

No.141 Enero-marzo de 2008

Carta Financiera es una publicación
de la Asociación Nacional de
Instituciones Financieras - ANIF

Resolución No.002012 de 1975
Tarifa postal reducida 2007-256 de Adpostal
ISSN No.0120-3436

DIRECTOR
Sergio Clavijo

SUBDIRECTOR
Carlos Ignacio Rojas

SECRETARIA GENERAL
Helena Hidalgo

INVESTIGADORES ANIF
Katherine Cartagena
Mario Castro
Carolina Gil
Germán Montoya
Rogelio Rodríguez
David Stopher
Camila Torrente
César Tamayo

PRODUCCIÓN ELECTRÓNICA
Luz Stella Sánchez
Sandra Venegas

DISEÑO CARÁTULA
Gustavo Bernal
gbernalsaldana@gmail.com

IMPRESIÓN
Punto & Línea Impresores

DIRECTORA DE PUBLICIDAD Y MERCADERO
María Inés Vanegas
Publimarch Ltda. Tel 312 45 03

EJECUTIVA DE CUENTA
Claudia Patricia Sánchez



SUSCRIPCIONES
Amanda González
Calle 70 A No.7-86
Tels 543 30 55 / 310 15 00 / 312 44 70
Desde cualquier parte del país sin costo
01 800 011 99 07
Fax 235 59 47 / 312 45 50 Bogotá

CORREO ELECTRÓNICO anif@anif.com.co
INTERNET <http://www.anif.org>

Se prohíbe la publicación
parcial o total de los artículos
de Carta Financiera
sin previa autorización.

editorial

2 | Desafíos de política económica en 2008

actualidad económica

- 7 | Inflación objetivo y burbujas especulativas:
¿qué hemos aprendido?
Sergio Clavijo, César Tamayo y Mario Castro
- 15 | Un nuevo mercado de derivados
estandarizados en Colombia
*Juan Pablo Córdoba, Ángela Valderrama,
Mauricio López y Diego Trujillo*
- 22 | Mercado de derivados
Germán Salazar
- 31 | El papel de las firmas calificadoras de riesgo
en el mercado de valores colombiano
Juan Camilo Cabrera

notas destacadas de Enfoque

- 34 | Profundizando el mercado de capitales:
Los *Exchange Traded Funds (ETF)*
Deceval - Anif
- 39 | La transferencia temporal de valores
y el mercado accionario colombiano
Deceval - Anif

notas destacadas de Anif

- 42 | Los controles de capital:
una solución de 'segundo mejor'
- 47 | Carteras colectivas y portafolios
del sector energético
- 50 | Solución a la "peluqueada"
de los bonos pensionales

entrevista

- 54 | Entrevista al Superintendente Financiero:
César Prado
"Nuestra guía hacia Basilea II"

torre de marfil

- 58 | La era de la turbulencia:
aventuras en un Nuevo Mundo
Libro escrito por Alan Greenspan
Comentado por Sergio Clavijo

Inflación objetivo y burbujas especulativas: ¿qué hemos aprendido?

Sergio Clavijo, César Tamayo y Mario Castro *

Tras varios años de operar exitosamente bajo el esquema de Inflación Objetivo (IO) en 1999-2004, el Banco de la República (BR) ha tenido que enfrentar difíciles episodios de credibilidad e independencia durante los años 2005-2007. Su alejamiento del esquema de flotación cambiaria y la adopción de metas duales cambiarias-inflacionarias finalmente pasaron su cuenta de cobro durante el año 2007, perdiéndose la meta de inflación y obligándolo a retomar las riendas del control monetario. También cabe señalar que, durante los años 2005-2007, se gestaron burbujas financieras que no recibieron la atención que inicialmente requerían.

Tal situación amerita reflexionar sobre lo ocurrido y los retos que aún enfrenta la política monetaria en Colombia. Esto es particularmente importante en momentos en que se perciben debilidades institucionales resultantes, entre otros factores, de la reelección presidencial inmediata, sin que la Corte Constitucional hubiera

tomado las medidas cautelares del caso (Anif, 2006a).

Como veremos, las herramientas tradicionales del esquema IO no parecen suficientes para garantizar también la estabilidad financiera hacia el mediano plazo. De hecho, la más reciente crisis bancaria, cuyos antecedentes inmediatos son los excesos monetarios, tiene a Estados Unidos al borde de sufrir su primera recesión (estrictamente hablando) en 16 años. Esta experiencia constituye una invitación a repensar la integralidad que debe tener la política monetaria respecto a la estabilidad financiera, tal como lo ha venido señalando, por ejemplo, el BIS (Borio, 2006) a nivel internacional y Anif a nivel local (Clavijo, Vera y Tamayo, 2007).

Las burbujas “mutantes” que se han presentado bajo la nueva arquitectura financiera requieren que los bancos centrales actúen de forma cada vez más comprensiva y precautelativa. Sencillamente, el empaquetamiento de riesgos financieros diferidos, a través de las titularizaciones, ha vuelto mucho

más compleja la tarea de los bancos centrales, donde las herramientas tradicionales de inflación objetivo se han ido quedando cortas frente a tal desafío. Por supuesto que todo esto apunta a resaltar la relevancia de una sólida implementación del marco financiero prudencial que se ha fraguado tras años de trabajo (1988-2008) en lo que hoy conocemos como las reglas de Basilea II.

De “metas monetarias” a Inflación Objetivo (IO)

En 1990 Nueva Zelanda fue pionero en adoptar el esquema IO, cuya esencia consiste en “anclar” las expectativas a las metas de inflación intertemporales que anuncia el banco central (Bernanke y Mishkin, 1997). Ello requiere aplicar “reglas y discreción”, según el ciclo económico (Clavijo y Vera, 2007). El recetario de IO incluye: 1) anuncio de un cronogra-

* Director e investigadores de Anif, respectivamente.

ma de desinflación hacia el mediano plazo; 2) baja dependencia fiscal; 3) buenos modelos de pronóstico de la inflación; y, lo más importante, 4) credibilidad en la independencia del banco central para cumplir los objetivos anunciados (Mishkin, 2000).

El instrumento preferido para señalar el curso que va tomando la política monetaria, con el fin de cumplir con dichas metas de inflación, ha sido el de la tasa de interés de las operaciones de mercado abierto del banco central (conocida como la tasa repo-central). No obstante, ello implica una sutil (pero fundamental) diferencia frente al mecanismo utilizado en las décadas de 1970-1980 (Woodford, 1997): aquí no aparece explícitamente la masa monetaria, pues muchos suponían que continuaría vigente la relación (inversa) entre precios-cantidades, o sea, entre la tasa de interés y la oferta monetaria.

Ello ha llevado a los bancos centrales y al mundo financiero a operar con “funciones de reacción” donde, en vez de la tradicional relación precios-cantidades, ahora aparece la tasa repo-central dependiendo de una brecha de inflación y de una brecha de Producto-real; alguna versión de la célebre regla de Taylor (1993). Esto implica que la tasa repo-central respondería a: 1) desviaciones de la inflación (o sus expectativas) frente a la meta anunciada, y 2) desviaciones del Producto frente a su nivel potencial, respectivamente. En el caso de economías abiertas a los flujos de capital, dicha regla se complementa con la llamada “paridad internacional en tasas de interés” (ver cuadro 1).

Bajo esta regla general de IO, la estrategia operativa de los bancos centrales consiste en: 1) monitorear permanentemente el objetivo primordial de cumplir la meta de inflación anunciada; 2) estar “dominando las expectativas”; y 3) reaccionar a los impulsos provenientes de la demanda agregada, donde los precios de los activos financieros-hipotecarios sólo se

Cuadro 1. ¿Política monetaria sin dinero?

IS-LM tradicional	$\frac{M}{P} = L(i, Y)$
Regla de Taylor	$i_t = \pi_t + r_t^* + a_\pi (\pi_t - \pi_t^*) + a_y (y_t - \bar{y}_t)$
	$\downarrow$ Tasa de interés “natural” $\underbrace{\hspace{2cm}}$ Brecha de inflación $\underbrace{\hspace{2cm}}$ Brecha del Producto
Caso Colombia	$i_t = r_t^* + g_\pi (\pi_t - \pi_t^*) + g_y (y_t - \bar{y}_t) + g_e (i_t^* - e)$
	$\underbrace{\hspace{4cm}}$ Paridad de tasas de interés

Fuente: elaboración Anif.

tendrían en cuenta si éstos afectan ese equilibrio del mercado de bienes.

Aunque la IO ha contribuido a consolidar niveles de inflación baja y estable (Bernanke *et al.*, 1999), la verdad es que las complejidades financieras recientes han venido mostrando las limitaciones de este enfoque a la hora de asegurar también la estabilidad del sistema financiero. Sencillamente, el talón de Aquiles de este enfoque IO (simple) ha radicado en desconocer que los precios de los activos juegan un papel clave no sólo para impulsar/frenar la demanda agregada (lo cual ocurre de forma irregular), sino especialmente como fuente de los ciclos financieros de auge-crisis.

