kong	1.1	2.7
9. Bolsa y Mercados Españoles (BME)	1.0	2.4
10. Resto	8.8	21.5
TOTAL	40.9	100.0

Fuentes: Federación Internacional de Bolsas y cálculos Anif.

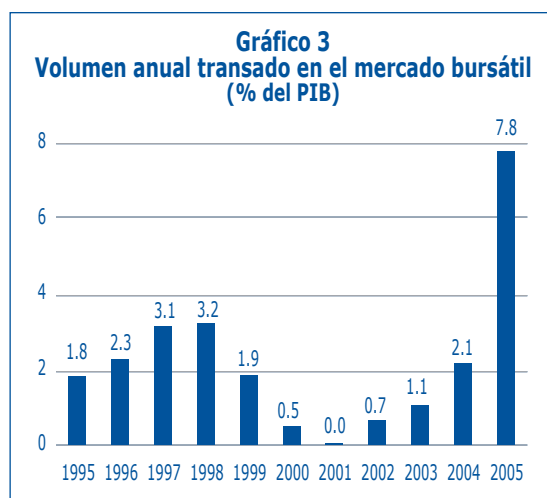
vía continuamos mostrando rezagos en materia de capitalización bursátil frente a los mercados importantes de la región (Brasil, México y Chile). Una segunda idea es que dicha valorización fue particularmente fuerte en el caso de Colombia, dada la gran expansión monetaria de este período, aunque evidentemente permeó otros mercados emergentes, gracias al auge en el precio de muchos *commodities*.

Evolución del Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC)². En la sección anterior mencionamos la elevada valorización del IGBC durante 2005. Sin embargo, esta tendencia alcista empezó a mediados de 2001, luego de la fusión de las antiguas tres bolsas regionales del país en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). El IGBC pasó de 1.041 puntos en enero de 2002 a un pico de 11.433 puntos el 27 de enero de 2006, registrando una valorización promedio anual del orden de 82% (o sea, 998% en cuatro años) (gráfico 2).

A nivel mundial, la liquidez excesiva y el auge de las materias primas contribuyeron a incrementar las inversiones en acciones y a inflar burbujas bursátiles, particularmente en las economías emergentes, en los últimos cuatro años. Cabe mencionar tres razones para que esta fase expansiva en la valorización de activos haya durado tanto: 1) los cambios demográficos de los llamados *baby boomers* han hecho que muchos portafolios de largo plazo estén en su fase de liquidación; 2) también se ha reducido el costo del llamado *carry*, lo cual invita a tomar más riesgo de corto plazo; y 3) la facilidad de transar “sintéticos” tiende a generar burbujas encadenadas



Fuentes: BVC y cálculos Anif.



Fuente: Superintendencia Financiera.

(“multiburbujas”) que migran de un mercado a otro.

Stephen Roch (2006), famoso por anticipar burbujas, ha señalado que los banqueros centrales se mantenían adormilados por cuenta de que estas mutiburbujas ahora ocurren en ambientes de baja inflación mundial. Mientras tanto, las burbujas se crean y se inflan, usando como fuente los excesos de liquidez y las facilidades de financiamiento a futuro (los llamados “repos” apalancados).

En el caso de Colombia, la laxitud monetaria el Banco de la República llegó a convalidar tasas de interés de tan sólo un 1% real anual en el pe-

ríodo 2001-2006 frente a tasas históricas del orden del 4% real, como resultado de expansiones monetarias de 10%-14% real. Todo esto contribuyó a inflar los mercados de activos nacionales, llevando a valorizaciones bursátiles promedio del orden de 75% real anual, al tiempo que las tasas de los TES descendían por debajo de su valor “estructural” de 6%-7% real anual a tan sólo el 2%-3% real en los títulos a diez años.

Este análisis se puede discriminar entre los efectos flujos y los efectos *stocks* de estos dos activos. En el mercado bursátil, el *stock* (la capitalización) alcanzó el 41% del PIB en 2005 y, además, los flujos anuales transados se multiplicaron por cuatro en menos de diez años, alcanzando un valor de casi el 8% del PIB en 2005 (gráfico 3). Por el lado de los títulos de deuda pública, el *stock* se elevó constantemente en los últimos cuatros años, pasando del 20% del PIB en 2002 al 31% del PIB en junio de 2006 (gráfico 4). Por el lado de los flujos, éstos también se elevaron, pues los volúmenes transados de TES en los mercados secundarios (SEN y MEC) se incrementaron de \$1.5 billones a \$7.8 billones diarios entre 2002 y 2005.

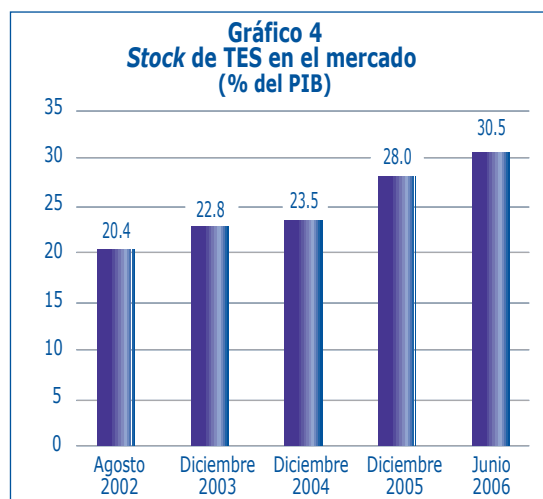
Sin embargo, en el período abril-julio de 2006 se presentó la gran destorcida bursátil y del mercado de TES. Tras haber alcanzado el valor pico de 11.000 en el IGBC a enero de 2006, éste registró una ligera corrección hacia los 10.000 puntos en febrero de este año. Cabe recordar que, en agosto de 2005, ya se había advertido de la

² Esta sección está basada en los Informes Semanales de Anif No. 796 de 2005 y 836-844 de 2006.

peligrosa trayectoria ascendente en las transacciones bursátiles. No obstante, la carrera alcista tomó un nuevo impulso en los meses de marzo-abril de 2006.

Sólo cuando la Fed elevó su tasa de interés repo a niveles del 5% anual en mayo de 2006, el mercado local entendió la inminencia de una drástica corrección. Infortunadamente, esta tardía corrección coincidió con la minicrisis de inversiones en los mercados emergentes, afectando los llamados BRIC (Brasil, Rusia, India y China), golpeando con particular contundencia los mercados más inflados (como el del IGBC).

Durante el mes de junio de 2006, el IGBC suspendió operaciones, cayendo más de 10% en junio 12, y en varias ocasiones estuvo cerca de repetir dichas suspensiones. La “bola de nieve” generada por operaciones excesivamente apalancadas a través de “repos” llevó al IGBC a niveles de 6.000 puntos a mediados de junio de 2006, registrando pérdidas por el 35% año corrido (gráfico 2). El IGBC volvió a repuntar en los meses de agosto-septiembre de 2006 y



Fuentes: SEN y Banco de la República.

actualmente viene fluctuando cerca de los 10.000 puntos, donde parece estar encontrando su equilibrio de mediano plazo.

La recomposición de los portafolios poscrisis 2006³. Como ya lo anotamos, el período abril-julio de 2006 trajo consigo una minicrisis en los mercados financieros nacionales, la cual produjo desvalorizaciones en los principales portafolios de inversión del sistema financiero colombiano. El mercado accionario sufrió desva-

lorizaciones del 35% en su peor momento y el de TES enfrentó caídas de precio entre el 10% y el 14%. Ante esto y con el fin de minimizar las pérdidas, algunos de los agentes (principalmente inversionistas institucionales) se vieron obligados a recomponer sus portafolios de inversión.

En mayo de 2006, el portafolio de los inversionistas financieros sumaba cerca de \$166 billones (excluyendo el 10% manejado por las instituciones públicas que deben realizar inversiones forzosas). De ese total, el 30% estaba en poder de los agentes del sector bursátil, el

20% en manos de las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías (AFP), el 18% en las sociedades fiduciarias, el 16% pertenecía a los bancos comerciales y el remanente 16% lo conservaban entidades públicas, compañías de seguros y empresas del sector real.

Hacia finales de julio de 2006, el

³Esta sección está basada en Anif y Deceval (2006). “La recomposición de los portafolios poscrisis”. *Enfoque: Mercado de capitales*. Edición No. 7. Septiembre.

Cuadro 2
Composición de portafolios en el sistema financiero
(2006, % de inversión por tipo de instrumento)

	CDT		BONOS		ACCIONES		TES		OTROS		TOTAL	
	Mayo	Julio	Mayo	Julio	Mayo	Julio	Mayo	Julio	Mayo	Julio	Mayo	Julio
Fondos pensiones y cesantías	14.5	15.8	44.7	46.7	13.1	13.9	19.0	19.7	26.1	27.6	20.1	21.1
Sector bursátil	14.4	13.2	10.4	10.2	50.5	47.8	28.5	29.8	14.3	13.8	29.9	29.6
Sociedades fiduciarias	37.1	32.6	24.5	22.2	14.5	15.9	16.0	15.8	6.7	6.6	18.2	17.9
Bancos	10.6	12.9	9.8	9.5	4.0	4.2	23.2	20.8	26.0	25.9	15.8	14.9
Compañías de seguros	4.0	4.7	7.9	8.7	1.8	1.8	0.3	0.2	4.1	4.8	2.0	2.2
Entidades públicas	14.6	16.0	1.1	1.3	0.0	0.0	12.8	13.3	1.5	0.8	7.9	8.5
Otros sectores	4.8	4.7	1.6	1.6	16.1	16.3	0.2	0.3	21.4	20.6	6.0	5.8
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuentes: Ministerio de Hacienda, Superfinanciera, Deceval y cálculos Anif.

portafolio de inversión total había disminuido cerca de \$4 billones, totalizando \$162 billones. Los agentes bursátiles mantenían el liderazgo (29.6% del total), ligeramente inferior frente al 30% registrado al corte de mayo. Las AFP, que habían registrado una participación de 20% al cierre de mayo de 2006, en julio la habían logrado incrementar a 21%. Las compañías de seguros y las entidades públicas fueron otros jugadores que lograron aumentar su participación al corte de julio de 2006. Pero, en contraste, los bancos y las sociedades fiduciarias, que contaban con mayor flexibilidad al momento de invertir sus recursos, estimaron conveniente disminuir su exposición (cuadro 2), tanto para aminorar el riesgo de volatilidad como para apuntalar su expansión crediticia.

Al analizar los portafolios de cada inversionista, se observa que hubo tres tipos de reacciones a la minicrisis de mayo-julio de 2006. En primer lugar, los bancos, las aseguradoras y las entidades públicas aumentaron su participación en CDT, al tiempo que la disminuían en TES y acciones. Aquí, resultaba lógico que los bancos y las entidades públicas se movieran

rápidamente en esa dirección, pues su portafolio estaba concentrado en papeles de deuda pública (cuadro 3).

En segundo lugar, los agentes bursátiles y las sociedades fiduciarias optaron por la estrategia contraria, es decir elevar su participación en TES y bajar la de CDT. En este caso particular se notaba la intención de aprovechar los bajos precios del mercado en este tipo de portafolios (TES), al tiempo que reducían su exposición en acciones y otros instrumentos de renta fija. Por ejemplo, se ha inferido que los agentes bursátiles aumentaron su portafolio de TES en 4 puntos porcentuales, disminuyendo al mismo tiempo su portafolio de acciones en igual proporción y su participación en bonos y CDT en 0.3 puntos porcentuales.

En tercer lugar, las AFP optaron por elevar su participación en instrumentos de renta fija y disminuir los de renta variable. En efecto, la participación de su portafolio en CDT se incrementó de 7.5% a 8% y la de los TES de 45.6% a 46.4%, llegando casi al límite legal de 50%. Mientras tanto, su portafolio bursátil se redujo de 16.5% a 16.2% entre mayo y julio. El crecimiento vegetativo de los

portafolios AFP, que aumentó cerca de \$1 billón entre mayo y julio de 2006, facilitó este tipo de reasignaciones (cuadro 3).

Toda esta recomposición se reflejó en la participación a nivel de instrumentos financieros. Por el lado de los TES, se presentó un leve incremento de \$600.000 millones en el *stock* total entre mayo y julio de 2006. Como ya se comentó, las AFP y los agentes bursátiles aprovecharon para hacerse a títulos más baratos en el mercado. La participación transaccional de las AFP se elevó de 19% a 19.7% y la participación de los agentes bursátiles de 28.5% a 29.8%. Los bancos comerciales redujeron sus tenencias de TES en forma significativa y, al corte de julio de 2006, habían reducido su exposición en 2.4 puntos porcentuales (cuadro 2).

En cuanto a las acciones, el monto total cayó cerca de \$2.3 billones entre mayo y julio de 2006. Sin embargo, esta caída ocurrió fundamentalmente por un efecto precio, ya que el número de unidades de acciones al final de julio de 2006 fue de 173.000 millones, incluso con un crecimiento de 7% frente a mayo. La principal disminución de los saldos de acciones provino de los

Cuadro 3
Composición de portafolios en el sistema financiero
(2006, distribución porcentual de cada portafolio)

	CDT		BONOS		ACCIONES		TES		OTROS		TOTAL	
	Mayo	Julio	Mayo	Julio	Mayo	Julio	Mayo	Julio	Mayo	Julio	Mayo	Julio
Fondos pensiones y cesantías	7.5	8.0	23.4	23.2	16.5	16.2	45.6	46.4	7.0	6.2	100.0	100.0
Sector bursátil	5.0	4.8	3.7	3.6	42.8	39.5	46.0	49.9	2.6	2.2	100.0	100.0
Sociedades fiduciarias	21.1	19.5	14.2	13.0	20.2	21.8	42.5	44.0	2.0	1.7	100.0	100.0
Bancos	7.0	9.2	6.5	6.7	6.4	6.9	71.1	69.0	8.9	8.2	100.0	100.0
Compañías de seguros	20.2	23.0	40.5	41.4	21.9	20.2	6.6	5.0	10.8	10.4	100.0	100.0
Entidades públicas	19.1	20.2	1.5	1.6	0.0	0.0	78.3	77.8	1.0	0.4	100.0	100.0
Otros sectores	8.3	8.7	2.8	2.8	68.0	69.3	1.7	2.3	19.2	17.0	100.0	100.0
Total	10.4	10.7	10.5	10.5	25.4	24.5	48.3	49.6	5.4	4.8	100.0	100.0

Fuentes: Ministerio de Hacienda, Superfinanciera, Deceval y cálculos Anif.

agentes bursátiles, cuyos saldos cayeron \$2.1 billones. Esto último hizo que la participación de las AFP y las sociedades fiduciarias se incrementara en julio de 2006, a pesar de que su participación en este instrumento venía cayendo levemente (cuadro 2).

El saldo de CDT aumentó en \$300.000 millones, lo cual se refleja

Las perspectivas de mediano plazo. Pese al desarrollo del mercado de valores en los últimos años, el tamaño del mercado colombiano es reducido frente al de las economías regionales. Se han adoptado algunos cambios legislativos y regulatorios que deberían ayudar a profundizar este desarrollo.

En síntesis, tenemos que, pese al progreso del período 2003-2006, todavía continuamos mostrando rezagos en materia de capitalización bursátil frente a los mercados importantes de la región (Brasil, México y Chile).

en la mayor participación de las AFP y las entidades públicas. Por último, los bonos disminuyeron en proporción similar a los CDT, aunque en este caso la caída estuvo liderada por la menor participación de las sociedades fiduciarias.

En resumen, lo que podemos concluir es que, aunque los portafolios financieros sí sufrieron cambios entre mayo y julio de 2006, estas modificaciones a nivel agregado lucen menos pronunciadas respecto a lo esperado. Aquí juegan fundamentalmente las dificultades que tienen los grandes agentes para alterar de forma significativa sus portafolios en el muy corto plazo. Lo que se observa son tres reacciones intraportafolios de cada uno de los agentes y, a nivel de instrumentos, una reducción del saldo de acciones (por el efecto precio mencionado) y una mayor relevancia para los instrumentos de renta fija, donde los saldos de TES siguieron creciendo de forma continua.

venir-manejar el riesgo sistémico del mercado. La idea es que se adopten criterios adecuados para aprovechar el músculo de los inversionistas institucionales, a medida que se gana en transparencia, democratización accionaria y gobernabilidad corporativa.

En este último punto es donde tal vez se esperan mayores avances. Es bien sabido que existe un problema histórico en la actitud empresarial frente a la democratización accionaria, pues al grueso de los empresarios no les gusta el escrutinio público, por diversas razones. Por ejemplo, muchas empresas familiares evitan la compañía de “extraños”, a veces por conveniencia en el manejo contable o tributario. Esto tiene un negativo efecto sobre la disposición empresarial para alcanzar estándares contables internacionales. Otra barrera ha sido el tema gerencial, donde la apertura accionaria, de hecho, impone manejos más profesionales y menos “afectivos”. Por ello, el

Por ejemplo, recientemente se promulgó la Ley del Mercado de Valores (Ley 964 de 2005). Esta Ley ayudará a proteger los derechos de los inversionistas, así como a promover la eficiencia del mercado de valores y pre-

reto de la nueva Ley es construir un entorno adecuado que les enseñe a los empresarios las ventajas del gobierno corporativo.

La Ley 964 de 2005 también promueve los mecanismos de elección diferentes al cociente electoral, con el propósito de proteger al accionista minoritario; se exige la revelación de acuerdos entre accionistas; se da igualdad de condiciones en una readquisición; se flexibiliza el reglamento de suscripción de acciones, es decir, se extienden los plazos y el precio de suscripción de la acción debe ser el resultado de un estudio técnico; y, por último, se establece un mínimo de cinco y máximo de diez personas como miembros de la Junta Directiva, donde debe haber uno o dos miembros independientes.

Adicionalmente, a todos los emisores (incluyendo los de bonos) se les exige un fortalecimiento de la transparencia en sus procesos. Por ejemplo, deben tener comités de auditoría que supervisen a la auditora interna y que revisen si la revelación de información se ajusta a la ley. Además, deben tener miembros independientes dentro de sus juntas directivas, como ya se mencionó. Al final, el objetivo es proteger los intereses del accionista minoritario y aumentar la calidad del recurso humano y de las decisiones gerenciales.