En efecto, a medida que los riesgos financieros se fueron “empaquetando” (titularizando el crédito) durante los años 1995-2007, se creía que esos riesgos se diluían, pero la verdad es que tan sólo se escondían temporalmente. Mientras tanto, la expansión monetaria y crediticia crecía, apalancando los riesgos de forma difícil de monitorear. De esta forma, los mercados financieros han aprendido una dolorosa lección en cuatro etapas: 1) restricción de liquidez (enero-junio de 2006); 2) caída abrupta del valor de los títulos *suprime* (marzo-septiembre de 2007); 3) contracción crediticia (septiembre-diciembre de 2007); y 4)

crisis bancaria con riesgos sistémicos (enero-marzo de 2008).

Lo interesante es que en la base de todo ese apalancamiento siempre estaba el “dinero”, el cual los bancos centrales habían perdido de vista por cuenta de la regla de Taylor. Se creía (erradamente) que prevalecía la relación uno-a-uno entre las tasas de interés y la masa monetaria, pero las crisis recientes nos han evidenciado que esto último no siempre ocurre, especialmente cuando algunos bancos centrales se engañan creyendo que pueden esterilizar *ad infinitum* sus intervenciones cambiarias (Anif, 2007b).

IO vs. IO-C: ¿a qué deben responder los bancos centrales?

Surgió entonces la necesidad de complementar esa estrategia IO (a secas) con lo que Anif ha denominado el enfoque IO-Comprensivo (IO-C), el cual tiene precisamente en cuenta que los excesos de dinero pueden irse no sólo a la inflación tradicional, sino a inflar burbujas especulativas en diferentes mercados crediticios, hipotecarios o financieros.

Esto debido a que la IO tradicional tiene al menos dos problemas: 1) la llamada tasa de interés “neutral”, que

refleja las preferencias intertemporales de los agentes, cambia con los ciclos económicos al tiempo que se altera la prima de riesgo entre los activos (McCulley, 2006); y 2) el dinero, al reducir los costos de transacción, también afecta los precios de los activos (King, 2002). Así, la expansión crediticia puede validar mayores expectativas de inflación, al tiempo que desequilibra los mercados financieros intertemporalmente hablando.

Dicho de otra manera, el tradicional esquema de IO resulta algo miope frente a la dinámica de los mercados financieros actuales y de allí la importancia de volver a incluir el dinero en las ecuaciones operativas de los bancos centrales (no como metas monetarias, sino como canales que expanden/contraen la actividad económica general), (ver cuadro 2).

El caso de Colombia

Anif venía abogando por este enfoque de IO-C desde agosto de 2005. Sin embargo, sólo en septiembre de 2006 el BR parecía haber adoptado este tipo de lenguaje, invocando la escuela austriaca, aunque sus intervenciones cambiarias del período 2005-2007 (mayo) contradecían en la práctica sus preocupaciones teóricas por los excesos monetarios.

En los años 1995-1998, el BR se había embarcado en una ‘transición’ hacia IO, pero mantenía unas líneas de referencia monetaria similares a las del Banco Central Europeo (BCE). Finalmente, el BR hizo bien en librarse de anuncios sobre “corredores monetarios” en el año 2001. Pero era evidente que se requería continuar con un monitoreo interno del dinero y, por supuesto, mantener la tasa de

cambio flotando para continuar con la masa monetaria operando de forma exógena.

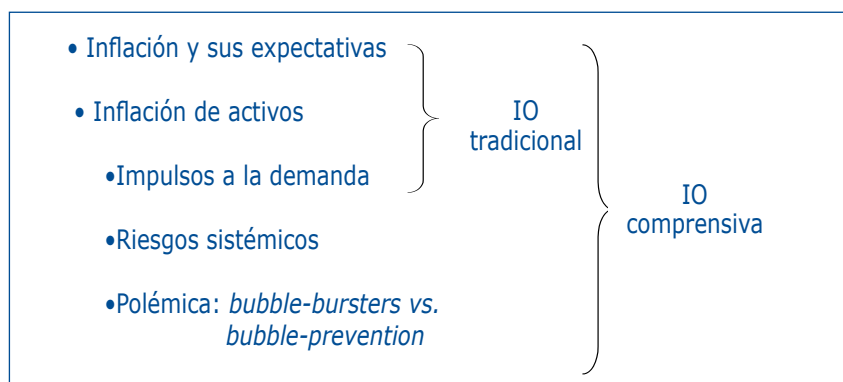
Infortunadamente, el BR cedió a las presiones del Ejecutivo-Congreso y se fijó metas duales cambiarias-monetarias durante los años 2005-2007 (mayo), “endogeneizando” así una porción importante de la base monetaria. Con ello perdió control monetario y creyó que elevando su tasa-repo de 6% a 9.5% (y recientemente a 9.75%) lograría contener la excesiva demanda agregada. Pero ello no ocurrió, por la sencilla razón de que los excesos de liquidez continuaron inflando burbujas financieras mutantes: bursátil (2005), TES (2005-2006) y crediticia (2006-2007), (ver gráfico 1).

El BR se limitó entonces a documentar en sus Informes Sobre Estabilidad Financiera dichas burbujas, pero cursaría más de un año antes de tomar acciones de fondo para controlar dichos excesos monetarios.

Para entonces ya era evidente que se había desbordado la meta de inflación de 2007, en parte agravada por fenómenos climáticos ajenos al BR, que dispararon la inflación de alimentos. En síntesis, en el período 2005-2007 (abril) se abandonó la flotación cambiaria, se ignoraron los agregados monetarios, se sobreestimó la capacidad de esterilización, todo lo cual produjo una “seguidilla” de burbujas especulativas que se manifestaron en desbordes inflacionarios.

Finalmente, el BR abandonaría sus intervenciones cambiarias (dejando de expandir la base) e impondría esquemas de reservas bancarias más exigentes en mayo de 2007 para retomar el control monetario (Anif, 2007a). Al cierre de 2007, el encaje medio apenas comenzaba a reaccionar subiendo a 6.4%, unos 100 puntos base respecto a su mínimo de 5.4% en abril de 2007. Entre tanto, el pasivo bancario ha venido presentando una recomposición hacia mayores captaciones por CDT, lo que ha contribuido

Cuadro 2. ¿A qué deben reaccionar los bancos centrales?



Fuente: elaboración Anif.

Gráfico 1. Burbujas especulativas multimercados: Colombia (evolución 1997-2007)



Fuente: elaboración Anif.

a recortar la brecha entre la DTF y la tasa repo de 100 pb en mayo de 2007 a cerca de 30 pb en los primeros meses de 2008.

II. El mercado de activos en Colombia: semaforización de 2006-2007

Como se mencionó, el exceso de liquidez vivido por la economía colombiana produjo una “seguidilla” de burbujas especulativas en diferentes mercados. De otra parte, el impacto que la crisis *subprime* se ha manifestado a nivel global durante 2007 y, con particular fuerza, durante los inicios de 2008. Todo esto torna importante evaluar el estado actual de los mercados de activos en Colombia.

En el período 2006-2007, los bancos centrales de las economías desarrolladas estimaron conveniente drenar la liquidez para contener diversas burbujas especulativas, tanto en el mercado de finca raíz como en los apalancados mercados de derivados. En julio de 2007 estalló la crisis en los mercados hipotecarios de alto riesgo de Estados Unidos (*suprime*) y se ha hecho evidente su capacidad de contagio sobre los mercados de Gran Bretaña, Alemania, España e inclusive China.

Dicha crisis hipotecaria internacional había sido el resultado de excesos de liquidez, que anteriormente habían propiciado la burbuja *dotcom* y la de los bonos privados en Estados Unidos en los años 2000-2001. Dada la magnitud de contagio de esta crisis hipotecaria de 2007-2008 sobre el resto del sector real, y ante la amenaza de convertirse en una crisis sistémica, la Fed se vio obligada a reducir rápidamente su tasa repo-central de niveles de 5.25% en junio de 2006 a tan sólo 3% en enero de 2007. Esto con el fin de tirarle un salvavidas a los mercados financieros, prefiriendo el riesgo de futura inflación frente a la realidad de mercados financieros que

amenazan ya la estabilidad económica como un todo.

Como veremos, Colombia no ha estado inmune a dicho ciclo internacional y, de hecho, sus mercados de renta variable (IGBC) y renta fija (TES) han sido golpeados fuertemente desde finales de 2007 y principios de 2008. Afortunadamente, la salud de nuestro sistema financiero ha mejorado significativamente durante el período 2003-2008 y todo parece indicar que podremos salir airoso, aunque con algunas magulladuras frente a esta turbulencia financiera internacional.

El nuevo panorama monetario local

El BR ha llevado a cabo su ciclo de elevación de la tasa repo-central durante el período abril 2006-febrero 2008, llevándola de 6% a 9.75%. Dadas las presiones inflacionarias de principios de 2007, el BR se vio en la necesidad de complementar estas medidas con restricciones cuantitativas del dinero y al endeudamiento externo a partir de mayo-junio de 2007.

Estas medidas han tenido efectos importantes en la restricción de liquidez. Por ejemplo, la base monetaria llegó a expandirse a tasas de casi 30% real anual en agosto de 2006, mientras que hacia finales de 2007 lo hacía a ritmos de 13% real anual. Algo similar ha venido ocurriendo

con el resto de agregados monetarios, donde cabe destacar la convergencia del M1A (= M1 + cuentas de ahorro) hacia el crecimiento del PIB-real del orden de 6%-7%. A su vez, se ha observado una desaceleración en el ritmo de expansión crediticia, pasando de 30% real a cerca de 18% real hacia finales de 2007.

La inflación de activos

La disminución de la liquidez ha empezado a tener entonces un efecto significativo sobre los principales activos financieros del país. Ello ha frenado el ímpetu que traían algunas burbujas especulativas, pero todavía debemos mantenernos alerta en los mercados crediticios y de TES (ver cuadro 3).

1. Mercado de crédito

Las medidas contraccionistas del BR han desacelerado la expansión crediticia de ritmos de 27% real a marzo de 2007 a ritmos de 18% al corte de diciembre de 2007 (ver gráfico 2). En particular, el crédito de consumo se ha desacelerado de ritmos de 44% real a 25% real, el comercial de 23% a 16%, el de microcrédito de 64% a 11%.

Nótese que todos estos ritmos aún lucen bastante dinámicos si tenemos en cuenta que la economía crece a ritmos cercanos a 7% real y que se

Cuadro 3. Monitoreo sobre burbujas especulativas

	Stock	Flujo	Precio
Crédito general	Verde	Rojo (2.3% a 18% real anual)	Verde
Sector hipotecario	Verde	Verde	Rojo (superior a 35% real histórico)
Bursátil	Verde	Verde	Verde
Deuda pública (TES)	Amarillo (25% del PIB)	Amarillo (problemas de liquidez)	Amarillo Tasas superiores a 10%

Fuente: elaboración Anif.

necesitaría un margen de 2%-3% real adicional para propósitos de profundización financiera. Luego es evidente que las expansiones que aún se observan a ritmos de 18% real todavía superan por amplio margen el referente de 10% real que cabría esperar en mercados un poco más estables. Tal vez la única excepción es el crédito hipotecario que estaría creciendo a tasas de 10% real (incluyendo titularizaciones) y donde existe un amplio margen para recuperar la intermediación financiera perdida durante la crisis 1998-2002.

Por estas razones, debemos mantener en rojo el semáforo crediticio, según la escala que hemos venido manejando en Anif. Este veredicto puede atenuarse dado que el valor del acervo crediticio/PIB es actualmente de 31%, el cual todavía resulta inferior al 41% que se tuvo antes de dicha crisis.

2. Sector hipotecario

Anif ha venido mencionando que también resulta algo preocupante la inflación observada al nivel de los bienes inmuebles. Por ejemplo, nuestro Índice de Registro Inmobiliario (IRI) para Bogotá nos señala que ya hemos alcanzado valores que superan en 36% el valor medio histórico del período 1998-2007 (ver gráfico 3). A juzgar por lo que se observa en el mercado hipotecario y la escasez de tierras, éste resulta ser un mejor indicador que el tradicional índice del Departamento Nacional de Planeación, pues según este último indicador sólo estaríamos un 5% por encima de su media histórica.

De otra parte, el *stock* de crédito hipotecario se ubicaba en un moderado 3.5% del PIB a finales de 2007 (incluyendo cerca del 1% del PIB de titularizaciones), mientras que su flujo crecía a ritmos de 10% real (incluyendo titularizaciones). A diferencia del período 1993-1997, en

la coyuntura actual no han coincidido aceleradas expansiones crediticias hipotecarias con elevados precios de la vivienda. Por este motivo Anif tan sólo enciende el semáforo en amarillo en lo relacionado con los precios hipotecarios, pero en las otras variables hipotecarias mantiene su verde.

3. Sector bursátil

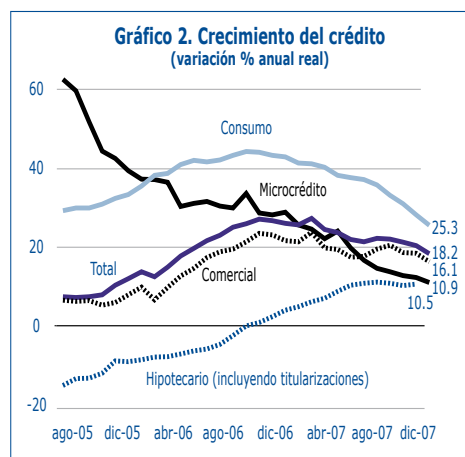
El sector bursátil presentó una marcada corrección a la baja en el período mayo-junio de 2006, cuando la relación precio-ganancia (RPG) colapsó de niveles de 21 a 12. Más recientemente, dicha RPG ha presentado alta volatilidad y con tendencias hacia la recuperación a niveles de 19

al cierre de 2007. Estos niveles de RPG coinciden con factores técnicos favorables al Índice General de la Bolsa de Colombia (IGBC), los cuales aún no han logrado concretarse, pues éste se ha mantenido en los niveles de 9.000-10.500, en medio de una gran turbulencia desde finales de 2007 y principios de 2008.

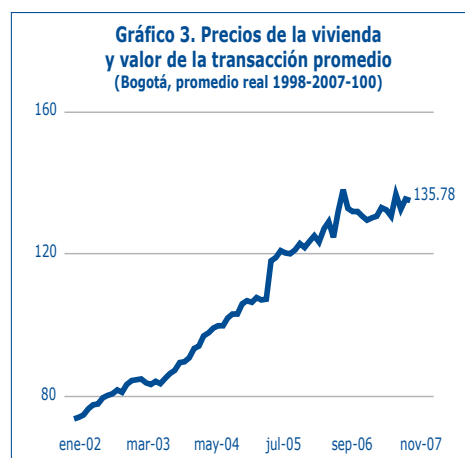
La capitalización bursátil del IGBC se había mantenido en niveles del 39% del PIB al cierre de 2006, pero con el advenimiento de Ecopetrol su potencial se ha elevado a niveles del 57% del PIB. Ahora bien, si medimos dicha bursatilidad según su potencial efectivo (alta-media bursatilidad computada sobre el flotante del valor accionario), en realidad encontramos que la capitalización bursátil del IGBC tan sólo representa cerca del 20% del PIB (Anif, 2008). Como lo hemos explicado, se trata de una fase de giro hacia portafolios donde el sector energético representará mejores oportunidades para la renta variable. Por estas razones el semáforo bursátil lo ubicamos en verde.

4. Deuda pública

En el período 2004-2007, el saldo de TES se elevó del 22% al 25% del PIB, producto de la reconversión de la deuda pública externa en interna y del mantenimiento de déficit fiscales del orden del 3%-4% del PIB por año en cabeza del Gobierno Central. Este mercado sufrió una delicada crisis en los años 2005-2006 y nuevamente en 2007 y principios de 2008. Esta última resultó de una aceleración en las expectativas de inflación, cuando la inflación observada registró niveles de 6.5% anual en abril de 2007. Paradójicamente, en un año de buen comportamiento fiscal como 2007, las tasas de interés de los bonos TES a 10 años sufrieron serios deterioros, elevándose a 10%-11% frente al 8%-9% esperado por el mercado.



Fuentes: Superintendencia Financiera y cálculos Anif.



Fuentes: Fedelonjas y cálculos Anif.

Además del rebrote inflacionario ya señalado, esto también se explica por el contagio de la turbulencia internacional atada a la crisis *subprime*. Éste es un mercado que debe permanecer en semáforo amarillo.

Reflexiones finales

Hemos visto que a medida que se hacía más evidente el riesgo de perder la meta rango de inflación durante el año 2007, el BR fue virando (afortunadamente) hacia prácticas más cercanas al esquema IO-Comprensivo. De hecho, y para el récord histórico, las Minutas de septiembre de 2007 del BR por fin han vuelto a señalar que: “(...) las alzas en las tasas de interés de intervención y la modificación en los encajes han moderado el crecimiento de los agregados monetarios y la dinámica del crédito”. Esto da muestras de que el BR parece tener nuevamente un ojo en el mercado de bienes y el otro en el mercado de activos, al tiempo que debe mantener en rienda corta la provisión de liquidez agregada.