Existen varios ejemplos de compañías que ya han empezado a orientarse en la dirección enmarcada por la nueva Ley de Valores. ISA fue pionera en el año 2000 en la democratización accionaria y emisión de acciones con dividendos privilegiados. En los dos años siguientes incluyó en sus estatutos el Código de buen gobierno y gobierno corporativo y se comprometió a proteger al accionista minoritario. Isagen, que está en proceso de democratización, también empezó su proceso con el lema de protección al accionista minoritario. Por último,

ETB también ha trabajado en el proceso de democratización accionaria, lo cual le permitió fortalecerse financieramente y darle mayor cobertura a su marca. Mediante la “Declaración del accionista mayoritario”, se comprometió a defender los intereses de los demás accionistas.

Por el lado de los emisores de bonos, el caso más sonado es el de la emisión realizada por Comcel a principios de 2006. La empresa celular consiguió una de las financiaciones más baratas para un plazo de diez años, mediante una emisión de bonos por \$450.000 millones, y lo hizo apegada a los criterios de gobierno corporativo no sólo nacionales sino internacionales (Ley Sarvanes).

Todos estos ejemplos demuestran la posibilidad de hacer uso del mercado de capitales como forma de financiamiento y hacerlo de forma transparente y protegiendo los intereses de todos los dueños. Así lo que se está haciendo es promover la confianza y la eficiencia por parte de los diferentes agentes del mercado como la forma de consolidar el uso del mercado de valores. No obstante, las emisiones siguen siendo pocas, aunque ha habido un progreso frente a años anteriores. En el año 2005 se presentaron dieciocho emisiones de bonos, que sumaron \$2.3 billones (0.8% del PIB), cuando en el año 2000 habían ocurrido once emisiones por \$0.8 billones (0.5% del PIB de ese año).

Finalmente no se puede olvidar el efecto que tendrá en el mediano plazo la implementación del acuerdo de *Basilea II*. La reglamentación anterior (*Basilea I*) permitía que las entidades financieras se apalancaran con títulos soberanos de cualquier país sin que se afectará el total de sus activos de riesgo (en otras palabras, los títulos soberanos ponderaban cero riesgo). Los acuerdos *Basilea II* modificaron este esquema

y pasaron a ponderar cada título soberano dependiendo del *rating* de calificación de su deuda. Así, si una entidad financiera le prestara a Japón, no aumentaría el valor de sus activos de riesgo, dado que la deuda japonesa tiene grado de inversión. Pero prestarle a Colombia, con calificación de grado especulativo, sí ponderaría fuertemente el valor de los activos de riesgo. Esto haría que las empresas necesitaran más patrimonio para cubrir el riesgo (dadas las restricciones en el indicador de solvencia = patrimonio / activos de riesgo). El efecto de esta medida sobre el mercado de valores radica en que se medirían de mejor manera los activos de riesgo y se premiaría a las empresas o países que logran su “grado de inversión”.

Así las cosas, el reto hacia el futuro es la profundización y mayor eficiencia del mercado de valores como mecanismo de financiamiento. Esto con el fin de permitir la expansión de la inversión que lidera el crecimiento de la economía. La nueva Ley del Mercado de Capitales y la implementación de los acuerdos de *Basilea II* son pasos en esa dirección.

Conclusiones. El mercado de valores colombiano ha crecido consistentemente en los últimos años; sin embargo, sus niveles de capitalización y profundización siguen estando por debajo de las principales economías regionales y mundiales. En este aspecto queda mucho camino por recorrer.

No obstante, la nueva Ley de Valores y el cumplimiento de los acuerdos de *Basilea II* son avances significativos. La democratización accionaria y los códigos de buen gobierno y gobierno corporativo ayudarán a darle transparencia a los procesos que involucran “valores”. También incrementarán la oferta de títulos-valores hacia los portafolios

de los inversionistas institucionales. De esta manera, se logrará una mayor profundización del mercado de capitales.

De todas maneras, debemos estar en guardia frente a “los espíritus animales”. La experiencia reciente de la minicrisis bursátil-TES deja claro que tener como guía del inversionista “el efecto manada” no es conveniente. Es clave siempre estar buscando los referentes “profundos” de estos mercados, sus determinantes “fundamentales”, pues estos factores serán los que, en últimas, terminarán imponiéndose e induciendo los correctivos-precio del caso. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco de la República (2006), Reporte de Estabilidad Financiera, marzo.
- Federación Mundial de Bolsas (2006), Reporte anual y estadísticas de 2005, enero.
- Goldman & Sachs (2006), “How should central banks respond to asset bubbles?”, US Economics analyst, US Economics Research Group.
- Gruen, D, Plumb, M. y A. Stone (2005), “How should monetary policy respond to asset-price bubbles?”, *International journal of Central Banking*, diciembre.
- Hartcher, P. (2006), *Bubble man: Alan Greenspan and the missing 7 trillion dollars*, W. W. Norton & Company, primera edición.
- Roach, S. (2006), “Commodity Bubble”, Global Economic Team, Morgan Stanley Research, mayo.
- The Economist* (2006), “Battle of bourses”, Financial Exchanges (May 27th).
- The Economist* (2006), “Monetary myopia”, Special report to Alan Greenspan (January 14th).
- The Economist* (2006), “Money to burn”, economic Focus (April 22nd).

¿Cómo desarrollar los mercados de capitales?¹

Augusto de la Torre y Sergio Schmukler²

A principios de la década del noventa, los economistas y diseñadores de política económica tenían altas expectativas respecto al desarrollo futuro de los mercados de capitales en América Latina. Lamentablemente los resultados no han estado a la altura de las expectativas. Los mercados de acciones y bonos corporativos en la mayoría de las economías emergentes todavía tienen bajos niveles de liquidez, y las transacciones y capitalización se concentran en unas pocas firmas. Las bolsas de muchas economías en desarrollo, particularmente en América Latina y Europa del este, experimentaron un descenso en la liquidez y la cantidad de empresas listadas en sus mercados. Este descenso se debió, en parte, a que muchas empresas empezaron a usar los mercados internacionales de capitales, cotizando y emitiendo acciones en centros financieros como Nueva York y Londres. La deuda en los países de América Latina es generalmente de corta madurez y denominada en moneda extranjera, por lo que sus economías se ven más expuestas a crisis de liquidez y a movimientos en el tipo de cambio.

El estado actual de los mercados de capitales luce particularmente pobre cuando se toman en consideración los muchos esfuerzos que ya han tenido lugar para reformar las instituciones que se consideran ligadas al desarrollo financiero. En el caso de América Latina, los resultados son aún más decepcionantes cuando se los compara con la evolución que experimentaron los mercados financieros en el sureste asiático y en las economías desarrolladas (especialmente en los centros financieros internacionales). El hecho de que los resultados hayan estado tan por debajo de las expectativas de principios de la década del noventa ha provocado un cuestionamiento de las recomendaciones de política convencionales.

En este artículo nos concentraremos en cómo deberíamos replantear la agenda de reforma del mercado de capitales en el futuro. Para ello, es necesario revisar ciertos temas fundamentales que han obstaculizado el desarrollo del mercado de capitales y que no han permitido ver el fruto de las reformas. Aquí analizamos algunos temas puntuales como una ilustración de la utilidad de este enfoque. Éstos

son: globalización financiera, liquidez y diversificación del riesgo.

Globalización financiera. La creciente globalización financiera requiere un cambio de enfoque en la medición del desarrollo del mercado de capitales, que no se centre en una dimensión local. La costumbre en muchos estudios y discusiones de política es medir y comparar el desarrollo del mercado de capitales entre los países en términos de indicadores de tamaño y actividad del sistema financiero doméstico. Estas medidas son intrínsecamente erróneas debido al hecho de que, en un contexto globalizado, el desarrollo financiero

¹Agradecemos a José Azar, Francisco Ceballos y Alejandro Vera por su excelente asistencia en la preparación de este artículo. El mismo está basado en el capítulo cuarto del libro: "Emerging capital markets and globalization" de los mismos autores publicado en 2006 por Stanford University Press y el Banco Mundial.

²Asesor senior del sector financiero para América Latina y el Caribe del Banco Mundial, y economista líder del grupo de investigaciones para el desarrollo del Banco Mundial, respectivamente.

se caracteriza primordialmente por la integración con los mercados financieros internacionales. Sin duda alguna, medidas que incorporen el grado de integración internacional son claramente más difíciles de obtener. De cualquier manera, este hecho no debería impedir reconocer los problemas de las medidas más tradicionales, ni restarle importancia al concepto de integración financiera.

Por otra parte, la globalización financiera también requiere un enfoque más general para entender el desarrollo financiero, que incorpore simultáneamente el lado doméstico e internacional del proceso. Desde esta perspectiva, el éxito del desarrollo financiero se debe sustentar en la profundización y ampliación del acceso a los servicios financieros, independientemente de que estos servicios sean provistos domésticamente o en el exterior, por mercados de bonos o por otros mercados. Este enfoque más general requiere una adecuada comprensión sobre la manera como las reformas afectan el desarrollo de los mercados domésticos y el proceso de internacionalización y la relación entre estos dos elementos.

Sin embargo, una creciente relevancia de la globalización financiera no se traduce en mercados domésticos débiles. Es difícil creer que los mercados financieros internacionales pudieran, en el futuro cercano, convertirse en sustitutos perfectos de los mercados locales, especialmente en lo que concierne a servicios financieros tales como pagos y ahorros en moneda local, pequeños préstamos al consumo o a pequeñas y medianas empresas. De hecho, estudios empíricos sugieren que, incluso en países donde la integración financiera es alta, el grado de desarrollo financiero local es vital para el éxito de las firmas, especialmente de las más pequeñas (Guiso, Sapienza y Zingales,

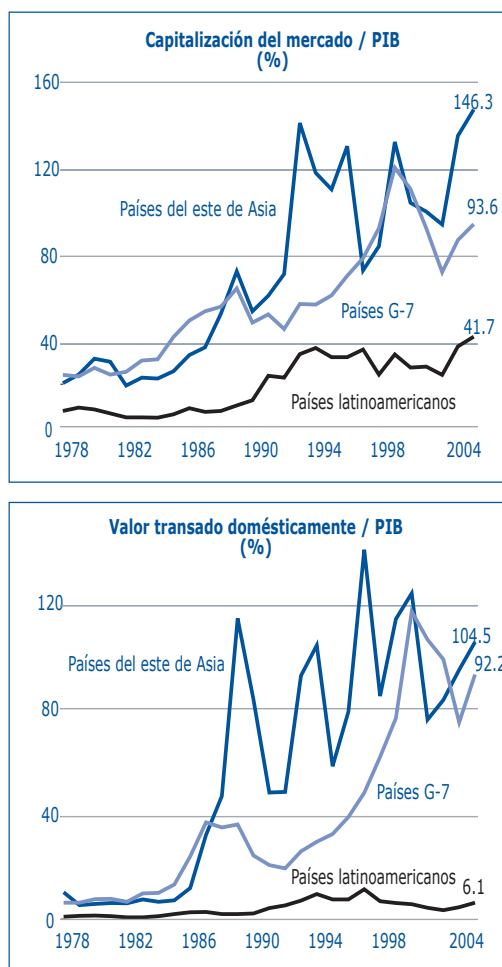
2004)³. En consecuencia, los mercados financieros locales no sólo no pierden importancia sino que cobran aún más, pues bajo la globalización, más que un sustituto, representan un complemento a la integración al sistema financiero internacional.

Por otra parte, la globalización financiera complica la agenda de reforma debido a que magnifica los problemas de aquellos mercados de deuda asociados a monedas débiles, tal como se expone comúnmente en la literatura de finanzas internacionales. En efecto, la actual ola de globalización (que se desenvuelve en un contexto de regímenes de tipo de

cambio flotantes) provee beneficios que aumentan dependiendo de que tan bien se desempeñan, simultáneamente, las monedas locales en dos funciones: la de absorber los *shocks* y la de ser un depósito seguro de valor. Desempeñar estas dos funciones correctamente es bastante difícil para el caso de aquella mayoría de monedas que no se utilizan internacionalmente como reservas de activos. Es drásticamente más complicado en el caso de que la moneda local no sea bien aceptada, incluso en su país, como depósito seguro de valor para los ahorros (tal como ocurre con muchas economías emergentes en las cuales el sistema financiero se encuentra altamente dolarizado o donde impera el cortoplacismo). En tales circunstancias, las opciones de políticas, además de limitadas, corren el riesgo de caer a tierra debido a la puja entre los objetivos de absorción de *shocks* y de promoción como depósito de valor confiable para la intermediación financiera.

Los problemas que surgen en un contexto de globalización y monedas débiles están relacionados en forma directa solamente con mercados de deuda. Esto es porque en países donde el tipo de cambio real de equilibrio está sujeto a fluctuaciones significativas, los préstamos en dólares sistemáticamente exponen a los deudores en el sector no transable a un riesgo cambiario y, como resultado, exponen a sus acreedores a un riesgo de incumplimiento. La exposición lleva a no poder cubrirse si un mercado confiable de derivados de tipo de cambio no existe (el caso de países donde la dolarización financiera es alta). Por lo tanto, la globalización

Gráfico 1
Desarrollo del mercado de acciones



Fuente: S&P Base de datos de Mercados Emergentes Banco Mundial.

³ Guiso, L., P. Sapienza, y L. Zingales, 2004. "Does local financial development matter?" *Quarterly Journal of Economics* 119 (3): 929-69.

magnifica los problemas de moneda débil porque el efecto adverso en los balances proviene de la falta de mercados para la deuda denominada en moneda local.

En contraste, el problema de moneda débil no se relaciona con los contratos de acciones. Esto sucede porque las acciones no generan vulnerabilidades en las hojas de balance de los emisores. Estos contratos no están sujetos a riesgo de incumplimiento porque no comprometen al emisor a pagar un flujo que es independiente de su desempeño (si el emisor de acciones sufre fluctuaciones en sus ingresos, él los traspa a los inversionistas como cambios en el pago de dividendos). Por esto, la internacionalización de los mercados de acciones no carga en sí misma implicaciones de vulnerabilidad, incluso si algún país de la integración tiene una moneda débil.

De aquí sigue que en una economía emergente con integración a los mercados financieros internacionales, los incentivos para los emisores de acciones aumenten a favor de emitir en los mercados internacionales. Si las compañías de la economía emergente pueden alcanzar el umbral de costo y tamaño para emitir acciones a un precio razonable en los profundos y más líquidos centros financieros internacionales, no habría ventaja en emitir en los mercados locales. Sin embargo, como se nota, la migración de la emisión de acciones y transacciones de éstas hacia los mercados internacionales puede suponer efectos adversos para la liquidez del mercado local de acciones y esto no puede ser ignorado cuando se fijan las expectativas y se vuelven a formar recomendaciones de reforma.

Al final, la agenda de reforma necesita poner mucha más atención a los problemas que

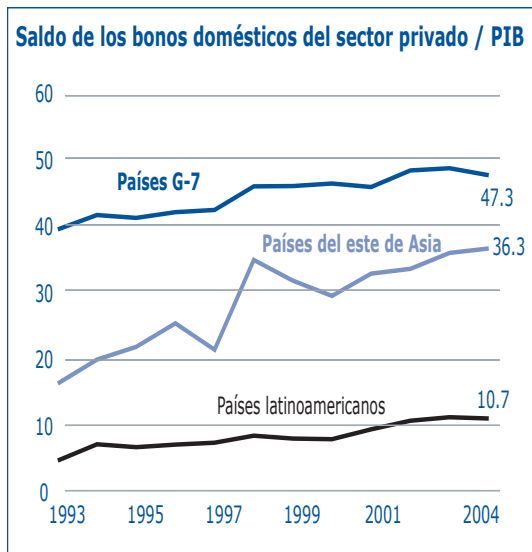
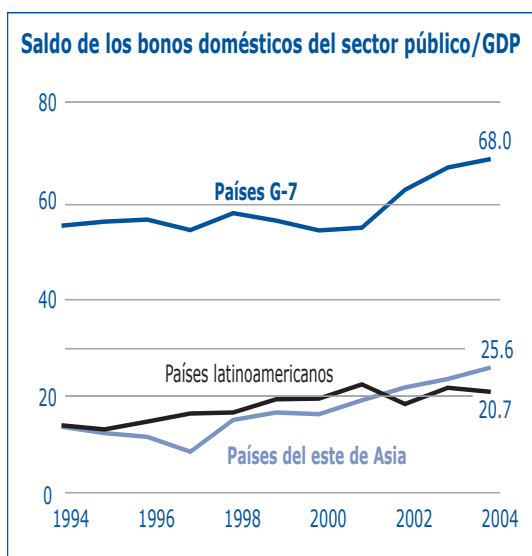
surgen en un contexto de globalización financiera, monedas débiles y desarrollo de los mercados de deuda. Como mínimo, debe llamarse a una determinación temprana, hecha país por país, de si existen posibilidades reales de revertir la dolarización financiera. A esta determinación deben seguir recomendaciones sensibles en el sentido de prevenir o evitar el resurgimiento de la dolarización donde sea posible, y de vivir con

la dolarización mientras se mitigan las vulnerabilidades de las hojas de balance donde sea apropiado.

Liquidez. El enfoque aquí es la liquidez de los mercados secundarios, como el núcleo de una de las únicas contribuciones de los mercados de capitales para un sólido mercado financiero. En efecto, la liquidez de los mercados secundarios apunala “la revelación de precios”, una función distintiva de los mercados de bonos en relación con los mercados bancarios. En ausencia de liquidez razonable, las preocupaciones con respecto a la integridad de precios no pueden ser completamente disipadas. Cuando las transacciones en el mercado secundario de bonos son muy esporádicas, su valoración necesita métodos, que aunque estén bien diseñados, son sustitutos imperfectos de la realidad. Al socavar la revelación de precios, la iliquidez de los mercados secundarios causa *marking to market*, perdiendo mucho de su significado y volviendo el proceso de hallar un valor contable para los bonos en una tarea tentativa o aproximada.