Todo lo anterior refleja la renovada preocupación sobre el éxito parcial que ha tenido la estrategia IO a la hora de controlar los riesgos inflacionarios, pero a costa de descuidar la estabilidad financiera (White, 2006; Calvo, 2007). Anif coincide con los planteamientos del profesor Rogoff durante su visita a Bogotá con ocasión de LACEA, en noviembre de 2007, en el sentido de que ello proviene de la peligrosa asimetría que vienen aplicando los bancos centrales: ellos parecen no inmutarse cuando se inflan los precios de los activos financieros, pero sí están prontos a lanzar salvavidas a los especuladores cuando dichas burbujas se revientan. ¿Qué nos dirán de todo esto los “mejores banqueros centrales” de la Fed y del BCE (Bernanke-Trichet) a la vuelta de unos años, cuando tuvieron que inclinarse por evitar riesgos sistémicos en los

inicios de 2008, aun poniendo en riesgo sus metas de inflación (explícitas o implícitas)?

A escala local, la corrección de la excesiva liquidez en los mercados financieros nacionales durante los años 2006-2007 ha ocurrido con algo de turbulencia, “pinchando” burbujas especulativas en diferentes mercados y con diversas intensidades. A escala internacional, no cabe duda de que la más grave ha sido la relacionada con los mercados hipotecarios de alto riesgo (julio 2007-2008), la cual, a juzgar por las actuaciones de la Fed en enero de 2008, amenaza con convertirse en una crisis bancaria.

A la luz de la nueva coyuntura internacional, el balance de los diferentes mercados de activos en

Colombia se puede sintetizar así: 1) el mercado crediticio debe continuar en rojo debido a que sus flujos continúan acelerados en términos reales (18% vs. un deseable 10% real); 2) al mercado hipotecario le asignamos un amarillo, pues si bien sus flujos-*stocks* no resultan preocupantes, la inflación de los precios de los inmuebles sí llama negativamente nuestra atención; 3) al IGBC le atribuimos un verde pues presenta una buena oportunidad hacia el futuro tras su corrección en materia de RPG y el viraje hacia acciones energéticas; y 4) al mercado de TES lo mantenemos en amarillo, pues la turbulencia internacional y la incertidumbre inflacionaria todavía amenazan este mercado, con serios problemas de liquidez-curvaturas. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anif (2005), “Valorización, inflación de activos y excesos monetarios”, *Informe Semanal* No. 796 de agosto 22.
- Anif (2006), “El Banco de la República, su independencia y los ajustes institucionales”, *Informe Semanal* No. 842 de julio 31.
- Anif (2007a), “Inflación y política monetaria: ¿y quién dijo que el dinero no importaba?”, *Informe Semanal* No. 894 de agosto 21.
- Anif (2007b), “Límites teóricos y prácticos a las intervenciones cambiarias: el caso del Banco de la República 2005-2007”, *Informe Semanal* No. 890 de julio 23.
- Anif (2008), “Capitalización bursátil efectiva (CBE) en el mercado colombiano”, *Comentario Económico del Día* 31 de enero.
- Bernanke, B. and Mishkin, F. (1997), “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?”, *The Journal of Economic Perspectives* Volume 11, No.2, Spring 1997; pp. 97-116.
- Bernanke, B., Laubach, T., Mishkin, F. and Posen A. (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Borio, C. (2006), “Monetary and Prudential Policies at Crossroads? New Challenges in the Ne Century”, *BIS Working Paper* No. 216, September.
- Calvo, G. (2007), “Interest Rate Rules, Inflation Stabilization, and Imperfect Credibility: The Small Open Economy Case”, *NBER Working Paper* No. 13177, June.
- Clavijo, S. and Vera A. (2007), “Rethinking Monetary Policy: Rules and Discretion (Not Rules Vs. Discretion)”, Anif, March.
- Clavijo, S., Vera, A. y Tamayo C. (2007), “Política monetaria e inflación de activos: un balance del período 2002-2007”, revista *Carta Financiera* No. 138, mayo-julio.
- King, M. (2002), “No Money, No Inflation – The Role of Money in the Economy”, *Festschrift in honour of Professor Charles Goodhart held at the Bank of England* on November 15.
- McCulley, P. (2006), “A Kind Word for the Austrian School”, *Global Central Bank Focus*, PIMCO, July.
- Mishkin, F. (2000), “Inflation Targeting in Emerging Market Countries”, *American Economic Review*, May, 90, No. 2: 105-109.
- Taylor, J.B. (1993), “Discretion versus Policy Rules in Practice”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* Vol. 39; pp. 195-214.
- White, W. (2006), “Is Price Stability Enough?”, *BIS Working Paper* No. 205, Bank for International Settlements.
- Woodford, M. (1997), “Doing Without Money: Controlling Inflation in a Post-Monetary World”, *NBER Working Paper* No. 6188, September.

El papel de las firmas calificadoras de riesgo en el mercado de valores colombiano

Juan Camilo Cabrera *

Generalidades

En respuesta al agotamiento del modelo proteccionista dentro del cual se enmarcó la economía colombiana hasta finales de la década de los años ochenta, el Gobierno Nacional estableció desde comienzos de la década de los años noventa un nuevo marco regulatorio dirigido a impulsar un nuevo modelo económico que tenía como uno de sus ejes principales el desarrollo del mercado de capitales colombiano. Bajo este nuevo entorno, complementado por el surgimiento en el año 1993 de los fondos de pensiones privados, que imprimió una demanda muy importante de títulos valores al sistema, se hizo necesaria una normatividad que propendiese por una mayor transparencia y eficiencia del mercado de capitales, a partir de unas mayores exigencias en cuanto a revelación de información por parte de los diferentes participantes de dicho mercado. Esto con el fin de atraer a nuevos inversionistas tanto nacionales como internacionales.

El papel de las sociedades calificadoras de valores encajaba así de manera esencial en este contexto, en la medida en que las calificaciones otorgadas y la publicación de los análisis que las sustentan proveen al mercado de una herramienta adicional de análisis sobre la solidez crediticia de las emisiones de títulos de deuda que nutren el mercado de capitales. Vale la pena resaltar que las sociedades calificadoras tienen como principal materia prima fuentes de información de conocimiento público, actualizadas y complementadas permanentemente a través del contacto directo de sus grupos de analistas con altos ejecutivos de las empresas emisoras y revisadas periódicamente por comités técnicos especializados, lo que, de acuerdo con la percepción generalizada del mercado, agrega un valor significativo al análisis.

Partiendo de esta posición y siguiendo la línea gubernamental de suministrar al mercado mayor información relevante, se ha establecido la obligatoriedad de la calificación

de instrumentos de deuda dirigidos al mercado público de valores, entendiendo que las sociedades calificadoras de valores en Colombia están en capacidad, sustentada en metodologías establecidas, de proporcionar opiniones que reflejen, a través de escalas definidas, el riesgo crediticio implícito de cada emisión con destino al mercado público de valores. Igualmente, se ha establecido un marco regulatorio que incluye las calificaciones de instrumentos de deuda en los regímenes de inversión de grandes inversionistas institucionales como por ejemplo los fondos de pensiones obligatorias. Adicionalmente, el Gobierno Nacional estableció la obligatoriedad de otorgar una calificación, por parte de entidades expresamente autorizadas para realizar dicha actividad, a todos aquellos entes descentralizados del orden territorial y los entes territoriales de categoría 1, 2 y especial, que vayan a adquirir un

* Director Senior de Duff & Phelps de Colombia S.A.

endeudamiento que exceda el plazo de un año.

Las sociedades calificadoras de valores se han convertido, entonces, en una pieza fundamental en el engranaje que han planteado tanto el Legislativo como el Gobierno Nacional para continuar desarrollando el mercado de capitales colombiano, y el reforzar la confianza que en ellas existe es una labor permanente que deben realizar

de los asesores de inversiones deberá conducir a un análisis más completo y objetivo de las bondades y limitantes de una determinada opción de inversión. Las escalas de calificación domésticas utilizadas por las sociedades calificadoras que hacen parte de agencias internacionales reflejan la posición relativa de una determinada obligación respecto al “mejor” (más bajo) riesgo local que es generalmente el riesgo de la Nación como emisor permanente de títulos de deuda. Las calificaciones otorgadas por sociedades calificadoras de valores tienen implícitas unas probabilidades de incumplimiento observadas que incrementan a medida que las calificaciones descienden en la escala.

Adicionalmente, las calificaciones permiten a los inversionistas, y en

general al mercado, establecer diferencias en los niveles de negociación de los títulos a partir del establecimiento de primas adicionales por niveles de riesgo asumidos. De hecho, muchos modelos de valoración empleados actualmente involucran las escalas de calificación para establecer las curvas que determinan los precios justos de intercambio.

La consistencia de las escalas de calificación puede igualmente ser utilizada para determinar de antemano los niveles de riesgo crediticio que un administrador de portafolios busca imprimirle a su cartera y permite monitorear de manera sencilla la continuidad de las políticas de inversión en cuanto al riesgo crediticio. Igualmente, las calificaciones permiten a los administradores de carteras evaluar los diferentes títulos dentro de un universo establecido y determinar su conveniencia en términos de retorno y riesgo asumido.