Adicionalmente, la liquidez de los mercados secundarios es lo que le permite a los inversionistas salir de sus posiciones sin afectar los precios de los activos. La iliquidez entonces se constituye en el mayor estorbo para la entrada de inversionistas en el mercado, incluso en tiempos normales, dejándolos solos en tiempos turbulentos, cuando la iliquidez magnifica los efectos de *shocks* en el precio de los activos. En este sentido, la iliquidez engendra iliquidez: nuevos inversionistas y emisores se desaniman de entrar al mercado por las preocupaciones acerca de la integridad de precio y de salida, y así la falta

Cuadro 2
Desarrollo del mercado de bonos



Fuentes: BIS y Banco Mundial.

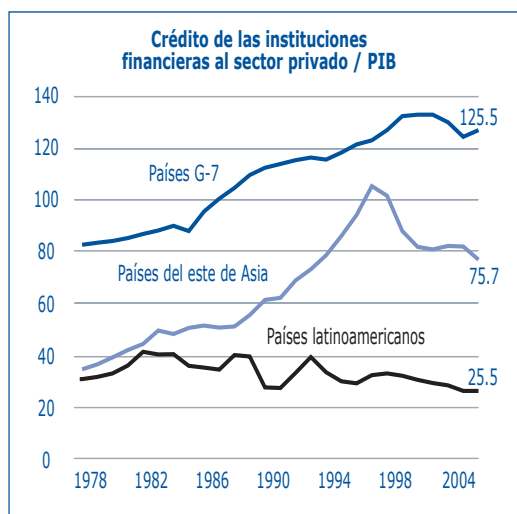
de nuevos jugadores mina aún más la liquidez.

Además, la liquidez en los mercados secundarios constituye un cimiento para la seguridad y solidez en el desarrollo de otros mercados claves, como el de repos y el de derivados. Esto explica, en gran parte, por qué el mercado de repos en la mayoría de países de América Latina se circunscribe típicamente al uso de los papeles de deuda pública como activo subyacente. Esto ayuda también a explicar por qué el mercado de derivados que tiende a desarrollarse primero (en los pocos países donde se ha desarrollado como Brasil, Chile y México) es el mercado de derivados para tipo de cambio, dada la relativamente alta liquidez del mercado *spot*. En contraste, el mercado de derivados para tasas de interés, riesgo de crédito y precios de las acciones está bastante subdesarrollado en la región.

Contra este fondo, un hecho clave que hay que considerar en el debate de reforma es que la liquidez del mercado secundario es una función positiva del tamaño del mercado y de las economías de escala relacionadas, así como de las externalidades de red y los efectos de aglomeración. Este simple hecho explica por qué la liquidez global se incrementa alrededor de pocos centros de finanzas internacionales. En la mayoría de los países de América Latina, excepto tal vez los más grandes, no ha sido posible generar mercados domésticos razonablemente líquidos para deuda corporativa y emisión de acciones.

Además, aunque no se ha probado, una hipótesis razonable es que los efectos adversos de la iliquidez de los pequeños mercados domésticos son exacerbados por la concentración, una característica de los mercados de capitales latinoamericanos. El patrón general en los mercados de América

Gráfico 3
Desarrollo del sector financiero



Fuente: Banco Mundial.

Latina es que sólo pocas firmas son capaces de emitir bonos en cantidades que permitan encontrar umbrales mínimos de liquidez, y dichos bonos son comprados por pocos inversionistas institucionales que dominan la escena. Estos inversionistas tienden a seguir comprando y manteniendo las estrategias, especialmente porque las preocupaciones no afectan de forma significativa los precios. El resultado es bajo volumen de transacciones.

De esta forma, no es sorprendente que muchos mercados de bonos domésticos se encuentren capturados en una trampa de baja liquidez, especialmente en el sector de bonos privados. McCauley y Remolona (2001)⁴ sugieren que un mercado secundario altamente líquido para los bonos públicos requeriría un *stock* negociable en el rango de US\$100-US\$200 billones. El problema con esta conclusión es, por supuesto, que pocas economías emergentes tienen un PIB dentro de ese rango.

Una complicación adicional es que en países pequeños con pocas bases inversionistas no hay suficiente campo para mercados secundarios líquidos para bonos públicos y privados al

mismo tiempo. Como resultado, la pequeñez exacerba el *crowding out* de los bonos privados por parte de los públicos. Sin embargo, al mismo tiempo, mercados de bonos públicos líquidos son necesarios para generar una curva de rendimientos que es clave en el desarrollo de los mercados de bonos privados.

Las visiones difieren en cuanto al “umbral de tamaño” necesario para la liquidez del mercado de bonos privados y de acciones. Sin embargo, los participantes del mercado en la mayoría de los países grandes o de tamaño mediano de América Latina típicamente consideran que emisiones por debajo de US\$50 millones no abrirían el apetito de los grandes inversionistas institucionales, en parte porque los pequeños emisores no generarían suficiente liquidez en el mercado secundario para poder salir de ellos adecuadamente. Sin embargo, US\$50 millones es una gran cantidad en términos relativos para muchos países de América Latina. Éste se vuelve un umbral que deja sólo a un puñado de firmas de tamaño adecuado para participar en la emisión de bonos en los mercados locales.

En suma, la agenda de reforma no puede subestimar las restricciones fundamentales de liquidez derivadas de la pequeñez, como ha ocurrido en el pasado. Una vía obvia y directa para conducir las restricciones de mercados pequeños es, por supuesto, la promoción de la integración financiera internacional. Ésta es, de hecho, una vía segura para romper el confinamiento de los mercados locales ilíquidos. Pero traerá de

⁴ McCauley, R., y E. Remolona, 2000. “Size and liquidity of government bond markets”, BIS Quarterly Review (November).

vuelta a la mesa de discusión las dos advertencias que se han enfatizado: primero, que la internacionalización de la emisión de bonos y su transacción puede reducir la liquidez de los mercados domésticos, y segundo, que con respecto a los mercados de bonos, la internacionalización puede magnificar las vulnerabilidades asociadas al problema de moneda débil.

Diversificación del riesgo. ¿Ha mejorado la diversificación del riesgo en los mercados de capitales de la mayoría de las economías emergentes? Ésta es una cuestión fundamental, que lo lleva a uno a preguntarse por qué no ha sido examinada más frecuente y seriamente. En los mercados de capitales domésticos se esperaba (después de las reformas) una significativa expansión de las oportunidades de diversificación del riesgo para los inversionistas locales, liberándolos de la tradicional dependencia de los depósitos bancarios y ayudando a democratizar la propiedad de las firmas. Sin embargo, el resultado ha sido bien diferente en el agregado. En el caso de América Latina, con excepción de los fondos de pensiones, los inversionistas individuales en los mercados de bonos locales continúan siendo una fracción minúscula de la población. También, los portafolios de los inversionistas institucionales en la mayoría de los países latinoamericanos están poco diversificados y concentrados preponderantemente en bonos públicos.

Hay pocas excepciones a este sombrío estado de las cosas en el promedio regional. Primero, en pocos países—un caso que vale la pena anotar es el de Chile—los inversionistas institucionales locales asignan una significativa porción de sus portafolios a bonos domésticos emitidos por entidades no bancarias. Sin embargo, incluso en el caso de Chile, el conjunto de

emisores con bonos mantenidos por los inversionistas institucionales es bastante limitado, con tenencias de acciones concentradas en un pequeño subconjunto del universo de empresas listadas, y tenencias de bonos concentradas en grandes compañías. Segundo, el mercado de capitales local para pocos países—notablemente Brasil, Chile y México—tiene una característica de profundidad para los mercados de derivados, principalmente de cubrimientos de tasa de cambio en la forma de *forwards*. No obstante estas importantes excepciones, la conclusión general mantiene que el rol jugado por los mercados de bonos privados de aumentar la diversificación del riesgo ha sido bien bajo frente a las expectativas iniciales.

Aunque muchas condiciones ayudan a explicar este resultado decepcionante, no hay duda de que el pequeño tamaño de los mercados domésticos es el centro de la historia. Un mercado doméstico pequeño no puede sostener más de un número limitado de emisores que puedan alcanzar los umbrales de tamaño, calidad y liquidez requeridos por los inversionistas institucionales locales. El resultado se agrava donde la concentración de la propiedad es alta (el caso de la mayoría de los países latinoamericanos) dado el bajo número de acciones transadas. Además, incluso lo que aparece como un conjunto variado de bonos locales supondría menos diversificación “verdadera” cuando el riesgo sistémico es alto. Esto es porque el riesgo sistémico afecta las inversiones en los activos de la economía local globalmente, y como consecuencia, no se puede diversificar más allá de variar las tenencias de portafolio en el mercado doméstico.

Las limitadas oportunidades de diversificación en mercados domésticos pequeños han llevado a muchos analistas a defender una relajación del régimen regulatorio para darles a los

inversionistas institucionales locales mayores posibilidades de invertir en activos foráneos. El argumento es particularmente convincente en el caso de los fondos de pensiones que crecen rápidamente, y cuya función fiduciaria principal (proteger los ahorros de los trabajadores para maximizar sus ingresos de retiro por un bajo nivel de riesgo) se ve sistemáticamente frustrada si ellos se encuentran en mercados domésticos pequeños y no les es permitido reducir el riesgo a través de la diversificación internacional. Mientras que el argumento ha sido transformado en acción en pocos países de América Latina—de nuevo es notable el caso de Chile—que han aumentado el techo de las inversiones de fondos de pensiones en el exterior, en la mayoría de países de la región el argumento ha sido poner una barrera política, basados en que dichos fondos deberían jugar un rol importante en el desarrollo de los mercados locales.

Por lo tanto, otros argumentarían que, más que concentrarse en la diversificación internacional, en la relajación de los límites regulatorios debería darse prioridad a la ampliación de la habilidad de los fondos de pensiones para diversificar sus inversiones en los mercados locales, estrategia que sería consistente con el objetivo de fomentar el rol de estos fondos en el desarrollo financiero doméstico. Sin embargo, la evidencia muestra que, a pesar de estas relajaciones, los inversionistas mantienen en sus portafolios bajos niveles de bonos privados.

Esto sugiere que, incluso bajo un régimen más liberal de inversión, los factores estructurales parecen limitar la extensión de la diversificación de los portafolios de los inversionistas institucionales. Así, junto con la iliquidez, la baja diversificación conduce a una fuerte segmentación de la participación en los mercados

de capitales locales a favor de grandes emisores.

La observación general de esta sección, que los portafolios de los inversionistas se han diversificado poco frente a lo inicialmente esperado, sugiere que el alcance de la diversificación puede ser frenado por el mismo proceso económico de la diversificación del riesgo. Nuestra hipótesis es que la reducción marginal del riesgo alcanzada incluyendo un emisor más en el portafolio parece compensada por el costo marginal de monitorear al emisor, en un punto mucho más temprano de lo que comúnmente se creía. Esto añadiría otra razón para explicar por qué la participación directa en los mercados de capitales está segmentada a favor de los emisores y emisiones que alcanzan un tamaño mínimo.

La observación de que las firmas pequeñas y medianas tienden a ser segmentadas del acceso directo a los mercados de bonos no implica, sin embargo, que dichas firmas tengan peores términos de acceso a los servicios financieros en general. Aunque hay un sesgo a favor de las firmas grandes, los mercados de capitales pueden mejorar el acceso de todas las firmas a través de efectos indirectos. Estos mercados pueden, por ejemplo, sacar de los bancos a grandes clientes corporativos, y de este modo forzar a los bancos a moverse a mercados más pequeños y buscar nuevos negocios prestando a más empresas pequeñas y medianas.

Comentarios finales. Este artículo ha propuesto una alternativa complementaria, que destaca la necesidad de dar un paso atrás, revisar ciertos hechos básicos y reformar las expectativas, como un avance inicial para asegurar fundamentos más sólidos en una reformulación de la agenda de política para el desarro-

llo del mercado de capitales. Temas como la globalización financiera, la liquidez y la diversificación del riesgo están entrelazados con problemas de tamaño y segmentación, que afectan a los mercados de capitales y que están asociados a las complejidades y retos que no deberían ser subestimados en el debate de la reforma.

Este artículo invita al eclecticismo. Un reformador inteligente debería tener en cuenta las circunstancias apropiadas para cada país y no seguir recetas generales. El análisis invita a una agenda de reforma variada. La clave es diseñar reformas específicas para cada país, que tomen en cuenta elementos como si el país en cuestión pudiera realmente alcanzar el umbral de tamaño para sostener un mercado secundario doméstico líquido para los bonos privados. Para países que sí puedan, el paquete de reformas convenientes sería relativamente fácil de formular. La elaboración de un conveniente paquete de reformas para países pequeños representa, en contraste, un reto más desalentador, sobre todo porque el pensamiento, a este respecto, apenas está en sus primeras etapas. Un ejemplo es la necesidad de bosquejar una versión *light* conveniente de un mercado de bonos para pequeños países, uno que sea complementario a la integración financiera internacional.

El análisis de este artículo sugiere áreas para investigaciones futuras que podrían ser de especial importancia en la discusión de política. Por ejemplo, un mayor trabajo es necesario para entender las interacciones entre la internacionalización de los mercados financieros y el desarrollo de los mercados de capitales domésticos. Nuestra sugerencia de que la globalización, la liquidez y la diversificación del riesgo están vinculadas con la participación segmentada en los mercados de capitales locales e

internacionales necesita ser probada profundamente. Además, es necesario explicar por qué América Latina se ha desempeñado peor en términos del desarrollo de sus mercados domésticos de capitales. Este misterioso hecho fue desenterrado por nuestro análisis, pero una explicación completa está aún pendiente. **ANIF**

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Eichengreen, B., R. Hausman y U. Panizza (2005). "The Mystery of Original Sin" en *Other people's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, ed. B. Eichengreen and R. Hausmann. Chicago: University of Chicago Press.
- Guiso, L., P. Sapienza, and L. Zingales. (2004), "Does local Financial Development Matter?" *Quarterly Journal of Economics* 119 (3): 929-69.
- Ladekarl, J., and S. Zervos. (2004), "Housekeeping and Plumbing: The Investability of Emerging Markets". *Policy Research Working Paper 3229*, Banco Mundial, Washington, DC.
- Lane, P., and S. Schmukler. Próximamente. "The International Financial Integration of China and India", en *Dancing with Giants: China, India, and the Global Economy*, ed. L. Alan Winters and Shahid Yusuf. Washington, DC: Banco Mundial.
- McCauley, R., and E. Remolona. (2000). "Size and Liquidity of Government Bond Markets," *BIS Quarterly Review* (noviembre).
- Obstfeld, M., and A. M. Taylor. (2005), *Global Capital Markets: Integration Crisis, and Growth*, Cambridge University Press.
- Schinasi, G., and R.T. Smith. (1998), "Fixed Income Markets in the United States, Europe, and Japan: Some Lessons For Emerging Markets." *IMF Working Paper 173/98*, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.

Fusiones y adquisiciones en el mercado bursátil colombiano

El sistema financiero colombiano continuó su dinámico proceso de fusiones y adquisiciones bancarias durante 2006. De una parte, en el mes de abril tuvo lugar la puja por el Megabanco, hasta ese momento propiedad de Fogafin. Dicho banco tenía interesantes fortalezas relacionadas con el mercado de las Pymes, el cual fue adquirido por el Banco de Bogotá. De otra parte, en el mes de octubre de 2006 se llevó a cabo otra puja por Granbanco (mejor conocido como Bancafé), también propiedad de Fogafin. Dicho banco fue adquirido por Davivienda-Banco Superior, entidad que se consolidó como la tercera del mercado con 13% de los activos bancarios, quedando

por delante Bancolombia (con 20%) y Banco de Bogotá (con 15%).

En paralelo se ha venido dando un proceso de fusiones y adquisiciones en el mercado bursátil colombiano, el cual no ha recibido la atención que merece. Como se recordará, el mercado bursátil experimentó un gran dinamismo a lo largo de 2005, registrando valorizaciones del 120% anual en el Índice General de la Bolsa de Colombia (IGBC). Ese fue el segundo mercado bursátil más rentable del mundo, después del de Egipto durante 2005. Luego de la crisis bursátil de Colombia en el período abril-julio de 2006, se han presentado oportunidades para afianzar unos negocios y salvar otros a través de es-

quemas de fusiones y adquisiciones, cual será nuestro tema de análisis en esta ocasión. Como veremos, al igual que en el resto del sistema financiero, se ha ido afianzando el concepto de grupos financieros que van consolidando esquemas de multibanca, o banca en red, y ahora han ido extendiendo sus servicios de corretaje de valores, ganando eficiencia y alcance de mercado.

Grado de concentración en el mercado bursátil colombiano

Anif había estimado que la pérdida bursátil del período mayo-junio de 2006, con caídas del 45% año corrido, llegó a comprometer el 1.8% del PIB (ver Informe Semanal No.844). Igualmente, la desvalorización de los TES, por un equivalente al 14%, comprometió activos por el equivalente al 1.3% del PIB. Estos cambios súbitos en los valores de los activos manejados por los inversionistas institucionales y los corredores de bolsa resultan propicios para promover fusiones y adquisiciones en estos mercados, apuntando en la dirección de con-

Cuadro 1
Intermediarios en el mercado de valores de Colombia

	1996	2000	2006
Bolsas de valores	3	3	1
Comisionistas de bolsa	58	46	38
Comisionistas independientes de bolsa	3	2	2
Administradoras de fondos de inversión	6	6	6

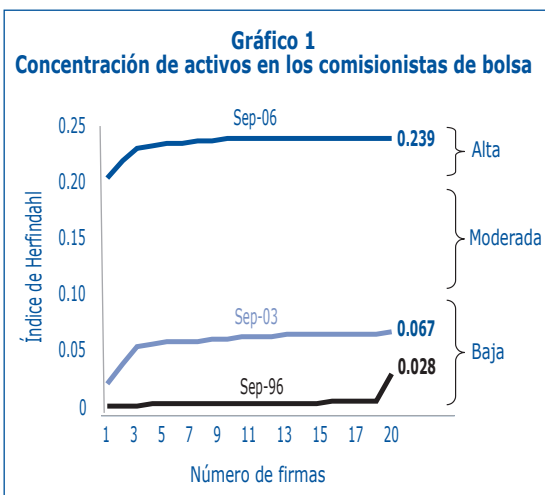
Fuente: Superfinanciera.

solidar esquemas de grupos financieros.