Las entidades financieras son

igualmente usuarios activos de las calificaciones otorgadas por sociedades calificadoras en la medida en que las exposiciones en su portafolio total de créditos otorgados muchas veces están atadas a las calificaciones de los deudores y hacen parte de las políticas de otorgamiento de créditos.

Las escalas de calificaciones de riesgo crediticio buscan homogeneizar los resultados de los análisis realizados, independientemente del sector o industria al que pertenece la empresa que se está analizando. Es decir, el alcance y la definición que acompañar una determinada calificación, por ejemplo “AAA”, son los mismos para una empresa del sector financiero, industrial o de servicios, aunque la metodología para evaluar una u otra incluya indicadores muy particulares para cada industria. De esta manera se busca que las probabilidades de incumplimiento para una determinada escala no estén sesgadas por la industria a la que pertenecen las empresas sujetas de calificación y tiendan a converger en el largo plazo.

Importancia de las calificaciones de riesgo para los emisores

Los exigentes requerimientos establecidos por las sociedades calificadoras de valores que hacen parte de agencias internacionales, en cuanto al detalle y confiabilidad de la información presentada por las empresas inmersas en un proceso de calificación, deben garantizar que las calificaciones otorgadas reflejen de manera veraz su calidad crediticia. De esta manera, existe una percepción por parte de los diferentes actores del mercado público de valores de que las calificaciones resultantes son producto de un proceso transparente y profesional. Esta premisa se convierte en una importante carta de presentación para aquellas empresas

Las escalas de calificaciones de riesgo crediticio buscan homogeneizar los resultados de los análisis realizados, independientemente del sector o industria al que pertenece la empresa que se está analizando.

estas sociedades, de manera que continúen siendo percibidas como una fuente de información confiable para la toma de decisiones de inversión en un mundo en el cual el número de participantes y de productos financieros crece de manera sostenida.

Importancia de las calificaciones de riesgo para los inversionistas

El beneficio principal que confiere una calificación de riesgo crediticio otorgada a una determinada emisión/emisor es evidentemente la evaluación que lleva a cabo un tercero (la sociedad calificadora) sobre la capacidad de pago completo y oportuno de las obligaciones contraídas por el emisor de la obligación. La inclusión de la opinión de entidades como las sociedades calificadoras dentro de los análisis propios de los departamentos de riesgo o de investigaciones (*research*) de los inversionistas institucionales o

que una vez incluidas en las listas de empresas calificadas pueden tener acceso a recursos futuros, bien sea a través de créditos directos en el mercado intermediado (bancos) o de nuevas emisiones de títulos de índole crediticia en el mercado de valores.

Como complemento al punto anterior, es importante mencionar que las altas exigencias propias de los entes reguladores del mercado colombiano en relación con el detalle de los prospectos de emisión, así como con el cumplimiento de normas en cuanto a gobernabilidad corporativa por parte de los emisores, se complementan positivamente con la profundidad de los análisis específicos elaborados por las sociedades calificadoras de valores para elevar significativamente los estándares de revelación de información exigidos a los emisores de valores y por consiguiente la confiabilidad de los inversionistas en los procesos de emisión.

Es así como empresas que han mantenido vigentes sus calificaciones durante prolongados períodos de tiempo cuentan con la confianza tanto del mercado intermediado como del desintermediado para la consecución de recursos frescos, ampliando de esta forma su habilidad para asegurar necesidades de financiamiento futuro.

En un mercado financiero cada vez más globalizado, las tendencias actuales revelan que inversionistas internacionales muestran una mayor disposición a invertir en mercados emergentes, con instrumentos más riesgosos en términos de solidez crediticia, buscando mayores retornos sobre sus inversiones. En este contexto, compañías que cuentan con una calificación a escala nacional otorgada por una sociedad calificadora reconocida internacionalmente están en capacidad de atraer más fácilmente a estos inversionistas, teniendo en cuenta, entre otros, aspectos relacionados con mayor transparencia y mejor

revelación de información relevante, elementos propios de un proceso de calificación.

Importancia de las calificaciones de riesgo para los agentes colocadores e intermediarios

Las mesas de distribución de los agentes de colocación de las emisiones primarias encuentran en las calificaciones emitidas por una sociedad calificadora de valores una herramienta valiosa que les permite segmentar a los inversionistas potenciales de una emisión a partir de su apetito por el riesgo. En otras palabras, pueden canalizar los esfuerzos comerciales dirigidos a la colocación de una determinada emisión hacia un grupo de inversionistas, institucionales o privados, conociendo su perfil de riesgo.

Si bien es claro que las calificaciones otorgadas por las sociedades calificadoras no constituyen recomendaciones explícitas para comprar o vender una determinada inversión, y tampoco pretenden establecer un juicio sobre la valoración actual de un determinado instrumento, la existencia de un conjunto de valores calificados que contribuye a crear una estructura de precios con base en el riesgo crediticio permite a los agentes intermediarios de valores mejorar su habilidad para analizar y estimar los rendimientos que los inversionistas pueden demandar para un título determinado y elaborar a partir de allí sus propias recomendaciones.

Las calificaciones otorgadas ayudan a colocar emisiones en una base más amplia de inversionistas potenciales en la medida en que recogen un importante número de factores dentro de su análisis que permiten

que inversionistas menores, con un limitado conocimiento técnico, vean en las calificaciones de riesgo el único medidor de la solidez crediticia de una inversión. Esto naturalmente permite a los agentes aumentar la base de clientes potenciales que demandan productos de inversión, más allá de un reducido número de inversionistas institucionales que reclaman un mayor nivel de análisis de sus agentes.

Las calificaciones de estos activos financieros permiten a las entidades monitorear el nivel de riesgo de sus portafolios buscando unos ingresos financieros que sean acordes con el riesgo asumido.

Los agentes intermediarios del mercado de valores, además de los ingresos producto de las comisiones generadas por su actividad tradicional de intermediación, mantienen un inventario importante de títulos de inversión que hacen parte de sus activos, los cuales naturalmente generan unos ingresos financieros, que dependiendo del patrimonio de estas compañías pueden ser sustanciales. Las calificaciones de estos activos financieros permiten a las entidades monitorear el nivel de riesgo de sus portafolios buscando unos ingresos financieros que sean acordes con el riesgo asumido. Adicionalmente, estos portafolios sirven como una base de apalancamiento para actividades que concentran un significativo riesgo de mercado, como la posición propia, de manera que portafolios propios con una elevada calidad crediticia aumentan la solidez del patrimonio de la firma. 

Carteras colectivas y portafolios del sector energético *

Si bien el ahorro de largo plazo que manejan las administradoras de fondos de pensiones (AFP) ya bordea el equivalente al 16% del PIB, el grueso de esos recursos continúa financiando el déficit estructural del Gobierno Central colombiano (cerca al 4% del PIB). Por ejemplo, los títulos de deuda pública llegaron a representar el 47% de las inversiones de las AFP a diciembre de 2006, cifra cercana al límite regulatorio de 50%.

Entre tanto, el sector energético de Colombia está ávido de financiamiento para continuar ensanchando su provisión de servicios, incluyendo los proyectos eléctricos, gasíferos y petroleros. En particular, cabe destacar la iniciativa de entidades tan importantes como ISA (2000-2002), Isagen y Ecopetrol (2007-2008) de ofrecer sus acciones al público a través de la Bolsa de Colombia. Dicha emisión de acciones estará permitiendo que los portafolios de largo plazo pongan a disposición del sector energético recursos frescos en cuantías que podrían representar el 3.7% del PIB (ver cuadro 1). De forma simultánea, sus

accionistas se verán beneficiados al percibir importantes valorizaciones durante todo el período 2002-2008.

Así, es claro que se presenta un círculo virtuoso entre ahorros de largo plazo y oportunidades de financiamiento de proyectos energéticos. La aplicación de recursos de las carteras colectivas a proyectos energéticos con elevadas tasas internas de retorno habrá de permitir una importante profundización del mercado de capitales de Colombia. De allí nuestro interés de pasar revista a estas sinergias entre las carteras colectivas y los proyectos energéticos.

Perspectivas del sector energético colombiano

En Colombia, el consumo final de energía está fuertemente dominado por el petróleo y sus derivados (50%), siendo la electricidad (17%) la segunda fuente en importancia (ver gráfico 1). Los modelos de crecimiento energético nos indican que, hacia el año 2025, el consumo de energía eléctrica (21%) se estaría acercando al consumo del petróleo (38%).

Actualmente, la distribución de la oferta de energía, por tipo de fuente, se compone de: petróleo (38.8%), gas natural (25.1%), hidroelectricidad (15.5%), carbón (9.7%) y leña y bagazo (10.7%). Como es bien sabido, Colombia cuenta con una significativa generación de energía eléctrica a través de la fuente hídrica (64%), seguida del gas (27.5%). Cabe señalar que se ha dado una importante diversificación en dicha generación, pues en momentos de la crisis energética (1992) Colombia dependía en un 80% de la fuente hídrica frente al 64% actual.

Las proyecciones adelantadas por la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME) señalan que la demanda final por energía (total) en Colombia estará creciendo a ritmos de 2.3% anual hacia el año 2025 frente a un crecimiento actual de 1.5%. En el caso específico de la energía eléctrica, el Plan Energético Nacional contempla crecimientos

* Corresponde al *Informe Semanal Anif* No. 909 de diciembre 3 de 2007.

promedio en el rango 3.3%-4% anual. La demanda más dinámica de energía eléctrica provendrá del sector comercial, con crecimientos estimados de 9% anual en los años 2006-2010, pero se irá desacelerando hasta alcanzar ritmos de 5% anual en los años 2020-2025.

Se estima que, en términos de fuentes, se estarán utilizando más intensamente el ACPM, el carbón, el gas y la electricidad, como sustitutos de la gasolina. De forma similar, irán ganando participación las mezclas tipo etanol y biocombustibles de diversos tipos (ver gráfico 2).

Un tema crucial será la ampliación de la capacidad instalada de generación eléctrica, la cual no ha tenido mayores aumentos desde el año 2002. Los proyectos que están confirmados para aumentar la capacidad de generación de energía eléctrica en los próximos años son Porce III, con una capacidad de 660 megavatios (mw), y Río Amoyá, con una de 80mw. Pero estos proyectos implicarán tan sólo un incremento de 8.7% en la capacidad instalada. Luego en el mejor de los casos Colombia estará en equilibrio de energía eléctrica en los años 2008-2014.

Pero, de otra parte, el Plan de Expansión de Referencia señala la necesidad de generar proyectos adicionales en los años 2015-2020, suponiendo crecimientos de 5% anual del PIB-real, así como disponibilidad limitada de gas e interconexiones con Ecuador y Perú, entre otros elementos. Básicamente, los escenarios muestran que el país necesitaría generar entre 1.034 y 2.294mw adicionales hacia el año 2015, implicando expansiones suplementarias entre 7.8%-16.8% respecto

Una información incorrecta proveniente de la rentabilidad potencial de dichos proyectos puede desencadenar crisis energéticas.

a la capacidad instalada. Para el año 2020, los requisitos adicionales serían unos 3.510mw, de los cuales cerca de 2.000mw corresponderían a proyectos hidroeléctricos.

Implicaciones de política económica: lecciones desde Argentina y Brasil

Los anteriores resultados confirman la necesidad de entrar a financiar múltiples proyectos energéticos en los próximos años. La señal clave que esperan los potenciales inversionistas proviene de las perspectivas que arrojan la “bolsa energética” y sus respectivos precios.

Una información incorrecta proveniente de la rentabilidad potencial de dichos proyectos puede desencadenar crisis energéticas. A mano tenemos las difíciles experiencias de Brasil (2000-2001) y Argentina (2004-2007). En este último caso la señal de crisis provino de precios del gas controlados y posteriormente de complejos esquemas de subsidios cruzados, donde cerca del 50% de la matriz energética depende del precio del gas.

La revisión histórica señala que, desde la mitad de los años ochenta, las reservas de gas se han mantenido estables en Argentina, pero la demanda ha sido creciente. Así, la duración estimada de las reservas de gas se redujo de 36 a 14 años en el período 1986-2002. Este comportamiento se explica por la baja inversión destinada a exploración. Y detrás de este fenómeno está la errada señal de congelamiento de precios a nivel del consumidor final de gas.

En el caso de Brasil, la insuficiencia de inversión en energía desencadenó los racionamientos eléctricos de 2001.

Cuadro 1. Manejo de empresas públicas descentralizadas y privatizaciones (2002-2007)

Entidad	Año	Proceso	Valor (\$ billones)	% del PIB de 2006
Sector financiero				1.4
Granahorrar	2005	Saneamiento-venta	1.0	
Megabanco	2006	Saneamiento-venta	0.8	
Granbanco-Bancafé	2006	Saneamiento-venta	2.7	
Sector real				3.5
Telecom	2006	Capitalización - socio estratégico	0.8	
Isagen	2007	Capitalización - democratización	0.6	
Ecogas	2007	Venta	3.2	
Electrificadoras	2007-2008	Saneamiento-venta	1.0	
Ecopetrol	2007-2008	Capitalización - democratización	5.6	
Total			15.7	4.9

Fuentes: Fogafín, Minhacienda y cálculos Anif.

Más aun, al ritmo al que crece la demanda por energía, se pronostican actualmente nuevas dificultades en los años 2009-2010. La importación de energía tan sólo ha sido un paliativo de corto plazo y se ha hecho evidente que Brasil requiere grandes inversiones en recursos energéticos hídricos.

Como hemos visto, tanto en el caso de Argentina como de Brasil, el resultado ha sido el de “racionamientos energéticos”, restricciones de las exportaciones de gas y un menor dinamismo industrial. Se estima que el potencial de sacrificio en materia de crecimiento podría estar entre 1%-2% anual en los próximos años por cuenta de la falta de previsión energética.

Efectos de la regulación energética

Colombia tuvo que atravesar por la crisis energética de 1992 para darse cuenta de la importancia de contar con un marco institucional que permitiera crear “señales precios” adecuadas. Así, las leyes 142 y 143 de 1994 crearon la plataforma requerida para inducir la aplicación de criterios de eficiencia, regulación y planeación al interior del sector energético colombiano.

La Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG) tiene a su cargo la delicada tarea de asegurarse de que las envolventes del costo marginal de corto plazo convergen a esquemas sostenibles y costables hacia el mediano plazo. La operación de la “bolsa energética” ha permitido que los precios de dichas subastas

vayan formando dichos precios de largo plazo de forma más o menos eficiente. En particular, cabe destacar la aplicación del “denominado cargo por confiabilidad” diseñado por el regulador para garantizar la fluidez de dicho mercado y la sustituibilidad de las diferentes fuentes energéticas.

Este cargo por confiabilidad entró a reemplazar el cargo por capacidad,

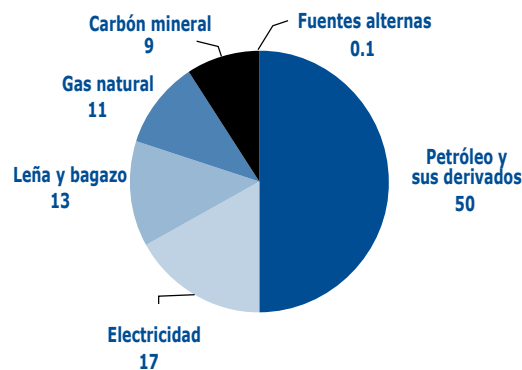
donde el primero establece la remuneración al generador por cuenta de la disponibilidad de activos que garantice la obligación de energía firme asignada mediante subasta. Este mecanismo debe ayudar a incentivar la inversión en proyectos de energía hacia el futuro.

Conclusiones

Colombia ha tenido relativo éxito al mantener un sector eléctrico que ha podido satisfacer las crecientes demandas por energía durante la última década, evitando los descabros observados en Brasil o Argentina. Sin embargo, los retos para el período 2015-2020 son grandes y de allí la importancia de asegurarnos, de una parte, de que se cuenta con el marco regulatorio adecuado para que el mecanismo de precios transmita esos potenciales faltantes hacia el futuro.

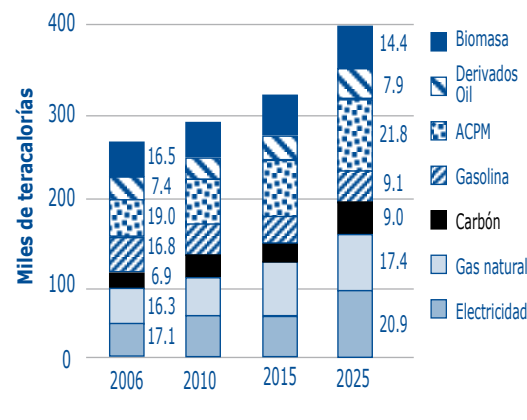
De otra parte, debemos flexibilizar el marco regulatorio (en lo relativo a la rentabilidad mínima) para poder asignar recursos financieros suficientes al fondeo de dichos proyectos de largo plazo, donde los ahorros de las AFP jugarán un papel central en los próximos años (ver *Informe Semanal* No.898 de septiembre 2007). Ya hemos visto el importante papel que han jugado las colocaciones de acciones de ISA, Isagen y Ecopetrol, dinamizando el mercado de capitales durante los años 2004-2008. Es clave lograr entonces un mejor calce entre las demandas por recursos para proyectos de inversión y la disponibilidad que hoy muestran las AFP. **ANIF**

Gráfico 1. Participación de fuentes energéticas en el consumo final (% año 2005)



Fuente: UPME.

Gráfico 2. Demanda de energía final (caso base: 2006-2025)



Fuente: UPME.