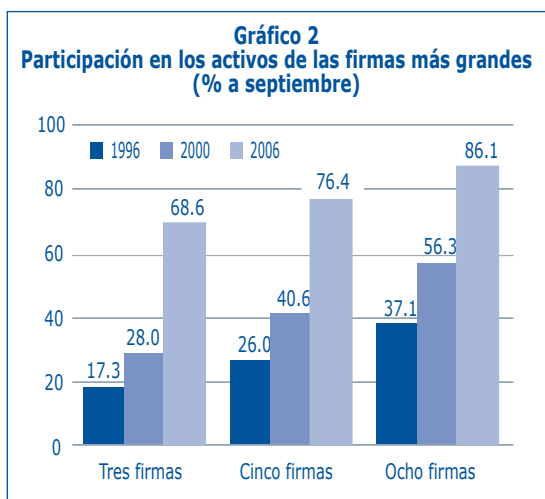
El cuadro adjunto ilustra cómo el total de intermediarios en el mercado bursátil se ha reducido de 58 en 1996 a unos 38 en 2006, cayendo a razón de unas dos firmas por año durante la última década. Sin embargo, este proceso de fusiones y adquisiciones bursátiles no ha sido particularmente marcado en el último año, puesto que el total de firmas era de 41 en septiembre de 2005 y un año más tarde se tienen unas 38 firmas registradas. Se escucha, sin embargo, que diversos inversionistas del exterior “están de compras por Colombia” y este proceso bien podría acelerarse durante 2006-2007, ahora que parece inminente la ratificación del Tratado de Libre Comercio (TLC) con Estados Unidos.

Una forma de medir la concentración que arroja determinada estructura de mercado es a través del llamado Índice de Herfindahl, el cual se calcula como la sumatoria de las participaciones de mercado (al cuadrado). De acuerdo con estándares internacionales, se puede concluir que un mercado tiene baja concentración si su Índice de Herfindahl está por debajo de 0.1 (en una escala de 0 a 1); se dice que tiene concentración moderada en el rango 0.1 a 0.18; y, por último, se habla de alta concentración en rangos superiores a 0.18.

En el caso del mercado bursátil colombiano se observa que éste mostraba una baja concentración de activos en el año 2003, pues dicho índice tan sólo ascendía a 0.06. Sin embargo, dicho índice



Fuentes: Superfinanciera y cálculos Anif.



Fuentes: Superfinanciera y cálculos Anif.

Los mercados colombianos tuvieron una reacción más que proporcional y claramente superior a la reacción que se dio en otros mercados.

se había elevado a niveles de 0.23 al corte de septiembre de 2006, arrojando una concentración relativamente alta. El gráfico 1 ilustra el comportamiento acumulado del Índice de Herfindahl para las primeras veinte entidades. Allí se puede ver que, a septiembre de 2006, existía una alta concentración en cabeza de una firma y desde 2003 se ha observado que cerca de tres de ellas vienen marcando las pautas de mercado.

Mientras que en 1996 las ocho primeras firmas concentraban el 37% de los activos, dicha concentración alcanzaba el 86% de los activos en el año 2006 (véase gráfico 2). Más aun, las dos firmas más grandes concentraban más de la mitad de los activos existentes en 2006, mientras que esa cifra era tan sólo del 27% en el año 2003.

Al igual que ocurre en muchos otros mercados, una disminución del número de participantes no necesariamente implica que esos mercados pierdan dinámica competitiva. De hecho, lo que se ha visto en muchos mercados, incluyendo el bancario (ver Informe Semanal No.826) y el de la telefonía móvil (ver Informe Semanal No.853), es que se van formando estructuras “oligopólicas competitivas”, que terminan por beneficiar al consumidor al mejorar su “menú de opciones” a un precio más bajo.

No obstante, cabe preguntarse si el marco regulatorio es el adecuado para evitar que se lleguen a desarrollar “poderes de mercado” que puedan menguar esas fuerzas competitivas. La fusión de las Superintendencias Bancaria y de Valores,

a partir de diciembre de 2005, le debe permitir a la Superintendencia Financiera tener una mejor labor de conjunto en este frente y trazar las “murallas chinas” adecuadas. Los reguladores y supervisores de estos mercados juegan un papel crucial a la hora de establecer un equilibrio apropiado entre la ampliación del tamaño, que permite aplicar economías de escala-alcance, y el marco regulatorio, que debe evitar que se consoliden rentas cuasi-monopólicas. La ventaja de tener firmas de mayor envergadura radica no sólo en su mejor disposición para enfrentar riesgos sistémicos (siempre y cuando su regulación apunte en esa dirección), sino en las posibilidades de ampliar el mercado de capitales. Por ejemplo, esto puede ocurrir a medida que las firmas tienen el capital requerido para internacionalizarse, etapa que resultará crucial estando Colombia *ad portas* de ratificar su TLC con Estados Unidos. Al igual que ha venido ocurriendo en el resto del sistema financiero, ya se siente un afán por buscar cierto tipo de padrino internacional y/o la consolidación de tamaños que permitan operar en un mercado que requiere mayor músculo financiero.

Consolidación del sistema financiero

En Colombia se están desarrollando procesos institucionales que deben mejorar la operación del mercado de capitales. Por ejemplo, se vienen impulsando las prácticas de buen gobierno corporativo. La idea es que un mayor número de firmas pueda participar en el mercado de renta variable a través de la colocación de sus bonos y acciones. En

este manejo, la banca de inversión y los comisionistas de bolsa tienen un importante papel por jugar. Complementando estas tareas aparecen los administradores de las carteras colectivas, en cabeza de los fondos de pensiones y los fondos mutuos de inversión.

**Cabe esperar,
que un menor
número de actores,
pero con mayor
capacidad competitiva,
redunde en beneficios
claros para los
consumidores de
estos mercados.**

Para moderar los conflictos de intereses, que se pueden presentar entre los diferentes agentes, es importante evaluar dónde debe trazarse la llamada “muralla china” que busca separar a dichos administradores de carteras colectivas de los agentes que intermedian recursos crediticios. Anif ha venido impulsando, junto con el Banco Mundial, una serie de reformas al sistema financiero colombiano que apuntan en la dirección de consolidar dicha multibanca, al tiempo que se definen de mejor manera las sinergias organizativas que se pueden extraer de las carteras colectivas y de corretaje de valores que vienen operando en Colombia (ver Informe Semanal No.843).

Conclusiones

Como vimos, el proceso de fusiones y adquisiciones no se ha limitado al campo del mercado de intermediación financiera de los bancos. El mercado bursátil ha adquirido una dinámica propia y, de hecho, ha reducido en cerca de veinte entidades su mercado en el período 1996-2006. Vimos que el nivel de concentración de dicho mercado ha pasado de niveles bajos a niveles relativamente altos.

Cabe esperar, como ha ocurrido en otros mercados, que un menor número de actores, pero con mayor capacidad competitiva, redunde en beneficios claros para los consumidores de estos mercados. El regulador también debe estar atento a estos dinámicos cambios. En el caso particular de este mercado bursátil, se han hecho cambios importantes para lograr que el tema de autocontrol, a través de la Oficina del Rector del mercado de valores, gane mayor profundidad. Todo parece indicar que antes de finalizar este año se habrá implantado el programa “Código País”. Dicho programa busca mejorar las prácticas de gobierno corporativo, especialmente en lo concerniente a las obligaciones de transparencia de las asambleas y los arreglos extrajudicial.

En fin, se trata de una tendencia mundial, donde las propias fusiones de las principales bolsas del mundo ya han inducido reducciones importantes en los costos de corretaje de estos mercados. Después de este período de fusiones y adquisiciones bancarias de 2003-2005, cabe esperar una revitalización de estos procesos en el mercado de valores, especialmente a nivel de los comisionistas de bolsa. 

El desarrollo económico y el círculo virtuoso de la educación*

Durante los meses de mayo y junio de 2006, Chile experimentó la peor protesta juvenil de las últimas tres décadas, motivada por la carencia de un sistema educativo público de fácil acceso y de buena calidad, recordando algunos de los difíciles insucesos de la era Allende. Los disturbios dejaron un saldo total de más de mil jóvenes detenidos, catorce lesionados y la renuncia del ministro de Educación.

El movimiento civil logró que el alto gobierno entrara a recapacitar sobre la calidad y pertinencia de la educación pública, especialmente a nivel de la secundaria. Aunque el récord de progreso social de Chile ha sido significativo, especialmente en las áreas de cobertura educativa, la calidad todavía deja mucho que desear. Porejemplo, aunque a nivel global Chile se ubica en la posición veintisiete en competitividad, registra la posición cien en matemáticas y ciencias a nivel de secundaria.

Tanto el tema de la protesta como la profundidad de la misma sorprendió a la nueva

administración de Michelle Bachelet y ha tendido un manto de duda sobre las estrategias sociales del país austral. Éste se venía postulando como “el modelo a seguir” en las áreas sociales.

Educación, crecimiento y productividad

Las teorías del desarrollo económico llevan más de cincuenta años enfatizando cómo el capital humano

explica buena parte del progreso diferencial de las naciones. Con frecuencia dichas ventajas se materializan en organizaciones sociales que impulsan el desarrollo a través de las llamadas “instituciones formales” (caso típico del G-7), pero en otras ocasiones es el nivel educativo (en sí mismo) el que promueve el cambio tecnológico. Éste ha sido el tema de estudio reciente de las llamadas teorías del crecimiento endógeno (Romer, 1990), donde la acumulación de capital humano juega un papel central a la hora de explicar la evolución de la productividad multifactorial. Así, una adecuada retroalimentación entre la educación de calidad y el progreso tecnológico tiende a asegurar importantes réditos en materia de desarrollo económico y social. Este “círculo virtuoso” de la educación se manifestará, a su vez, en una mayor productividad.

En el período 1988-1998, el PIB real de Chile creció a tasas



Fuentes: Cepal, Banco Central de Chile y cálculos Anif.

* Corresponde al Informe Semanal Anif No.853 de octubre 17 de 2006.

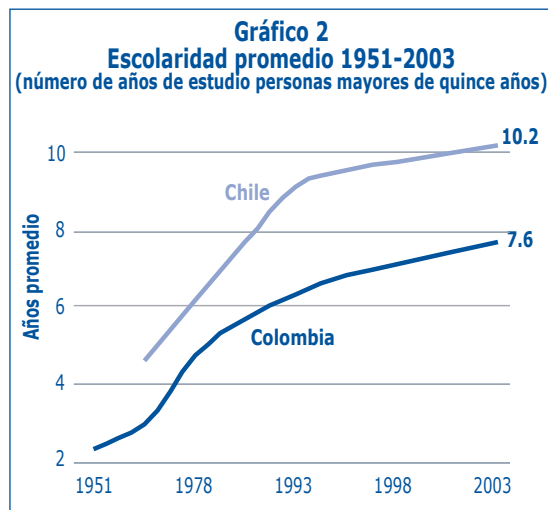
promedio de 6.9% anual, mientras que la productividad total de factores (PTF) creció a un ritmo de 2.4% anual promedio, en línea procíclica con el PIB (ver gráfico 1). Estos resultados estuvieron motivados, en buena parte, por la liberación de sus mercados, incluyendo el comercial y el laboral. Así mismo, dichos resultados fueron muy superiores a los obtenidos por Colombia, cuyo PIB creció un 3.5% anual y cuya PTF presentó variaciones anuales promedio de -0.6% durante ese mismo período (ver Informe Semanal No.815 de enero 23 de 2006).

Esta aceleración del crecimiento en Chile logró acompañarse de incrementos importantes en materia escolar. Por ejemplo, la cobertura escolar (neta) en primaria se incrementó de 96.9% a 98.3% y la de secundaria de 80.9% a 90% en el período 1990-2000. Así mismo, la escolaridad promedio en Chile pasó de 4.5 años en 1970 a 10.2 años en 2003, nivel muy superior al de Colombia (ver gráfico 2).

Sin embargo, la poca transparencia en los esquemas de subvención de cupos en secundaria y los altos costos de transporte para acceder a las escuelas han mermado el impacto de las políticas educativas en Chile. Así, los logros en cobertura no se han visto adecuadamente reflejados en oportunidades más equitativas y en una mejor calidad del estudiantado chileno, motivos principales de las manifestaciones públicas. Ante esto, resulta interesante asomarnos a lo que ha ocurrido en otras latitudes para extraer lecciones adicionales frente a la implementación de la educación.

El caso de Corea del Sur

Corea tenía un grado de desarrollo económico algo inferior al de Colom-



Fuentes: DNP-DDS-GCV, Mideplan, Encuesta CASEN y cálculos Anif.

La poca transparencia en los esquemas de subvención de cupos en secundaria y los altos costos de transporte para acceder a las escuelas han mermado el impacto de las políticas educativas en Chile.

bia en los años cincuenta. Finalizado su conflicto bélico, Corea concentró sus recursos públicos en la educación básica, alcanzando una cobertura de 98% en el año 1975 y de 100% en 2001. En el caso de la cobertura (neta) en educación secundaria, ésta pasó de 35% en 1965 a 88% en 2003-2004, presentando valores tan altos como 94% promedio en el período 1998-2000 (ver cuadro 1). Para el

año 2004, la escolaridad media en Corea ya era de doce años, bastante superior a los 7.7 años que registraba Colombia, y su calidad educativa era superior a la del promedio de los países de la OECD.

En los exámenes estandarizados, Corea, Holanda y Finlandia se ubicaron a la cabeza de la OECD. Más sorprendente aún es el hecho de que, al lado de Holanda, el gasto público por estudiante en Corea es menor que el promedio de gasto en los países de la OECD. Esto es prueba de que, en las áreas sociales, la razón de gasto público/PIB no es necesariamente un indicador

confiable, pues no se trata de gastar más, sino de aprender más.

¿Qué hay detrás de estos resultados educativos tan particulares? Cabe destacar tres hechos que apuntalaron la buena y eficiente calidad educativa en Corea. Primero, en Corea se presentó una importante transición demográfica. Segundo, dicha transición se dio en un contexto de rápido crecimiento económico, lo cual impulsaba el salto hacia la educación tecnológica. Por último, se ha observado que los salarios de los profesores en Corea son los más altos de la OCDE, premiando la excelente calidad y dedicación de sus maestros.

De otra parte, Corea, junto a Estados Unidos, Australia y Japón, es uno de los países con mayor participación del sector privado en el gasto educativo. La participación privada en la educación superior supera el 50%, de tal manera que los dineros públicos se pueden concentrar en la excelencia académica de la educación básica y secundaria.

Este modelo educativo de focalización de excelencia básica está acompañado por altos incentivos de retorno a la educación para quienes

deseen ir más lejos. Allí el sector privado impulsa la formación profesional con énfasis en la tecnología de punta.

¿Cómo impulsar el ciclo virtuoso de la educación en Colombia?

El discurso político sobre la educación en Colombia usualmente se concentra en la “ilusión” del gasto público educativo con relación al PIB, mas no en su calidad y resultados. En efecto, el Gobierno Central pasó de transferir y gastar cerca de \$7 billones en 1993 (2.8% del PIB) en educación a gastar \$12 billones en 2005 (4.4% del PIB). No obstante, esos incrementos presupuestales no se han reflejado en ganancias proporcionales en materia de cobertura, años de escolaridad y calidad educativa en el país. Porejemplo, la cobertura neta en educación básica en Colombia era tan sólo del 79% al cierre de 2005 y la de secundaria del 57%, mientras que en el caso de Corea eran de 99% y 90% respectivamente (ver cuadro 1). Así mismo, si bien la escolaridad promedio en Colombia casi se triplicó entre los años 1965 y 2005, pasando de 2.8 años a 7.7 años, ésta continúa rezagada frente a los 12 años que se registran en Corea.

Anif ha insistido en que es fundamental concentrar los dineros públicos, primero, en la provisión de educación básica de excelente calidad. En segunda instancia, se requiere complementar el esfuerzo en educación básica con la provisión de educación secundaria y vocacional. Por último, es clave entender que el esfuerzo marginal en materia de educación superior lo debe adelantar el sector privado.

La formación de profesionales y científicos requiere de un mayor compromiso por parte del sector

Cuadro 1 Corea del Sur y Colombia: cobertura neta de la educación y escolaridad promedio							
	Corea del Sur			Colombia			
	Primaria 6-11 años (%)	Secundaria y media 12-17 años (%)	Escolaridad promedio (años)	Primaria 7-11 años (%)	Secundaria 12-15 años (%)	Media 16-17 años (%)	Escolaridad promedio (años)
1965	89	35	4.3	n.d.	n.d.	n.d.	2.8
1998-2000	97	94	n.d.	84	52	26	7.0
2001-2004	98	88	11.4	82	53	26	7.4
2005	n.d.	n.d.	12 ^a	79	57	29	7.7

* Escolaridad promedio = años promedio de educación para población de quince años y más.
n.d.= no disponible. ^a = dato de 2004.
Fuentes: Ministerio de Educación Nacional (MEN), DNP, Bases de datos de OECD, Unesco y cálculos Anif.

privado; sólo en la medida en que se dé un adecuado “maridaje” entre la industria y la academia surgirán programas que atiendan este sector.

Dada la estrechez presupuestal, resulta poco realista pensar que los dineros para Desarrollo & Tecnología (D&T) vendrán del sector público. Tampoco tiene mayor sentido la burocrática idea de pensar en resolverlo a través de la creación de un ministerio de D&T. Primero cabe reflexionar sobre el papel que viene desempeñando Colciencias y la ventaja de utilizar esa entidad como vía para canalizar los dineros de apoyo a la investigación de los centros nacionales existentes.

Conclusiones

Los países asiáticos “empezaron por el principio”: educación básica de buena calidad y universal, focalizando sus dineros públicos hacia ello. Con el tiempo fueron barriendo hacia arriba y hoy en día países como Corea del Sur mantienen una de las cuotas más altas de estudiantes universitarios en el mundo.

La posibilidad de “aprender a aprender” se construye desde los

niveles más básicos. En Colombia se ha querido abarcar todos los niveles educativos simultáneamente, con resultados deficientes en materia de cobertura secundaria y malos en calidad educativa.

Las recientes protestas educativas en Chile son un campanazo de alerta sobre la necesidad de ofrecer no simplemente altas coberturas poblacionales, sino mejor calidad y pertinencia para los mercados laborales, especialmente frente a los rápidos cambios comerciales a nivel mundial.