Los controles de capital: una solución de ‘segundo mejor’ *

Recientemente varios analistas locales se han unido al coro de la banca internacional que clama por dismantelar rápidamente los controles de capital adoptados a partir de mayo de 2007 por el Banco de la República (BR) y el Gobierno Nacional. El argumento más novedoso ha tenido que ver con la forma en que supuestamente dichas talanqueras a los influjos de capital explicarían el comportamiento negativo que muestra el mercado de renta variable, representado por el Índice General de la Bolsa de Colombia (IGBC), frente a sus pares internacionales. La verdad es que el comportamiento errático del IGBC tiene otras raíces (ver Comentario Económico del Día 23 de octubre de 2007).

Como veremos a continuación, Anif considera que las restricciones a los influjos de capital constituyen una “solución de segundo mejor” (subóptima). Sin embargo, un desmonte prematuro de dichas restricciones podría exacerbar llegadas adicionales de capitales especulativos de corto plazo y causar entonces daños aun más graves al sector productivo colombiano por cuenta de la marcada apreciación

cambiaria. Así, la tasa de cambio real podría inclusive desbordar los niveles de sobrevaloración que se alcanzaron en el nefasto período 1996-1997 (cerca de 88 vs. el nivel actual de 96, donde 1994=100).

Más aun, dada la frágil “economía política” sobre la que ha tenido que operar el BR en los años 2005-2007, un desmonte prematuro de dichos controles de capital induciría un regreso al peligroso expediente de “defensa de pisos cambiarios”, que tantos problemas le han generado al BR en materia de control inflacionario.

Costos y beneficios de los controles al capital. El balance de costos y beneficios de los controles al capital continúa siendo motivo de un arduo debate tanto en los círculos académicos como en materia de acciones de política económica. Este debate se ha centrado en discutir: 1) la efectividad de dichos controles a la hora de frenar el excesivo endeudamiento externo y los influjos de capital de corto plazo; y 2) sus efectos colaterales, especialmente sobre las tasas de interés de corto plazo, el costo del capital, el comercio internacional y la Inversión Extranjera Directa (IED).

A nivel teórico se afirma que la falta de movilidad de capitales reduce el potencial de comercio internacional y, por lo tanto, el bienestar de los países emergentes (Stockman y Hernández, 1988). Adicionalmente, se ha demostrado que las restricciones al capital distorsionan la respuesta de las variables macroeconómicas a choques exógenos (Edwards y Ostry, 1992). Por ejemplo, los choques de términos del intercambio tienden a magnificarse bajo la existencia de restricciones a la movilidad de capitales. Inclusive se ha mencionado que el conocido *trade-off* entre inflación-desempleo se alteraría por cuenta de una mayor volatilidad de la inflación y una menor variación del Producto (Razin y Yuen, 1995).

Sin embargo, Magud y Reinhart (2006) han señalado que un buen manejo de los controles al capital podría tener efectos macroeconómicos positivos. Por ejemplo, se cree que dichos controles apoyarían la independencia de la política monetaria, reducirían la presión sobre el tipo de cambio real

* Corresponde al *Informe Semanal* Anif No. 907 de noviembre 19 de 2007.

y hasta inducirían un cambio en la composición relativa de los flujos de capital. En todo caso debemos ser bastante escépticos sobre las posibilidades de llegar a alterar el valor absoluto del financiamiento externo por la vía de los controles.

Pero en la práctica la evidencia macroeconómica continúa siendo bastante ambigua y las conclusiones son sensibles al tipo permanencia de los controles adoptados. Parecen tener más relevancia las conclusiones de tipo microeconómico. Algunas de ellas señalan que los controles de capital tienen a: 1) incrementar las restricciones financieras a las firmas pequeñas que no tienen alternativas de financiamiento internacional; 2) reducir la disciplina del mercado financiero y del gobierno, induciendo prácticas ineficientes; y 3) distorsionar las decisiones de las firmas al tener que incorporar los costos de evasión-elusión de dichos controles (Forbes, 2005).

Para el caso de Malasia, por ejemplo, los estudios muestran que las restricciones sobre los capitales foráneos ayudaron a modificar su perfil de madurez y permitieron que dicho país sufriera menos que sus pares tras la crisis asiática (Rodrik y Kaplan, 2001). El caso chileno ha sido analizado extensivamente y en la mayoría de los estudios se ha concluido que los controles que operaron en la década del noventa ayudaron a recomponer

la estructura de plazo de los flujos, si bien sus efectos sobre el tipo de cambio fueron mucho menos evidentes (Villar y French-Davis, 2004; De Gregorio, Edwards y Valdés, 2000).

Lo anterior no quiere decir que no existieran costos. Casi todos estos estudios documentan un incremento en el costo del capital, especialmente para las firmas pequeñas y medianas, que en general no cuentan con la alternativa de financiamiento externo (Forbes, 2003).

En otras ocasiones hemos explicado la existencia de una “trinidad imposible”, definida como la dificultad para manejar independiente y simultáneamente los objetivos monetarios (control de la inflación), cambiarios (fijación del nivel de la tasa de cambio) y del mercado de capitales (libre movilidad de las inversiones-portfolio del exterior), (ver *Informe Semanal* No. 871 de marzo de 2007). Según este postulado, es evidente que la adopción de los controles de capital constituye un intento por superar dicha “trinidad imposible”.

En el fondo lo que ha estado en juego al decidir sobre su adopción/permanencia es cuánto tiempo más la autoridad monetaria está dispuesta a dejar flotar la tasa de cambio. En ocasiones, los influjos de capital de corto plazo han llegado a arrinconar a los bancos centrales, al punto de llevarlos a abandonar su flotación cam-

biaria por miedo a estar enfrentando una sobreapreciación cambiaria con graves consecuencias para el sector productivo.

Dicho de otra forma, la adopción de controles al capital de corto plazo es una forma de mantener los esquemas de flotación cambiaria, ganando control monetario, pero a cambio de una solución de “segundo mejor” que genera las distorsiones ya señaladas (incluyendo la elevación de las tasas de interés de corto plazo para ciertos segmentos), (ver cuadro 1).

La experiencia de Colombia. Tanto Colombia como Chile han tenido varios episodios de controles al capital. En el caso de Colombia, no habían pasado más de dos años de haber “liberado” el régimen de cambios (con la Ley 9ª y las resoluciones 51 y 52 de 1991), cuando en 1993 el BR introdujo el “encaje” del 47% sobre el endeudamiento externo de corto plazo (inferior a 18 meses). Dicho “encaje” se mantuvo vigente durante todo el período 1993-2000, aunque aliviando gradualmente su carga durante el “frenazo súbito” de capitales de 1998-2000.

Las principales conclusiones que se extrajeron de dicha experiencia fueron que: 1) las restricciones al endeudamiento habían permitido a las autoridades retomar el control monetario y cambiario (Villar y Rincón, 2000); y 2) ese “encaje” había inducido una recomposición del perfil de la deuda externa (Ocampo y Tovar, 2003). Nótese que ello no implica que la autoridad monetaria logre, por ninguna vía, fijar el nivel de la tasa de cambio real.

Resulta interesante constatar que, durante toda la década de los años noventa, el capital extranjero de portafolio (*off shore*) no había estado sujeto a restricciones cambiarias en su

Cuadro 1. Balance flotación cambiaria vs. controles al capital

	Pros	Contras
Flotación cambiaria	- Mecanismo de ajuste de la balanza de pagos - Control monetario - Estabilidad en tasas de interés	Volatilidad cambiaria
Controles al capital	- Ayuda a prevenir reversión cambiaria drástica (frenazos súbitos) - Controla volatilidad de los flujos de capital	- Frena los flujos de capital de corto plazo - Eleva el costo del capital para las Pymes ¿Frena la IED?

permanencia de corto plazo. Fue sólo en 2004 cuando éstas se introdujeron obligando a una permanencia mínima de un año a la inversión dirigida hacia bonos de deuda pública (TES). Dicha restricción no cobijaba entonces la renta variable (IGBC o ADR). Debido a la turbulencia internacional de abril-julio de 2006, el Gobierno Nacional levantó la restricción de estadía mínima de un año en TES (ver gráfico 1).

Pero la gran afluencia de capitales del segundo trimestre de 2007 (ver gráfico 2) llevó al gobierno a adoptar nuevamente restricciones al capital *offshore*. En esta ocasión se afectó no sólo la renta fija (TES), sino también la renta variable (IGBC-ADR) con un sistema de encajes a tasas del 40% para el período 1-6 meses.

Desde entonces se han escuchado voces de alarma sobre el daño que estas

talanqueras parecen estarle causando al mercado de capitales, particularmente a la renta variable. Pero la verdad es que la participación extranjera en este mercado ha sido mínima a nivel histórico (no más del 3.5% del monto diario transado, aun antes de las restricciones). Adicionalmente, la afectación de la renta variable apenas cobija el 3% de todo el período 1993-2007, frente al 20% en el caso de los TES y el 53% en el de la deuda externa (ver gráfico 1).