Dada la actual coyuntura en materia de integración a mercados internacionales, hay que reconocer la necesidad de formación de tipo técnico y tecnológico. Es indispensable que el sector privado juegue un papel líder en las guías educativas vocacionales (de aplicación inmediata para el TLC) y de educación superior, buscando las sinergias empresa-academia. Probablemente el país requiere que una menor proporción de graduandos de secundaria vaya a las universidades a recibir formación profesional, a cambio de más oportunidades en materia de formación vocacional y práctica. 

El súper Super



Entrevista al Superintendente Financiero *Augusto Acosta*

CARTA FINANCIERA: Hace casi un año, usted asumió un reto grande: ser el primer superintendente financiero. ¿Qué tanto ha podido avanzar y cuál ha sido su mayor desafío a la fecha?

AUGUSTO ACOSTA: El primer reto que tuvimos fue asegurar que los dos grupos humanos que venían de la Superintendencia Bancaria y de la Superintendencia de Valores entendieran el reto que significaba integrarse en un nuevo equipo. Hacer equipo es tal vez el reto más importante en cualquier proceso de esta naturaleza. Hoy, un año después, creo que hemos avanzado con pasos sólidos en esa dirección. Tenemos todavía muchísimo camino por recorrer, pero sentimos un gran optimismo a partir de los

pasos que ya hemos podido dar, de la muy positiva actitud que tienen los funcionarios de la Superintendencia y, por encima de todo, de los grandes retos que ahora tenemos que comenzar a cumplir con relación ya no sólo a la existencia de la Superintendencia Financiera, sino respecto del propio sistema financiero.

C.F.: Recién inaugurado, le tocó a usted sufrir el “pinchazo” de la burbuja bursátil y de TES, que por cierto Anif y otras entidades venían cantando meses atrás. ¿Qué lecciones le quedan al país de este episodio?

A.A.: Lo primero, tenemos que madurar respecto al comportamiento de los mercados. Es claro que el se-

gundo trimestre de este año marcó una reacción importante hacia un cambio que se dio prácticamente en todas las bolsas del mundo. Adicional a eso, tanto en el comportamiento de los precios de las acciones como en el de los precios de la deuda pública y del propio tipo de cambio, sentimos que los mercados colombianos tuvieron una reacción más que proporcional y claramente superior a la reacción que se dio en otros mercados. Parte de eso lo podríamos clasificar dentro del rótulo general de “mercados adolescentes” o mercados que de alguna manera tienen que terminar de aprender que hay volatilidades y que esas volatilidades implican un manejo maduro y equilibrado. También, desde luego, encontramos que

había algunos aspectos relacionados con regulación y seguramente (que es un tema que estamos terminando de investigar) algunos otros que correspondieron a malas prácticas de mercado. En los tres frentes creo que hemos aprendido bastante. Hemos madurado mucho más después de las épocas difíciles que se vivieron y creemos que en la medida en que todos los operadores del mercado continúen reflexionando respecto a la crisis que se vivió y a las nuevas tendencias que se van generando, iremos aceptando, poco a poco, el hecho de que Colombia es hoy un mercado claramente inmerso en las tendencias globales. Esto nos ha costado trabajo entenderlo y aceptarlo. Creo que es positivo para los mercados colombianos; creo que es algo a lo que no estábamos acostumbrados y por lo tanto una nueva realidad que tendremos que aprender a manejar.

C.F.: ¿Cómo se balancean estas lecciones y esta “adolescencia” con el objetivo de profundizar o “madurar” el mercado?

A.A.: Me parece que superar la adolescencia es precisamente

aspecto técnico del comportamiento de los mercados, como también de lo relacionado con prácticas y conductas que hoy existen y que siempre, desde luego, pueden mejorar. Yo creo que los mercados, como las personas, maduran en la medida en que tienen que enfrentar dificultades y en que las enfrentan con un espíritu positivo, con el ánimo de aprender y, desde luego, una vez superadas las crisis, recoger lecciones. Tal vez el peor error que uno puede cometer, no solamente en los mercados, sino en muchos otros aspectos, es no aprender de los propios errores.

C.F.: También le ha tocado a usted ser testigo de un crecimiento muy rápido de la cartera, especialmente la de consumo. El propio Banco de la República llamó la atención sobre este tema recientemente. ¿Cree usted que el sector bancario está relajando sus estándares de otorgamiento de crédito?

A.A.: No, no creo. Yo creo que, desde luego, debemos poner una gran atención en el comportamiento del crédito de consumo, como también lo tenemos que tener con respecto al comportamiento del crédito hipotecario, el crédito comercial, los créditos de tesorería que se están manejando hoy en la gran mayoría de los bancos que componen el sistema finan-

ciero. Me parece que mal podríamos nosotros reaccionar negativamente al crecimiento de la cartera cuando precisamente una de las metas es lograr que el total de la cartera del sistema bancario colombiano (como porcentaje del Producto Interno Bruto)

mejore, que aumente, de una manera muy significativa, su penetración en el mercado colombiano. Debo poner de presente que en el año 1997, antes de la gran crisis, la cartera de los bancos colombianos llegó a cerca del 40% del PIB y que en este momento debemos estar alrededor del 26%. Tenemos un camino importante por recorrer. No le tengamos susto a crecer: logremos, mediante un trabajo consensuado permanente, que el crecimiento se haga de manera inteligente. Pero, insisto en el punto, sin tenerle miedo al crecimiento.

C.F.: Ya que habla de ese período, ¿no será que estamos en un momento parecido a la borrachera crediticia que se vivió en aquel entonces? ¿Qué nos diferenciaría hoy de ese momento 1993-1997?

A.A.: Son etapas distintas: en primer lugar, los indicadores fundamentales de la economía son diferentes. Recuerden ustedes que teníamos índices de inflación de dos dígitos, tasas de interés de dos dígitos y tasas de interés reales muy grandes. En el primer semestre de 1998 llegamos a ver CDT de noventa días a cerca del 40% efectivo anual, o sea que era una perspectiva distinta en términos de indicadores económicos básicos. En segundo lugar, el crecimiento que vivimos en Colombia, especialmente en precios de acciones (que fue lo que más evidenció esa “bonanza” de 1993 a 1997), se debió mayormente a los inversionistas internacionales como pasó también en el conjunto de América Latina por esa misma época. El crecimiento que nosotros hemos vivido en los precios de las acciones y, desde luego, paralelo a esto también en el precio de la deuda, tiene unas razones que me parece que son diferentes: en primer lugar, la valorización de la deuda pública

Los mercados colombianos
tuvieron una reacción más que
proporcional y claramente superior
a la reacción que se dio en
otros mercados.

el prerequisite para tener adultos responsables y es exactamente en la tarea que estamos empeñados. Hemos venido reuniéndonos con distintos grupos de actores del mercado de capitales, repasando con ellos algunos elementos importantes, tanto del

se viene dando como consecuencia de la menor tasa de inflación y por lo tanto de la menor tasa de interés. Allí no hay tanto un elemento especulativo de exceso de demanda sino, sencillamente, un reconocimiento de unas nuevas condiciones macroeconómicas que, por la vía de la disminución de la inflación, disminuyó las tasas de interés y valorizó la deuda. En segundo lugar, en lo que hace referencia a los precios de las acciones, la demanda que ha existido, por lo menos hasta hace unos doce meses, fue una demanda generada fundamentalmente por actores internos. Es un mercado en el cual hay mucha mayor participación de capital local que no lo teníamos en el período de 1993 a 1997: en esa época no había fondos de pensiones, no había inversión institucional y tampoco había la confianza que hoy sí existe en el gobierno corporativo de la mayor parte de las empresas que están inscritas en la Bolsa. Adicional a esto, también en los mercados de acciones tenemos una participación más importante de personas naturales: alrededor del 40% al 50% de compradores y vendedores son personas naturales colombianas. En esta última etapa sí ha entrado un mayor volumen de capital extranjero de inversión internacional a los mercados de valores en Colombia, tanto para compra de deuda pública como para compra de acciones. Es algo que nos parece natural, habida consideración de las nuevas circunstancias que hay en Colombia. Para resumir, creo que hay una diferencia importante en condiciones macroeconómicas. Creo que hay una serie de instrumentos mucho más sólidos en materia de mercados (el desarrollo de los sistemas transaccionales y la participación de éstos frente al mostrador en los mercados de deuda tiene un cambio

relevante). Creo que hemos avanzado también de una manera muy importante, con base en todo lo que tiene que ver con la nuevas normas de valoración de portafolios, en la profesionalización de los agentes, en lo cual, desde luego, todavía hay mucho camino por recorrer. Considero que los principios de administración de riesgo, las normas prudenciales relacionadas con capital regulatorio para respaldar las posesiones propias de los agentes, las nuevas reglas que se van poniendo a funcionar en materia de apalancamiento y los demás temas relacionados contribuyen a que el mercado, desde el punto de vista regulatorio y profesional, tenga una situación distinta de la que tuvimos en el período 1993-1997.

C.F.: ¿Cómo ve la consolidación del sistema financiero colombiano? ¿Será que vamos hacia un sistema de banca múltiple, bajo un esquema de oligopolio competitivo?

A.A.: A la banca múltiple ya llegamos. No es que vamos, sino que ya llegamos. Si ustedes toman algunas de las más recientes experiencias en materia de fusiones de instituciones financieras, lo que hay, respetando, desde luego, el esquema básico de matriz-filiales, es un concepto de grupos financieros que quieren ofrecerle a sus clientes una gama completa de todas las opciones, sea a través de manejo de recursos a través de distintos instrumentos, sea a través de distintas opciones de crédito. No es solamente el crédito bancario,

sino también la posibilidad de desarrollar emisiones para el mercado de capitales, la posibilidad de promover y de apoyar emisiones de acciones, emisiones de bonos corporativos, en fin. Me parece que tenemos ya en Colombia una tendencia muy definida a que los grupos financieros, a través del esquema matriz-filiales o de cualquier otra figura que pueda discutirse en los proyectos de reforma financiera que

Allí no hay tanto un elemento especulativo de exceso de demanda sino, sencillamente, un reconocimiento de unas nuevas condiciones macroeconómicas que, por la vía de la disminución de la inflación, disminuyó las tasas de interés y valorizó la deuda.

vienen ofreciéndole a los clientes productos financieros integrales. Creo que la discusión de si la banca de Colombia debe ser o no múltiple es un tanto “pasada de moda”. Quizá la discusión, que no me parece que sea significativa, debería estar alrededor de si queremos o no mantener el esquema de matrices y filiales. Ésta es más una discusión sobre los instrumentos jurídicos que sobre la naturaleza de la actividad que desarrollan los bancos.

C.F.: Entonces bajo este nuevo contexto ¿cuál es el papel del supervisor?

A.A.: Fundamentalmente creemos que el supervisor debe preservar la confianza en el sistema financiero. Para ese propósito central, creemos

que hay tres elementos muy importantes: lo primero, mediante el interés permanente del supervisor por garantizar la estabilidad del sistema financiero, que se hace a partir de una regulación y de una supervisión de carácter prudencial; segundo, tenemos que velar por la integridad de los mercados, que es un enfoque mucho más orientado a garantizar y a supervisar las conductas de los agentes en el mercado, el comportamiento, las distintas prácticas que existen, de manera tal que uno pueda decir que tiene mercados de activos financieros que son íntegros, transparentes y competitivos, cuya información es buena, cuya valoración es adecuada, en fin, todo el capítulo que tiene que ver con mercados, que es un componente muy relevante de lo que pudiéramos llamar

alguna sucursal bancaria para hacer transacciones?

A.A.: ¡Sé que están congestionadas!

C.F.: ¿Qué le respondería a las personas que se quejan del servicio y de los costos bancarios en Colombia?

A.A.: Son dos preguntas en una: una son los costos y otra es la calidad del servicio. Respecto de los costos, desde fines del primer semestre de este año la Superintendencia Financiera comenzó a publicar una información comparada de los precios de todos los productos básicos que el sistema bancario le ofrece a los clientes. Continuamos trabajando, con un poquito más de dificultad por el tema metodológico,

en asegurarnos de que en el curso de los próximos meses podamos ir complementando información sobre precios de productos de otros sectores del sistema financiero, porque no son solamente los bancos. Queremos avanzar para que la gente tenga una

información básica respecto de las compañías de seguros, de los fondos de pensiones, de las sociedades fiduciarias, de los comisionistas de bolsa, porque, obviamente, lo que queremos es que, como elemento central de la protección al consumidor financiero, éste encuentre en la Superintendencia información, como un primer valor agregado que creemos de una enorme importancia.

En cuanto al segundo aspecto, que es el relacionado con la calidad del servicio, hemos estado conversando también, de una manera muy permanente, con los distintos agentes del sistema. Somos conscientes de que hay congestión y de que el servicio amerita un gran mejoramiento. Al

mismo tiempo, creemos que el desarrollo se tiene que dar muy por la vía de soluciones tecnológicas confiables. No vemos que el sistema financiero colombiano pueda embarcarse en este momento en una tarea, por decir algo, de multiplicar el número de sucursales. Ese tema, para atender transacciones de retiros, de pagos, de depósitos, de ese tipo de cosas, se convierte en una amenaza contra la eficiencia que tenemos que mejorar en el sistema. Por esta razón, habrá que adelantar, en primer lugar, una consolidación, cada vez mayor, en materia de tecnología, de servicios por Internet, de cajeros automáticos, del uso de los plásticos al interior del sistema financiero en general. Para eso, además de las inversiones en tecnología (que de hecho ya viene haciendo la mayoría de los grupos financieros en Colombia), necesitamos educar al consumidor, por un lado, y segundo, asegurarnos de que el riesgo operativo reciba un adecuado manejo y el tema de seguridad en todas estas transacciones sea el idóneo. Han salido muchos comentarios, que hemos visto con gran atención, por parte de medios de comunicación, de distintas entidades y de distintos críticos del sistema. Sentimos que todos esos comentarios siempre tienen un punto de validez y de intención sana de señalar debilidades que existen y entendemos, al mismo tiempo, que el sistema financiero quiere trabajar de una manera tranquila para resolver esos problemas. También lo quiere la Superintendencia. Desafortunadamente no son temas que se solucionen de un día para otro, pero sí nos sentimos tranquilos en cuanto al compromiso que encontramos en el sistema financiero respecto de atender temas que garanticen: 1) mucha mejor calidad del servicio, y 2) mucha mayor seguridad en las transacciones que realizan los clientes con las nuevas tecnologías.

Fundamentalmente creemos que el supervisor debe preservar la confianza en el sistema financiero.

la “variable flujo” dentro del sistema; y, tercero, tenemos que velar porque los clientes del sistema financiero vean sus derechos respetados por parte de los distintos actores. De estos tres elementos, combinados dentro de un esquema de emisión estratégica clara respecto de hacia dónde se dirige el sistema financiero, tenemos que derivar el valor central, que es preservar la confianza del público en general, e incluso de los mismos actores del sistema, en el comportamiento y en las perspectivas de sus propias instituciones.

C.F.: Ya que estamos hablando de los derechos de los clientes ¿en este último año usted ha visitado

C.F.: Usted ha tenido una extensa vida profesional en el sector privado, en la banca y en el mercado de capitales. ¿Cómo evalúa las diferencias entre éste y el sector público?

A.A.: En distintas oportunidades he dicho, al interior de la Superintendencia Financiera, que no encuentro ninguna diferencia entre la calidad profesional de las personas con las he trabajado en distintas entidades del sector privado y el grupo profesional que encuentro en la Superintendencia Financiera, que prácticamente surgió de conservar los grupos profesionales que estaban trabajando en la Superintendencia Bancaria y en la Superintendencia de Valores. Adicionalmente, hemos recibido del Ministerio de Hacienda y de la Presidencia de la República un apoyo constante y permanente para que la Superintendencia pueda trabajar de una manera seria y comprometida con el sistema. Tampoco he encontrado las dificultades que a veces uno, desde la orilla del sector privado, cree que va a encontrar en el sector público. Tal vez el reto más importante que sí puede existir es lograr crear una cultura con indicadores de gestión que sean públicos, que sirva para que el público le pida cuentas a la Superintendencia Financiera y que logremos, a partir de eso, no solamente generar y preservar confianza en el sistema financiero, sino también en la propia Superintendencia Financiera. Ese es un reto, pero ya no por tratarse de entidad pública o entidad privada, sino por la naturaleza de la función que desempeña una entidad como el Supervisor Financiero, que sí necesita (y allí sí encontramos algunas debilidades) muchas mejores herramientas de gestión y ser, desde luego, mucho más eficaz y mucho más oportuna en la forma como presta sus servicios, tanto al sistema financiero como a los consumidores de ese sistema.

CF. ¿Cómo ha hecho para balancear esa visión o tendencia o corazón de banquero con la del regulador?

AA. Creo que después de muchos años en el sistema financiero, termina uno generando un compromiso muy sencillo por la mejoría de los servicios y de la calidad del sistema en Colombia. Tal vez haber tenido que amoldar el corazón a las necesidades de la banca y a las de los mercados de valores y los mercados bursátiles en Colombia lo único que ha hecho es generar un corazón flexible. En esta etapa, de alguna manera, ha tratado de amoldarse, en primer lugar, a generar una cultura de visión integral del sistema dada la linda oportunidad que tenemos de tener un supervisor integral (que es el primero en América Latina visto desde esta óptica), y en segundo lugar, a buscar por todos los medios unos canales de comunicación cada vez más claros y transparentes entre los distintos gremios y los distintos integrantes del sistema financiero y la Superintendencia. Por esa razón, en el fondo, sí puede hablarse de una visión muy comprometida con el conjunto del sistema financiero. Tal vez uno de los temas que hay que reconocer hoy con toda claridad en Colombia es que los bancos tienen dentro de sus propias entrañas un componente muy importante de mercados de valores: alrededor de una tercera parte de su activo total está en portafolios de inversión y alrededor de un 40% del total de sus ingresos financieros provienen de la actividad de tesorería. Por el otro lado, los grupos financieros administran hoy, quitando los portafolios de los bancos, una cifra que puede estar en el orden de los \$125 a \$130 billones en portafolios de inversión. No cabe decir que puedan tenerse visiones distintas: la del corazón de valores o la del corazón

de banquero o la del corazón de los fondos de pensiones, porque lo que hay es un valor de portafolio muy importante que tiene que, por un lado, ser garantizado como inversión segura y rentable para todos sus dueños (los dueños son muchísimos colombianos), y por el otro lado, ser utilizado de manera que apoye el crecimiento y el desarrollo del país. Si no se tiene una visión de conjunto de lo que debe ser el manejo de portafolios con los mercados, la administración del crédito tradicional bancario y una entidad de supervisión financiera que entienda el negocio de estos dos grandes “flujos” de movimiento en el mercado financiero, pues no va uno a lograr nunca el objetivo que nos estamos poniendo de preservar confianza, de velar por la estabilidad, por la integridad de los mercados y por la protección del consumidor. En otras palabras, el corazón tiene que ser muy “elástico”.

C.F.: ¿Qué hace para distraerse? ¿Cuáles son sus hobbies?

A.A.: ¡Ah! Yo juego squash, hago mucho deporte, y tengo un huequito por allá en una laguna escondido en el Tolima y allá me escondo.

C.F.: Con los requerimientos del cargo, ¿ha podido mantener el nivel en squash?

AA. No, el nivel sí se ha bajado, pero eso no es por los requerimientos del cargo, eso es por otra cosa, pero insisto en seguir jugando, soy un poco terco en eso.

CF. Muchísimas gracias por concedernos está entrevista y ojalá el sistema financiero siga profundizándose como todos lo esperamos.

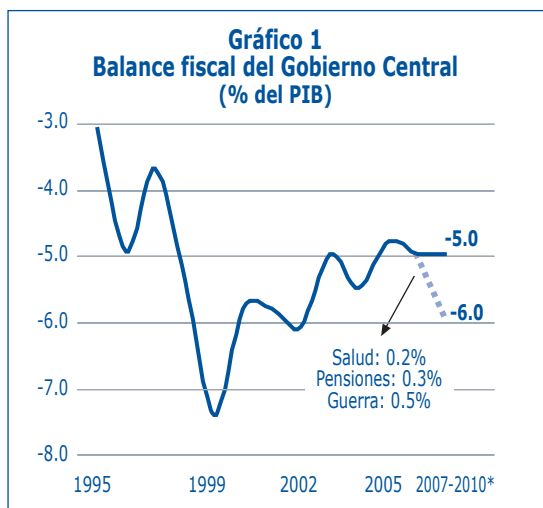
AA. Eso esperamos todos. 

El conflicto interno y sus requerimientos fiscales*

El Gobierno Nacional venía insistiendo en la conveniencia de manejar por separado el proyecto de Ley sobre Reforma Tributaria (de tipo estructural) respecto de aquel proyecto en el cual se pedirían contribuciones adicionales (y temporales) para enfrentar el conflicto interno.

Con buen criterio se decía que el primer proyecto apuntaba a “acabar con la colcha de retazos tributaria”, reduciendo las tasas efectivas de gravamen, al tiempo que se eliminaba toda una serie de exenciones caprichosas y antitécnicas, lo cual hacía difícil luchar contra la evasión tributaria. El segundo proyecto, en cambio, tenía un carácter temporal que exigía explicarle a la ciudadanía, en su conjunto, la juiciosa aplicación que se haría de estos recursos de tipo militar para lograr culminar la fase-II del programa de la Seguridad Democrática, iniciado en 2002-2006.

La opinión pública fue sorprendida en su buena fe cuando el gobierno anunció recientemente que el llamado “impuesto de guerra” (finalmente) se estaría “colinchando” de la reforma tributaria. Éste era el resultado de una doble (negativa) condición: de una parte, de la “estructuralidad” de la reforma tributaria



* Proyección. Fuentes: Confis y cálculos Anif.

poco había quedado, convirtiéndose en un “remedio” de los fallidos intentos de las reformas de los años 2004 y 2005; y, de otra parte, el Gobierno sentía que el mal arranque de la aplicación de la Ley de Bancadas le haría muy difícil aprobar este conjunto de nuevos impuestos por vías separadas.

Anif había advertido hace un par de meses sobre las mayores presiones de gasto público que estaría enfrentando la Administración Uribe-II (Informe Semanal No. 841 de 2006), equivalente a cerca del 1% del PIB. Dichas presiones provenían de la necesidad de alcanzar la cobertura universal en el área de salud

(0.2% del PIB), seguir honrando los compromisos pensionales (0.3% del PIB) y, finalmente, la destinación de recursos para enfrentar el conflicto armado (0.5% del PIB), ver gráfico 1.

Al igual que lo habían hecho los empresarios más importantes del país, Anif también había manifestado su apoyo a la adopción de dicho impuesto de guerra, pero bajo la condición de que éste tuviera una vigencia claramente delimitada en el tiempo y que su base de gravamen no afectara la inversión productiva del país. Como veremos, la primera condición de temporalidad todavía no está clara y, de otra parte, se volvió a incurrir en el error de tomar como referente del gravamen de guerra el patrimonio líquido de las empresas y las personas naturales, con lo cual se viene fraguando un ambiente negativo para la inversión local e internacional, especialmente para los grandes proyectos energéticos y de infraestructura. En este sentido, hubiera sido menos traumático haber extendido temporalmente (2006-2010) la sobretasa al impuesto de renta, evitando así que “los capitales se dilu-

* Corresponde al Informe Semanal Anif No.859 de noviembre 27 de 2006.

yan” y que las inversiones del exterior se hagan a través de vehículos que intentan evitar la constitución de patrimonios en Colombia. ¿Por qué será que insistimos en ignorar los perniciosos efectos que ha tenido ese tipo de experimentos en Bolivia y Perú?

El problema de la “destinación específica”. Existen al menos tres hipótesis sobre la “colinchada” del impuesto de guerra en la reforma tributaria general. La primera se refiere a la tirada de un “salvavidas” a la reforma tributaria “estructural”, la cual se había radicado en agosto de 2006, y aún a principios de noviembre no había dado su primer debate en el Congreso. La segunda hipótesis tendría que ver con el deseo del gobierno de ganar flexibilidad presupuestal, incluyendo allí los recursos del impuesto de guerra.

La tercera hipótesis se relaciona con la prohibición constitucional sobre rentas de destinación específica (salvo por el llamado “gasto social”), lo cual hacía improcedente utilizar una ley ordinaria explícita para tal tipo de gasto. Se hubiera requerido declarar entonces excepcionalidad constitucional

(emergencia económica o conmoción interior), pero seguramente el gobierno vió difícil estirar su imaginación para alegar el llamado “hecho sobreviniente” ante la Corte. Probablemente las motivaciones fueron múltiples, pero debió pesar de forma especial el problema de la destinación específica en lo actuado por el gobierno.

Historia del impuesto patrimonial (1993-2006). La administración Gaviria fue pionera en usar la figura de los Bonos para el Desarrollo Social y la Seguridad Interna (BDSI), mediante la Ley 6 de 1992 (ver cuadro 1). Se trataba de una inversión forzosa para personas (naturales o jurídicas) con patrimonios superiores a \$30 millones y cuyo monto equivalía al 25% de lo pagado en impuesto de renta. Dichos bonos podrían ser usados en el futuro para pagar impuestos. La Corte Constitucional declaró parcialmente inexecutable esta figura y obligó a devolver parcialmente lo recaudado. El recaudo llegó a representar el 0.3% del PIB en 1993.

Adicionalmente, en 1994 apareció la figura del 25% de sobretasa al impuesto de renta. Esta figura, creada también

en la Ley 6 de 1992, permitió recoger anualmente entre el 0.4% y el 0.6% del PIB hasta 1997. En estos dos casos se evitó el problema de la especificidad de los recursos. Primero, se usó la expresión desarrollo social y, segundo, se evitó discriminar el uso específico de estos recursos a nivel presupuestal. Sencillamente se aplicó el principio de que “el dinero es fungible”, lo cual obviamente no entendieron quienes redactaron el Artículo 359 de la Constitución Política.

La administración Samper volvió al concepto de bonos de seguridad a través de la Ley 345 de 1996. La administración Pastrana los denominó “bonos de solidaridad para la paz”. Aquí la idea seguía siendo la de una inversión forzosa temporal (entiéndase: “por una sola vez... cada vez”). En esa ocasión se afectaron los patrimonios líquidos superiores a los \$150 millones, aplicándose tasas de 0.5%-0.6%.

Además, el gobierno Pastrana entendió desde entonces la importancia de allegar recursos cuantiosos del exterior, a manera de un Plan Marshall para Colombia. Fue así como se logró construir el llamado Plan Colombia, incluyendo recursos presupuestales de Estados Unidos en montos que fueron creciendo

Cuadro 1
Historia de los impuestos de guerra en Colombia 1993-2006

Fecha	Ley/Decreto	Base gravable	Tasa	Forma	Recaudo anual (% del PIB)
1993	Ley 6 de 1992	Utilidades empresariales	Sobretasa de 25% al imponible	Inversión forzosa: Bonos de Desarrollo Social y Seguridad Interna (BDSI)	0.3
1994	Ley 6 de 1992	Utilidades empresariales	Sobretasa de 25% al imponible	Sobretasa al imponible	0.4-0.6
1996	Ley 345 de 1996	P. naturales: patrimonios superiores a \$150 millones, y todas las personas jurídicas	0.5%	Inversión forzosa: bonos para la seguridad	0.3*
1998	Ley 487 de 1998	P. naturales: patrimonios superiores a \$210 millones, y todas las personas jurídicas	0.6%	Inversión forzosa: bonos de solidaridad para la paz	0.4*
2002	Decreto 1838 de 2002	Patrimonios superiores a \$170 millones	1.2%	Impuesto al patrimonio	0.5-0.6
2003	Ley 863 de 2003	Patrimonios superiores a \$3.000 millones	0.3%	Impuesto al patrimonio	0.2-0.3
2006	Reforma Tributaria 2006	Patrimonios superiores a \$3.000 millones	1.2%	Impuesto al patrimonio	0.7**

* Cálculo aproximado. ** Proyectado. Fuentes: Dian, Confis, leyes y decretos correspondientes y cálculos Anif.

de US\$400 millones a US\$700 millones anuales en el período 2001-2006. De esta manera, Colombia ha venido dedicando recursos anuales por cerca del 5% del PIB al conflicto y la seguridad ciudadana (un 60% es militar y un 40% de policía).

La Administración Uribe-I también decidió recurrir a la base del patrimonio líquido como fuente de liquidación de los llamados “impuestos de guerra”. Inicialmente se hizo a través de la declaratoria de “conmoción interior” en agosto de 2002, lo cual permitía establecer una destinación específica de carácter temporal. Así, las personas naturales y jurídicas con patrimonios líquidos superiores a \$170 millones debieron pagar dicho tributo a razón de un 1.2%. El recaudo totalizó anualmente 0.6% del PIB en 2002 y 2003.

Posteriormente, se usó la Ley Tributaria 863 de 2003 para extender este impuesto patrimonial, pero se elevó el nivel de gravamen a los \$3.000 millones a razón de un 0.3%. En esa ocasión se lograron recaudos anuales por 0.2%-0.3% del PIB en 2004-2006 y se capoteó el inconveniente de la destinación específica al incluirlo en una reforma tributaria de carácter general.

La situación 2006-2010. La Constitución de 1991 cuenta entre sus “joyas” los errores de haber incluido porcentajes de destinación específica en materia de transferencias territoriales y la prohibición de las rentas de destinación específica, “salvo en el caso del gasto social”, lo cual implica que aplica prácticamente para todo, “salvo para el gasto militar”.

¿Cómo hacer entonces una veeduría eficaz sobre la aplicación de los recursos de carácter temporal a proyectos específicos, como los que requiere la Seguridad Democrática fase-II? Después de la ocurrencia del “laberinto fiscal” de los años ochenta, en términos históricos ha sido correcta la prohibición de las rentas de destinación específica y, de hecho, han debido prohibirse para todo propósito (sin exclusión del étéreo

concepto de “lo social”, ¿acaso qué no lo es?). Pero entonces se requiere que los organismos de control hagan un juicioso seguimiento a la aplicación de estos recursos, especialmente en un área tan delicada como el gasto militar. Lo que hemos podido conocer sobre los usos que piensa darle el Ministerio de Defensa a estos recursos nos deja, hasta la fecha, satisfechos; luego nuestras inquietudes tienen que ver entonces con la fuente tributaria altamente anti técnica que se ha escogido.

La importancia de la forma impositiva. Como ya lo mencionamos, en la década de los años noventa, los “impuestos de guerra” tomaron formas diversas. Se usó la figura de los bonos obligatorios (inversión forzosa) por “una sola vez” y también la forma de la “sobretasa al impuesto de renta”. Pero fue durante la Administración Uribe-I cuando tomó fuerza la figura del “impuesto al patrimonio”. La base teórica surgió del llamado “efecto riqueza”, aduciendo que si la Seguridad Democrática ayudaba a valorizar las inversiones en activos, entonces el Estado debía tener también una alícuota de beneficio bajo la forma de un “impuesto a la riqueza”.

Hasta hace poco se venían discutiendo tres posibles variantes del “impuesto a la riqueza”, con destino a reforzar el presupuesto militar: 1) usar dos puntos del actual 4x1000, lo que representaría un 0.4% del PIB; 2) replicar el impuesto patrimonial utilizado bajo Uribe-I; y 3) revivir la figura de la sobretasa al impuesto de renta, tal como se venía aplicando en 2003-2006.

Infortunadamente, terminó por imponerse la figura del “impuesto a la riqueza” bajo la forma de tomar como referente el patrimonio líquido. Ya hemos explicado que esta forma de gravamen es en extremo peligrosa porque ahuyenta la inversión formal, especialmente cuando el país viene haciendo una gran campaña de atracción de la Inversión Extranjera Directa (IED) mediante el TLC. En

el Congreso han vuelto a triunfar las formas ideológicas de gravamen tipo 4x1000 o afectación del patrimonio líquido sobre las formas más técnicas de gravamen tipo sobretasa de importación o ampliación-extensión del IVA (tal como ocurre en las socialdemocracias europeas).

Conclusiones. Seguramente a partir del año 2007 se estarán gravando los patrimonios líquidos en Colombia a razón del 1.2% para valores superiores a los \$3.000 millones. Para evitar que los “patrimonios se diluyan” (tal como ocurrió en Bolivia y Perú en las décadas pasadas), el Gobierno ha decidido que se grave el 4.8% de los patrimonios existentes al inicio de 2007 y que se hagan pagos semestrales en el período 2007-2010, estimándose recaudos del orden del 0.7% del PIB anual. Sin embargo, ya le ha quedado claro a la IED que sus inversiones estarán sujetas a gravámenes “de riqueza” recurrentes, tal como ha ocurrido en Colombia durante todo el período 1993-2006.

Todo lo anterior olvida que el capital es uno solo y que de allí sale el pago de importación y el “gravamen a la riqueza”. Dado el anterior panorama, la tarifa impositiva empresarial llegará a ser del 40.7% anual (si la utilidad patrimonial es del 10%) y la tasa de importación se mantendrá en 35%, véase cuadro 2. De hecho, dicha tasa efectiva se elevaría hasta el 47% si se dejara de aplicar el alivio del 30% de importación por cuenta de la reinversión de utilidades (con tope del 60% en bienes de capital).

Atrás ha quedado la posibilidad de reducir la tasa de gravamen efectiva a niveles del 28.7%, lo cual hubiera permitido posicionarnos a escala internacional como un país verdaderamente atractivo para la IED. Esto último requería haber buscado la fuente principal de gravamen en la expansión-extensión del IVA, tal como ocurre en las sociedades modernas, donde la redistribución del ingreso ocurre es por cuenta del gasto público en nutrición, educación y salud focalizada en los más pobres.

Apetito por riesgo y volatilidad en el mercado de deuda colombiano

Adriana Nieto*

Con los hechos presenciados en el mercado accionario colombiano entre abril-junio del presente año se evidenció una vez más la vulnerabilidad a los flujos de capital a la que estamos expuestos en Colombia, visible en la caída súbita en el Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGCB). Esto nos lleva a cuestionarnos sobre la naturaleza de dichos flujos. Es claro que son sumamente volátiles, esto debido a que los inversionistas cambian (recomponen) sus portafolios de inversión entre países con gran facilidad (en parte gracias a las tecnologías de información hoy disponibles, que dan alto dinamismo a dicho mercado). Entonces, la pregunta relevante es: ¿cuándo y por qué se dan estos cambios repentinos?

La respuesta a la pregunta anterior tiene que ver con los factores que alteran las decisiones de los inversionistas. Resulta una tarea complicada describir con detalle qué factores entran en juego a la hora de tomar estas decisiones. No obstante, existen ciertos indicadores “líderes”, como el Emerging Market Bond Index (Embi) para el caso de las inversiones en títulos de deuda de mercados emergentes, el cual se calcula como un agregado y también como un indicador por país (Embi país).

En términos generales, el Embi país refleja el *spread* entre el rendimiento de un bono de deuda soberana de un país emergente denominado en dólares y el rendimiento de un título del Tesoro Americano. En este sentido el indicador está diseñado para cuantificar el premio por riesgo que se otorga a este tipo de inversiones. Por ende, cuando un inversionista “lee” el Embi país, está midiendo qué tan riesgosa es la inversión en cuestión, donde aumentos excesivos indican un incremento importante en dicho riesgo. Por otra parte, los inversionistas tienen también una posición propia frente al riesgo, es decir, pueden tener apetito por el riesgo o, por el contrario, aversión al mismo. De esta manera la interacción entre el Embi y el apetito por riesgo de los inversionistas define en gran medida sus decisiones de asignación de capital en sus portafolios particulares.

Consecuentemente cabe preguntarse qué elementos están detrás del Embi país. ¿Qué se cuantifica a la hora de calcular el riesgo en cuestión? El *spread* como tal que refleja este indicador reúne el efecto de una serie de variables que afectan el estado de los títulos de deuda pública. Hay por una parte un gran componente

relacionado con factores internacionales, la porción restante es atribuida a factores internos, es decir, propios de la nación emisora del título. El objetivo de este artículo es analizar cómo el endeudamiento del gobierno afecta al Embi Colombia, teniendo en cuenta también la incidencia de factores internacionales.

El endeudamiento de una nación —medido en el cociente deuda/PIB— juega un papel muy importante a la hora de analizar las inversiones en títulos de deuda soberana en países emergentes. Éstos son además de particular interés en estados de crisis de nerviosismo¹ en los mercados financieros internacionales. En un entorno de inestabilidad financiera internacional, cuando el endeudamiento es excesivo se incrementa la volatilidad de los flujos de capital así como el riesgo de contagio de crisis

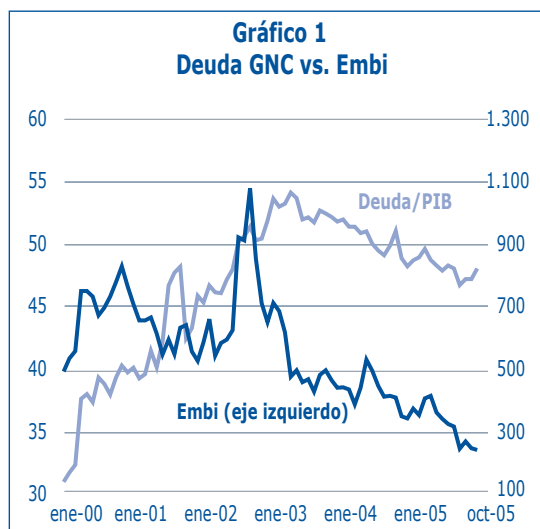
* Economista de Anif. Las opiniones aquí expresadas son exclusiva responsabilidad de la autora y no comprometen la opinión de Anif. E-mail: anieto@anif.com.co

¹ Las crisis de nerviosismo están asociadas con momentos de alta volatilidad, lo que genera incertidumbre sobre las inversiones y hace que los mercados internacionales sean más adversos a tomar posiciones riesgosas.

económicas entre países. Lo anterior debido a que toda vez que el gobierno se encuentre altamente endeudado y, adicionalmente, en vez de atacar su deuda reduciéndola, la incrementa, crece el riesgo de cesación de pagos de la misma. Es decir, quienes tienen títulos de deuda soberana o son prestamistas de una nación, ven cada vez menos probable que sus acreencias les sean reconocidas; lo que vuelve a los mercados de capitales particularmente sensibles en tal escenario.

Esta sensibilidad se relaciona con el concepto de “Intolerancia a la deuda” (Reinhart, Rogoff y Savastano, 2003). Típica en emergentes, se caracteriza por una percepción de incapacidad para manejar altos niveles de deuda por parte de inversionistas extranjeros con respecto a este conjunto de países, generándoles importantes restricciones de endeudamiento; lo anterior motivados por la historia de inflación y volatilidad macroeconómica en tales regiones. A causa de ello los inversionistas destinan un monto máximo de capital a dichos destinos, un máximo “tolerable”.

Este fenómeno se debe a que quienes prestan dinero (o compran títulos) a los mercados emergentes (como cualquier otro prestamista/tenedor de títulos) debe recibir señales creíbles de un repago de su préstamo a futuro (rendimientos, en el caso de los tenedores de títulos); por tanto, los prestatarios-países en este caso-deben dar dichas garantías, mostrándoles así a los mercados que sí son capaces de asumir su deuda. Mendoza y Oviedo (2005) introdujeron esta problemática como la “Historia del asegurado atormentado” (*Tale of tormented insurer*), donde el gobierno es el asegurador que debe garantizar un flujo de recursos a la economía bajo un escenario de alta incertidumbre. Según lo anterior, las autoridades fiscales buscan tener una



Fuentes: MHCP y Bloomberg.

posición fiscal “solvente”, es decir, aquella acorde con un compromiso de repago creíble. En tales condiciones los mercados externos siempre estarán dispuestos a financiar las necesidades de gasto de dicho conjunto de países.²

Es claro entonces que si un inversionista ve la posibilidad de perder su capital no realizará inversiones susceptibles de generar pérdidas. En el contexto del mercado de deuda de emergentes los títulos de deuda soberana se hacen menos apetecibles toda vez que aumente desmesuradamente el riesgo sobre los mismos (i.e. en situaciones de endeudamiento excesivo). Esto es un problema para dichas economías pues causa bloqueos a las fuentes de financiación de un gobierno.

En resumidas cuentas, el país es susceptible de sufrir una salida de capitales masiva. Se activaría entonces un efecto “bola de nieve” en el mercado de deuda soberana, pues una vez éste es percibido como altamente riesgoso, los inversionistas extranjeros comenzarían a recomponer sus portafolios, liquidando sus tenencias en este tipo de activos. Esto amplifica la señal negativa con respecto a la solidez de dicho mercado, pues hace más “ciertos

los rumores” de insostenibilidad de la deuda. Esto a su turno motiva a más inversionistas a liquidar sus posiciones en dichos títulos. Adicionalmente, los efectos de estas “liquidadas de títulos en manada” inciden también sobre los inversionistas locales, advirtiéndoles sobre una posible crisis en el mercado de deuda soberana. Estaríamos por tanto ante un escenario de ataque de nerviosismo en el mercado, haciéndolo de esta manera sumamente volátil e inestable. Hay que aclarar que a lo anterior se suma el efecto desvalorización que asumen quienes aún tienen dichos títulos, generado en un

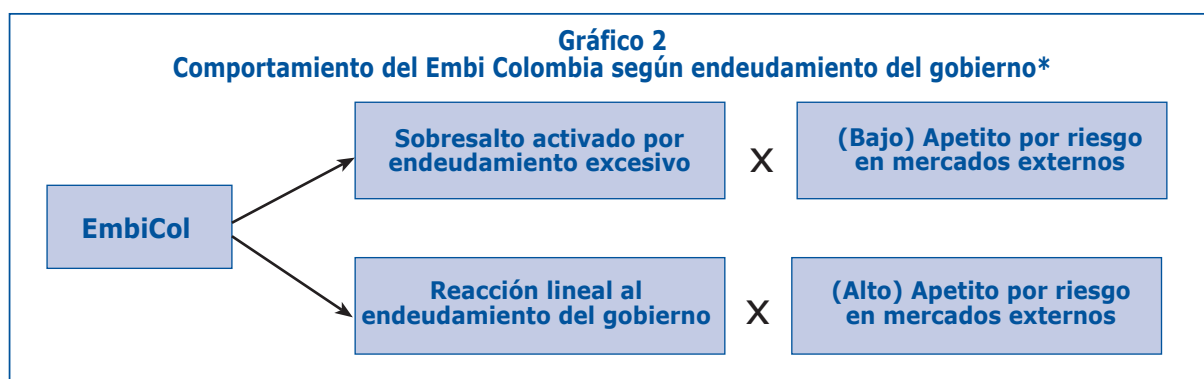
exceso de oferta de los mismos (por la liquidación de títulos masiva antes mencionada).

El gráfico 1 ilustra la evolución de la deuda del Gobierno Nacional Central colombiano como proporción del PIB y el comportamiento del Embi Colombia. Podemos notar cómo los repuntes en el índice anterior coinciden con incrementos en el saldo de la deuda. Durante el año 2002 la deuda presenta un cambio importante en su valor promedio, dicha variación se acompaña por un claro sobresalto del EmbiCol (octubre de 2002).

Este sobresalto está reflejando la llamada “crisis de los TES”³ causada en parte por un fenómeno de contagio (propiciado por crisis de países vecinos y por la delicada situación financiera internacional generada por la caída de Enron Corp.). Los mercados sólo se calmaron cuando el gobierno dio señales de un entorno macro estable y de capacidad efectiva para responder ante sus obligaciones crediticias (Banco de la República, 2002). Es decir, una vez se aproba-

² Siempre que sea rentable, i.e. si continúan altas las tasas de interés en emergentes.

³ Títulos de deuda pública del gobierno colombiano.



*Se realizó una estimación tipo LSTAR con especificación adjunta, donde PRE capta el apetito por riesgo de los mercados externos y bt es el nivel de endeudamiento como proporción del PIB. C es una variable estimada equivalente al nivel máximo de deuda tolerable. Para mayor detalle sobre esta estimación ver Nieto (2006).

ron las reformas tributaria, laboral y pensional de aquel entonces. Este caso fue bastante claro en mostrar la fragilidad de los mercados de capitales en países emergentes, consecuente con una sobre-reacción ante choques externos por parte de los inversionistas cuando un país tiene un endeudamiento excesivo, lo que hace mucho más probable dicho contagio.

Resulta entonces valioso saber cuál es el comportamiento del Embi Colombia y cómo se ve éste afectado por el endeudamiento del gobierno. De acuerdo con el argumento arriba expuesto, presenta dos formas de reacción alternativas determinadas por el nivel de deuda “tolerable” en un mercado emergente: uno para niveles inferiores o iguales a él y otro para endeudamientos superiores al mismo. Por otra parte, queda también por resolver cuál es el monto máximo de deuda que puede soportarse y cómo interactúa éste con el apetito por riesgo de los mercados externos (captando así el efecto del entorno internacional sobre el Embi). Para lo anterior se realizó una estimación que explica el comportamiento del EmbiCol, que varía de acuerdo con un nivel de deuda sostenible (siguiendo a Favero y Giavazzi, 2004). La estimación ofrece el beneficio adicional de calcular por sí sola el umbral de deuda tolerable, es decir, aquel a partir del cual el EmbiCol se sobresalta ante un excesivo endeudamiento, según la

posición particular de riesgo de los inversionistas externos. El gráfico 2 refleja el funcionamiento de dicha estimación.

De esta manera se estarían reproduciendo dos regímenes alternativos, uno consistente con situaciones de bajo apetito por riesgo en los mercados externos, haciéndolos sumamente sensibles a niveles de endeudamiento superiores a un umbral específico, y otro en el cual hay una mayor disposición a asumir riesgo y donde el endeudamiento de la nación no motiva sobresaltos. Los resultados de la estimación indican que hay una sobre-reacción para niveles de endeudamiento del gobierno superiores al 50.86% del PIB. Señalan además que el cambio entre regímenes se realiza rápidamente, es decir, que los inversionistas reaccionan casi inmediatamente en situaciones de nerviosismo en los mercados. Esto es, ante entornos con bajo apetito por el riesgo (de crisis de mercado) y con gobiernos con problemas de solvencia, los inversionistas liquidan rápidamente sus tenencias de títulos de deuda pública.

De esta forma notamos cómo, ante escenarios de alta volatilidad financiera internacional –como el evidenciado a mediados del año 2002–, los inversionistas son sensibles a pequeñas variaciones en las economías emergentes, registrado en sobresaltos en el Embi (en específico para el caso colombiano). Los

resultados anteriores indican que el gobierno colombiano debe cuidar su nivel de endeudamiento, evitando mandar señales negativas al mercado por esta vía. Esta recomendación es particularmente importante al tener en cuenta que el mercado de TES en Colombia es el motor del mercado de capitales del país, y que éste se nutre de manera significativa con fuentes de liquidez de origen externo. Por tanto es clave velar por un manejo apropiado del endeudamiento público, que procure mantener un flujo de recursos adecuado hacia el país. **ANIF**

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Favero, C. y Giavazzi, F. (2004), *Inflation Targeting and debt: Lessons from Brazil*, NBER Working Papers, No. 10390, marzo.
- Mendoza, E. y Oviedo, P. (2005), *Fiscal Solvency and Macroeconomic Uncertainty in Emerging Markets: The tale of the tormented Insurer*, Econometric Society 2004 North American Summer Meetings 647.
- Nieto, A. (2006), *Inflación objetivo en Colombia: riesgos de un endeudamiento excesivo*, Bogotá, Tesis de Maestría en Economía, Universidad de Los Andes.
- Banco de la República de Colombia (2002), *Informe sobre inflación*, Subgerencia de Estudios Económicos, diciembre.
- Reinhart, C., Rogoff K. y Savastano, M. (2003), *Debt Intolerance*, Brookings Papers on Economic Activity, v2003(1), 1-74.

La fusión de las Superintendencias Bancaria y de Valores en Colombia: una apuesta de largo alcance

Jorge A. Saza y Claudia Álvarez¹

1. Introducción

El 1 de enero de 2006 nació oficialmente la Superintendencia Financiera de Colombia. Para el diseño institucional del sector financiero éste resulta ser el cambio más significativo que se ha presentado en los últimos quince años. Nuestro esquema de supervisión trabajó tradicionalmente con un diseño en el cual la vigilancia de las entidades crediticias mantenía un enfoque diferente al implementado en las instituciones propias del mercado de valores.

La fusión de las Superintendencias Bancaria y de Valores deja un nuevo escenario en el campo de la supervisión y quizás marca un derrotero más para anticipar los cambios que se avecinan en la estructura organizacional del sector financiero.

El crecimiento de los mercados financieros, la diversificación de los negocios dentro de las entidades financieras, el aumento de la competencia y

la mayor interacción con contrapartes del exterior son razones para pensar que la supervisión financiera necesitaba reacomodarse para enfrentar estos desafíos.

Este documento tiene por objeto contextualizar la discusión académica al respecto y plantear algunas reflexiones para el caso colombiano.

El debate académico sobre los organismos de supervisión financiera

El tema de la supervisión ha adquirido mucha importancia dados los efectos de las crisis financieras de los últimos años. Desde la teoría se plantea la importancia que tiene para una economía, el debido seguimiento de las actividades de los bancos y entidades que administran recursos de terceros.

La existencia de múltiples supervisores es apoyada por quienes consideran que la especialización del

trabajo cosechará mejores resultados. Pese a esto, dicha división es criticada por voces que mencionan que múltiples autoridades pueden tener problemas de coordinación, además de desconocer la globalidad de la actividad financiera.

Hoy por hoy, la estructura y las características de las entidades financieras son totalmente distintas a las registradas hace apenas algunos años. Así las cosas, las operaciones realizadas por una entidad financiera son más complejas. Esto, sumado a un ambiente de mayor internacionalización de los negocios, ha llevado a que

¹ Las opiniones aquí expresadas sólo comprometen el punto de vista de sus autores. Comentarios jorgearturosaza@hotmail.com y calvarez@afin.com.co Se agradecen las observaciones y comentarios realizados por Augusto Acosta, Mauricio Rosillo, María Angélica Arbeláez, Ramiro Forero a una versión preliminar de este documento.

los reguladores enfrenten un entorno mucho más difícil de supervisar y examinar.

Adicionalmente, hay que decir que a raíz de las crisis financieras que se presentaron a finales del siglo XX, y los escándalos empresariales de la primera parte del siglo XXI, en el mundo hay una mayor demanda por regulación y supervisión financiera. Los gobiernos entienden que una rigurosa supervisión de sus sistemas financieros es una forma de prevenir futuras crisis y generar confianza en el público usuario de los servicios financieros.

Se presume que con la existencia de una supervisión integrada, la asignación de los recursos para la supervisión será más eficiente.

Ante una situación en la cual las entidades ofrecen mayor diversidad de servicios financieros, muchos consideran que dichos cambios deben verse reflejados en el supervisor.

En este orden de ideas, el mundo académico ha venido debatiendo la pertinencia o no de contar con una agencia de supervisión unificada. Con el fin de ilustrar los principales argumentos a favor y en contra de un solo supervisor, en las siguientes subsecciones se exponen las principales consideraciones.

2.1 Argumentos a favor de la existencia de un único supervisor financiero

Economías de escala

Al tener una sola entidad de regulación y supervisión financiera

se produce un ahorro en costos. Para académicos como Goodhart² los costos pueden ser clasificados en tres categorías: a) institucionales (las interrelaciones con otros entes gubernamentales); b) cumplimiento de la normas (capacidad de seguimiento de las instrucciones dictadas); c) estructurales (presupuestales, nóminas etc).

Se presume que con la existencia de una supervisión integrada, la asignación de los recursos para la supervisión será más eficiente. La probabilidad de que se presente tanto una superposición de funciones, como

una ausencia de control en algún punto específico, se reduce.

De la misma forma puede decirse que con un solo ente de supervisión, las entidades financieras pueden ser examinadas de manera integral.

De acuerdo con Briault (1999)³, en Inglaterra se vislumbraron beneficios tales como: a)

realización de reportes estadísticos con un único formato a las autoridades; b) utilización de una base de datos consolidada del sector financiero administrada bajo una sola metodología; c) reducción de las posibilidades de colisión entre las normas de materias relacionadas (menos arbitraje regulatorio); d) el usuario final del sistema financiero cuenta con una sola fuente de ayuda ante eventuales conflictos.

El abordaje de los conglomerados financieros

La aparición de una entidad financiera de mayor tamaño y con un espectro más amplio de negocios en su balance ha abierto la pregunta sobre si el supervisor debe integrarse para entender globalmente los negocios de sus vigilados.

Richard K. Abrams y Michael Taylor⁴ señalan que: “el surgimiento de los conglomerados financieros, en los cuales operan diversos grupos de entidades tanto domésticas como internacionales, ha llevado a los reguladores a buscar las vías más eficientes para supervisar sus operaciones”.

Los nuevos enfoques de supervisión financiera privilegian la relación existente entre los riesgos de una entidad y su nivel de capitalización. La debida clasificación de los activos de acuerdo con su nivel de exposición en el balance hace que los supervisores deban examinar con mayor grado de detalle aspectos como el capital mínimo, las políticas de mitigación del riesgo financiero y las provisiones.

Dadas esas condiciones, los reguladores especializados tendrían dificultades para encarar el análisis requerido. En palabras de Briault (1999): “la mayor influencia de los conglomerados financieros significa que los reguladores especializados tienen más dificultades para compilar y evaluar la información regulatoria disponible. Esto en especial en los tiempos de crisis”.

Neutralidad regulatoria

La consolidación de entidades financieras y la mayor oferta de productos financieros han llevado a que en el mismo mercado compitan

²Goodhart C., Hartmann D., Llewellyn Rojas Suárez L, and S. Weisbrod. 1997, Financial Regulation: Why, how, and where we are, Meeting at the Bank of England, June. 6, 1997.

³ Briault C.(1999), The Rationale for a Single National Regulator. Occasional Paper Series, No 2, Financial Services Authority, United Kingdom.

⁴Abrams, R. and M. Taylor, 2000, Issues in the Unification of Financial Supervision, Working Paper No. 213, International Monetary Fund.

productos muy similares. En un ambiente de múltiples supervisores, estos productos pueden ser vigilados por distintos entes a la vez.

En dicha situación, un determinado servicio financiero puede ser supervisado más de una vez bajo distintas metodologías. Dichas circunstancias pueden dar lugar a arbitrajes. La autoridad con mayor conocimiento sobre un servicio exigirá mayor cantidad de información a aquellos vigilados que se encuentran bajo su jurisdicción.

La transparencia y la rendición de cuentas

Una única agencia encargada de la regulación y la supervisión permite que la sociedad le defina a la agencia encargada para tal fin, objetivos claros, verificables y medibles. Esto genera compromisos más precisos por parte del supervisor para el cumplimiento de sus tareas.

Un mecanismo para lograr reconocimiento y credibilidad en los mercados financieros es presentar balances e informes sobre las actividades y logros de los supervisores. Un buen ejemplo lo constituye el caso británico. Con el fin de ganar espacio institucional y de realizar un proceso transparente, el gobierno decidió tomar medidas tales como: a) expedir un estatuto de rendición de cuentas; b) establecer un programa de remuneración de sus funcionarios donde se evalúan los objetivos cumplidos; c) se separaron las áreas encargadas de realizar investigaciones de las que toman decisiones punitivas.

El desarrollo de un equipo de trabajo

Un factor que permite la aplicación y desarrollo de una supervisión de alto nivel es el relacionado con la formación del capital humano. La existencia de un solo ente de supervisión es

una oportunidad para implementar una política estatal que propenda por formar a aquellos profesionales que se dediquen a dicha tarea.

De acuerdo con trabajos realizados por el FMI, la formación del capital humano en los organismos de supervisión es una de las razones por las cuales los sistemas financieros de las ex repúblicas socialistas todavía están sometidos a considerables exposiciones en sus balances. La consolidación de sistemas de carreras de los funcionarios de supervisión es un factor que genera mayor comprensión del sistema financiero, perspectiva de largo plazo y memoria institucional. También da origen a una mayor seguridad sobre las directrices de trabajo en el tiempo.

2.2 Argumentos en contra de la unificación de los entes de supervisión financiera

Riesgo moral

La existencia de supervisores especializados es una forma de proteger a los consumidores finales del sector financiero. Por excelencia, la teoría económica ha privilegiado el papel que la regulación y la supervisión cumplen en la protección de los ahorradores.⁵

Por estas razones puede afirmarse que buena parte de la tradición legal e institucional de supervisión descansa sobre el hecho de contar con entidades que en primera instancia protegen a los depositantes bancarios. De igual forma, estas entidades tienen la misión de monitorear el conjunto de servicios financieros del mercado.

Para algunos académicos como Liliana Rojas-Suárez, en la medida en que la supervisión se centralice en un solo ente estatal, surge un problema de riesgo moral. Esto en razón a que los agentes económicos pueden pensar que todos los productos financieros se encuentran protegidos de manera

igualitaria.⁶ Esto puede exacerbar la toma de riesgos financieros por parte de los agentes económicos.

David Lewellyn del Financial Services Authority de Inglaterra mencionó en 1999 sobre el tema: “un conflicto potencial de riesgo moral puede ser creado en la percepción del público, dado que el espectro de riesgo entre instituciones financieras desaparece o al menos se nubla. La distinción entre depósitos y otras inversiones puede nublarse”.⁷

Durante la discusión pública que se dio en Inglaterra en 1999 para hacer efectiva la fusión de agencias de supervisión financiera se mencionó la importancia de mitigar este riesgo. Por dicho motivo se barajaron dos alternativas; la primera relacionada con elevar a categoría de ley el objetivo de protección del consumidor; la segunda tiene que ver con la realización de campañas educativas en las cuales los usuarios del sistema financiero conozcan sus respectivos derechos y riesgos en cada producto financiero. Se optó por la segunda posibilidad.

Efecto “árbol de navidad”

Una agencia integrada tiene mayor cantidad de objetivos al vigilar no sólo a las entidades bancarias, sino también a las firmas de valores, pensiones, seguros, fiducia y demás agentes que participan en los mercados financieros (cámaras de compensación, depósitos de valores, sistemas transaccionales y de regis-

⁵ Diamond, D.W. y P.H. Dybig (1983), “Bank, runs, deposit insurance, and liquidity”, *Journal of Political Economy*.

⁶ Memorias del Simposio de mercado de capitales, Medellín, febrero 26 y 27 de 2004, Asobancaria.

⁷ David Lewellyn (1999), *The Economic Rationale for Financial Regulation*, Occasional Paper Series No 1, Financial Services Authority, United Kingdom

tro). Al respecto Demaestri y Guerrero (2002)⁸ mencionan que objetivos diversos y heterogéneos pueden desembocar en choques al interior del ente de supervisión. Muchos objetivos por lograr y muchas entidades de diversa naturaleza en el espectro de la supervisión pueden generar un panorama más complejo y de difícil evaluación.

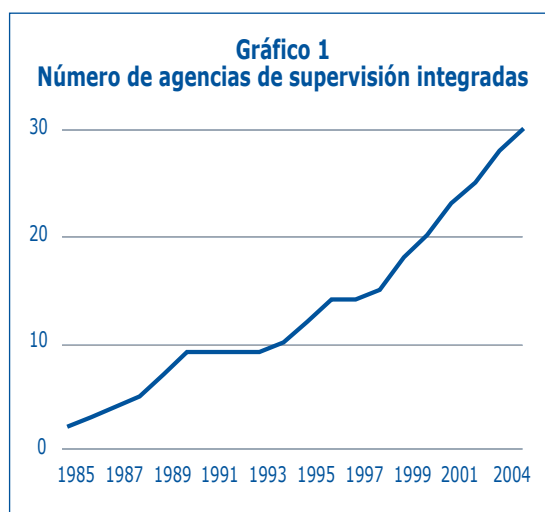
El “Leviatán burocrático”

Demaestri y Guerrero (2002) señalan que un ente de supervisión integrado con diversidad y heterogeneidad de objetivos corre el riesgo de convertirse en una entidad de poca eficiencia administrativa y escasa capacidad para reaccionar ante las necesidades de la industria. Al respecto surge un grupo de temas que pueden ser relevantes para una estructura de supervisión unificada. ¿Cuál es el mecanismo para priorizar y determinar las responsabilidades de la nueva entidad? ¿Cuál es el mecanismo de interlocución con las partes involucradas? ¿Cómo se determinan los nuevos mecanismos de separación de funciones entre supervisión, investigación, análisis y regulación?

Se impone la unificación de supervisores

Los casos de unificación de supervisores no son nuevos. Noruega es el primer país que decidió integrar sus agencias de supervisión en el año 1983, posteriormente Dinamarca en 1988 y Suiza en 1991.

El objetivo de estas agencias unificadas es promover niveles de solvencia adecuados, evaluar el riesgo, controlar las entidades bajo su supervisión y detectar circunstancias que afecten la estabilidad del sistema financiero.



Fuente: Cihak y Podpiera (2006)

En el año de 1998 se llevaron a cabo las integraciones de supervisores de países como Japón y Australia. En buena parte se esgrimieron razones de racionalización de costos, coordinación de políticas financieras de supervisión y el aumento de las fusiones.

Inglaterra dio un primer paso para la conformación de un agente de supervisión unificado en el año 1998, cuando se le transfirió la responsabilidad de la supervisión bancaria a la Financial Services Authority (FSA).

Posteriormente, en el año 2001, por medio de la Ley de Servicios Financieros y Mercados, se le transfirió la responsabilidad que tenían otras organizaciones encargadas de supervisar diferentes industrias del sector financiero.

El hecho de contar con unas entidades financieras que sean cada vez más diversificadas en su espectro de negocios, o que las mismas hagan parte de un conglomerado financiero, parece ser la razón más recurrente para que los países industrializados hayan optado por el camino de un solo supervisor que aborde bajo una sola metodología los mercados financieros.

De acuerdo con Clive Briault⁹, la decisión de unificar a los supervisores

en Inglaterra se tomó en razón al aumento de los conglomerados financieros, a la vez que se estaban haciendo menores las diferencias entre los tipos de servicios financieros ofrecidos. Igualmente, cada vez se hacía más compleja la regulación financiera. De este modo, el sistema era confuso, ineficiente y costoso.

Para ilustrar este hecho bien vale la pena recordar el trabajo hecho por el G-10 en el año 2001.¹⁰ Éste fue el primer estudio que evidenció la marcada tendencia de fusiones y compras, locales e internacionales, entre entidades de distinta naturaleza. El estudio menciona que como resultado de este proceso “en buena parte de los casos se incrementó la complejidad de las operaciones de dichas entidades”.

Estos hechos fueron contundentes para que las autoridades financieras de los países del G-10 alertaran sobre la importancia que tiene la supervisión sobre el nivel adecuado de capital de la firma y el profundo entendimiento de las actividades desarrolladas por el ente privado. Se recomendó hacer especial énfasis en los negocios no bancarios y en las entidades no bancarias, pero que hacen parte integral del sistema financiero. Éstas podrían circunscribirse dentro de aquellas que juegan dentro del mercado de capitales.

⁸ Demaestri E. y F. Guerrero (2002), *The Rationale for Integrating Financial Supervision in Latin America and the Caribbean*, Technical Papers Series, Inter-American Development Bank

⁹ Briault C., *The Rationale for a Single National Financial Services Regulator*, Financial Services Authority, 1999, y *Revisiting the Rationale for a Single Financial Services Regulator*, Financial Services Authority, 2002.

¹⁰ Group of Ten, 2001, “Consolidation in the Financial Sector” (Basel).

Investigadores del Fondo Monetario Internacional¹¹ estiman que integrar la supervisión en los países fue una tendencia creciente en los años noventa y que se hizo más fuerte durante los primeros años del siglo XXI.

El modelo para Colombia

De acuerdo con Cihak y Podpiera (2006), un país puede considerarse como de supervisión integrada siempre y cuando una sola agencia esté a cargo del seguimiento y control de al menos tres de los más significativos sectores del sector financiero; banca, seguros y mercado de capitales. Esto indica que Colombia ha quedado desde el año 2006 en dicha clasificación.

Vale la pena mencionar que de acuerdo con la evidencia internacional de unificación de agencias de supervisión, uno de los principales argumentos a favor es la existencia de conglomerados financieros. El reciente paso dado por Estados Unidos en el año 2000 para eliminar las restricciones a las actividades de las entidades bancarias muestra que en el mundo las entidades financieras tienden a concentrar un mayor número de actividades y negocios, dentro de las que pueden contarse la banca de inversión, las actividades del mercado de valores y bursátil y los seguros.

Resumiendo, las tendencias de la banca mundial muestran que los conglomerados financieros tienen inmensas posibilidades de ser los protagonistas de la historia futura de la banca. En respuesta, se esperaría que los supervisores tuvieran a su disposición herramientas idóneas que permitan garantizar la estabilidad del sector y la debida protección de los consumidores.

En contraste, cabe mencionar que en nuestro ordenamiento legal aún prevalece el esquema de matriz filial. Un ente supervisor unificado podría

ser el primer paso para caminar hacia la banca múltiple. Un cambio de tal naturaleza no es de poca monta. Razón por la cual su implementación requiere sumo cuidado.

Esta discusión es mucho más relevante si se tiene en cuenta el hecho de que durante los últimos años son varios los países, incluso de nuestra región, que han implementado una estructura financiera más integrada y con mayor espacio para aquellas actividades distintas de la intermediación de recursos.

Es paradójico que en algunos aspectos de la legislación pareciera que Colombia se dirigiera hacia una mayor integración de las actividades financieras. La utilización de las redes bancarias es un ejemplo. De acuerdo con el Artículo 93 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, las entidades vigiladas por las dos superintendencias pueden compartir el uso de sus redes de oficinas, lo cual en la práctica lleva al respectivo ofrecimiento de productos de diversa índole en una sola oficina.

En septiembre de 2004 la Superintendencia Bancaria publicó en su página web un proyecto de Circular Externa que buscaba medir los riesgos de los grupos financieros.

Hechos como éstos reconocen la realidad de los conglomerados y la necesidad de mayor integración de todas las actividades. Con el fin de racionalizar los costos de la supervisión y generar eficiencia, el Gobierno reconoce que las entidades de nuestro mercado financiero pueden ser supervisadas por una sola entidad.

Adicionalmente, la firma del TLC con Estados Unidos dará por aceptadas las sucursales como una nueva forma jurídica para la prestación de servicios

financieros; es claro que en un plazo no muy largo se tendría que plantear una reforma legislativa que modifique el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero. No podemos perder de vista el hecho de que las entidades financieras de Estados Unidos pueden ofrecer actualmente y de manera plena todo tipo de servicios financieros. Por esa vía, las mismas pueden tener una mayor competitividad que las entidades colombianas.

De otro lado, la unificación de superintendencias es una oportunidad para emprender una serie de

La firma del TLC con Estados Unidos dará por aceptadas las sucursales como una nueva forma jurídica para la prestación de servicios financieros.

reformas legales y administrativas que garanticen una mejor calidad de la supervisión. Así, puede pensarse en racionalizar las normas del sector financiero, con el fin de disminuir su actual dispersión y heterogeneidad de categorías.

La calidad del recurso humano es fundamental para llevar a cabo procesos de supervisión eficientes e idóneos. En dicho punto es necesario que se lleven a cabo procesos institucionales que permitan mejorar la remuneración del personal, así como construir incentivos para que aquellos que muestren mejor desempeño y responsabilidad tengan la posibilidad de desarrollar una carrera de supervisor.

¹¹ Cihak, M. y R. Podpiera?, (2006), Is One Watchdog Better Than Tree? International Experience with Integrated Financial Sector Supervision, IMF Working Paper, Wp/06/57, March.

En este sentido la estructura organizacional propuesta por el gobierno puede ser una oportunidad de oro para la formación del personal. Se ha propuesto la creación de una entidad que contenga grupos especializados en cada uno de los riesgos financieros que la literatura ha venido privilegiando (mercado, crédito, operacional). De la misma forma, se han creado delegaturas especializadas en prevención de lavado de activos y gobierno corporativo.

Este esquema puede ser un mecanismo propicio para generar procesos de desarrollo y formación y acumulación del conocimiento. Sin duda, esto también exige mucha coordinación a la hora de solicitar información a las entidades y adelantar visitas de supervisión.

Por otra parte, es fundamental que se mejore en el aspecto de la independencia del supervisor. En dicho sentido, Alesina y Carrasquilla (2000) mencionan que las comparaciones mundiales muestran que la supervisión del sector financiero es una responsabilidad que asumen los bancos centrales en su gran mayoría, razón por la cual proponen que en Colombia sea el Banco de la República el que lleve a cabo dicha actividad.¹²

En contraposición a esto están quienes consideran que en el caso de que se presente una contracción en la actividad económica, se podría presentar el dilema entre bajar las tasas de interés por razones macroeconómicas, y suministrar mayor cantidad de liquidez con el fin de evitarle inconvenientes a la firma bancaria. Esto generaría conflictos de intereses en la autoridad monetaria que no siempre tienen una salida de fácil administración y manejo.

En opinión de la Office of The Comptroller of the Currency (2004)¹³, “las autoridades son independientes cuando son capaces de resistir presiones e influencias que quieran modificar las prácticas de supervisión, que

mantienen la seguridad y estabilidad del sector financiero.”

También es pertinente mencionar el tema relacionado con la rendición de cuentas por parte de los supervisores. Dado que la regulación financiera es un tema de interés común, muchos países han optado porque sus agencias de supervisión le rindan cuentas, bien sea al Gobierno Central (incluso al legislativo), o una junta directiva.

Desde ya puede anticiparse que el papel de la Superintendencia Financiera debe ser sumamente claro e independiente para enfrentar el panorama futuro del sector financiero. Éste puede resumirse en dos frentes.

Por un lado, la competencia se seguirá incrementando. Los tradicionales nichos de las entidades han venido transformándose. La presencia de actores internacionales crecerá en todos los negocios. Las necesidades de financiación y de servicios asociados a las operaciones transfronterizas serán mayores, dado que se esperan mejores flujos comerciales a raíz de los distintos tratados que viene impulsando el Gobierno Nacional. Muy seguramente, tal y como viene ocurriendo en el mundo, muchas empresas del sector real promoverán una línea de negocios en la cual se incluya la prestación de un servicio financiero.

Por otro lado, el propósito del gobierno es aumentar la profundización financiera e incrementar el grado de acceso a los servicios financieros de mayores porciones de la población. Esto sin duda implica una política financiera que busque la creación de nuevas entidades (banca de las oportunidades), incentivos (¿tributarios?) y mayor educación del público que desconoce los servicios financieros.

En ambos casos, es claro que se requiere de una supervisión de la más óptima calidad. En el primer caso para entender y monitorear negocios de una mayor complejidad y de mayor contacto con los mercados internacio-

nales. Necesidades de seguimiento de los negocios versus cargas operativas excesivas sobre los agentes financieros son variables de una ecuación que las autoridades deberán conjugar para comprender los negocios sin afectar la competitividad del sector.

En el segundo caso está el reto de incrementar la cobertura del sector, manteniendo la calidad de la prevención y los colchones de seguridad en caso de eventos negativos. Una mayor profundidad financiera sin duda es un objetivo deseable para la economía colombiana. Para que ésta florezca, sin duda se requerirá de una estructura financiera adecuada y de una supervisión que esté a la altura de los nuevos desafíos.

Adicionalmente, no sobra mencionar que en el proceso de construcción del mercado de capitales colombiano existe una abultada lista de pendientes por realizar. Tareas como la certificación de profesionales, la autorregulación, la capitalización bursátil y la infraestructura de los mercados son simplemente algunos de los temas sobre los cuales tendrá que ejercer sus funciones la joven entidad. Un reto nada fácil, que el mercado florezca, en un ambiente de prudencia.

En ese orden de ideas, la apuesta colombiana por un esquema de supervisión unificada aún tiene retos por consolidar que muy seguramente serán la medida de su evaluación futura. 

¹² Carrasquilla A., Steiner R. y A. Alesina (2000), The Central Bank in Colombia, Inter-American Development Bank, Regional Operations Department 3 Country Division 5.

¹³ James R. Barth, Gerard Caprio Jr., Daniel Nolle “Comparative International Characteristics of Banking”, Economic and Policy Analysis Working Paper 2004-1, January 2004, Office of the Comptroller of the Currency.