Difícilmente puede entonces argumentarse que dichas “talanqueras” dañaron un mercado casi inexistente de renta variable, aunque bien podrían discutirse sus perspectivas de desarrollo si esas restricciones fueran muy prolongadas. Anif considera que más importante que mirar esa porción del mercado, de forma aislada, debe dimensionarse el daño macroeco-

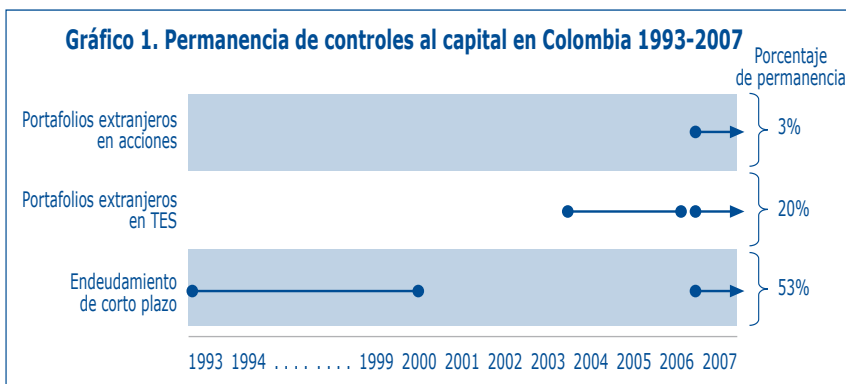
nómico que puede ocasionársele al sector productivo (buena parte del cual cotiza precisamente en el IGBC) si se llegaron a desmontar dichos controles de forma prematura.

Conclusiones. Desde comienzos de 2007, Anif había mencionado que era muy probable que el BR-gobierno tuvieran que recurrir al expediente de los controles de capital. También afirmamos y hoy sostenemos la idea de que esa política lucía superior a aquella de continuar defendiendo pisos cambiarios arbitrarios (ver *Informe Semanal* No. 871 de marzo de 2007).

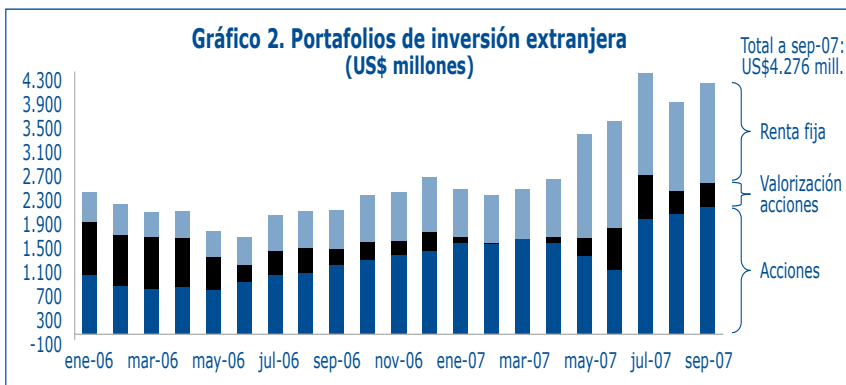
En ese entonces sugerimos que la adopción de dichos controles debería ser *temporal* y consistente con las lecciones obtenidas a nivel histórico. Ello implicaba que debía: (i) basarse en un mecanismo precio que desincentivara los flujos de capital en el margen; (ii) concentrarse en las entradas y no en las salidas de capital; y (iii) afectar los flujos de corto plazo y no los de largo plazo. Salvo por la afectación que se había hecho de los ADR (enmendada a partir de septiembre), los controles de mayo de 2007 han cumplido con el grueso de estas recomendaciones.

Resta por definir “la temporalidad” de los mismos. Anif considera que la coyuntura actual, con apreciaciones reales pronunciadas, y en momentos en que continúan los flujos de capital de corto plazo, no es propicia para proceder a levantar dichos controles de capital.

De hacerlo se tendrían dos graves problemas: 1) el sector productivo enfrentaría mayores daños por cuenta de la apreciación cambiaria; y 2) el BR se vería abocado a una “economía política” que pronto lo volvería a enredar en la defensa de pisos cambiarios arbitrarios. Esto último minaría la magullada credibilidad antiinflacionaria del BR. 



Fuente: elaboración Anif.



Fuente: cálculos Anif con base en la Superfinanciera.

Un nuevo mercado de derivados estandarizados en Colombia

Juan Pablo Córdoba, Ángela Valderrama,
Mauricio López y Diego Trujillo *

Durante los últimos años la negociación de instrumentos derivados ha experimentado un crecimiento importante y permanente en todo el mundo. Bien sea mediante negociación directa entre las partes en el mercado OTC (por su sigla en inglés que significa *over the counter*) o a través de un mercado organizado, los instrumentos derivados se han posicionado como parte fundamental del desarrollo de los mercados de capitales globales, generando alternativas de inversión, cobertura y apalancamiento a todos sus participantes.

Gracias a los derivados y su contribución en el desarrollo y crecimiento del mercado de capitales global, los sistemas financieros del mundo han ganado eficiencia en su labor de unir agentes con excedentes de ahorro y aquellos con necesidades de financiación. El desarrollo del sector financiero, a su vez, permite una mejor asignación de recursos al dirigirlos hacia las actividades más productivas. El resultado son países con altas tasas de crecimiento real sostenido y el consecuente mejoramiento de las condiciones de vida de los ciudadanos.

La Bolsa de Valores de Colombia (BVC) tiene como objetivo implantar el primer mercado de derivados estandarizados en el país. Para lograrlo, se está trabajando en el diseño del mercado, su reglamentación y la puesta en marcha de un sistema transaccional de derivados, en el cual el mercado tendrá acceso a la negociación de diversos contratos de futuros y opciones. Paralelamente se están destinando esfuerzos y recursos a la puesta en funcionamiento de una Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC), a través de la cual los participantes del nuevo mercado estandarizado de derivados liquidarán y compensarán las operaciones celebradas o registradas en el sistema transaccional.

¿Qué es un derivado, en qué tipo de mercados se negocia y para qué sirve?

Los productos derivados son activos financieros contingentes cuyo precio depende, o se deriva, del comportamiento de otro activo o variable subyacente. En términos generales, un derivado es un acuerdo

de compra o venta de un activo determinado, en una fecha futura específica y a un precio definido. Los activos subyacentes, sobre los que se crea el derivado, pueden ser acciones, títulos de renta fija, divisas, tasas de interés, índices bursátiles y materias primas, entre otros.

El mundo de los derivados se clasifica en dos categorías, según el tipo de mercado en que se negocien los instrumentos: derivados no estandarizados o transados en el mercado mostrador (OTC) y derivados estandarizados.

Los derivados no estandarizados, u OTC, se caracterizan por ser contratos bilaterales, en donde las condiciones de la transacción se especifican completamente y exclusivamente entre las partes. Su principal ventaja es que el contrato puede ser diseñado a la medida de las necesidades del inversionista. Su desventaja es que, por el mismo hecho de ser contratos bilaterales, no siempre es fácil encontrar una contraparte dispuesta a realizar el negocio. Además de la

* Presidente y funcionarios de la Bolsa de Valores de Colombia, respectivamente.

iliquidez, los derivados OTC implican asumir el riesgo de contraparte, es decir, el riesgo de que alguno de los dos inversionistas que suscriben el contrato entre en dificultades financieras y sea incapaz de cumplir con sus obligaciones. Los derivados OTC más comunes son *forwards*, *swaps* y opciones.

Los derivados estandarizados, en cambio, se negocian a través de mercados organizados como son las bolsas, y bajo condiciones previamente establecidas. De esa forma, el tipo

de alta liquidez y profundidad de los mercados, y la eliminación del riesgo de contraparte superan ampliamente las desventajas.

Los dos tipos básicos de derivados estandarizados son futuros y opciones. Un futuro es una obligación de comprar o vender cierto activo subyacente, en una fecha futura previamente especificada por la bolsa, y a un precio fijado el día de la negociación. Por su parte, cuando se negocia una opción se transa el derecho, más no la obligación, a comprar o vender cierto subyacente en una fecha futura y a un precio acordado el día de la negociación.

Existen tres tipos de inversionistas que participan en un mercado de derivados: especuladores, administradores de riesgo y agentes que arbitran los mercados. Un entendimiento de los objetivos que persigue cada uno permite aclarar, de manera general, para qué sirven los

derivados.

Los especuladores utilizan los derivados para realizar apuestas de mercado sobre distintos activos. Así, por ejemplo, un inversionista que cree que el precio de una acción va a subir decide comprar un futuro sobre esa acción. Si sus expectativas se cumplen, realizará una ganancia. En caso contrario, sufrirá una pérdida. Sin embargo, frente a realizar la transacción en el mercado de contado, hacerlo en el mercado futuro permite aprovechar varios beneficios como son una mayor liquidez que le permite cerrar y abrir posiciones rápida y eficientemente, menores costos transaccionales y un mayor grado de apalancamiento (en vez de desembolsar el valor completo de las acciones que se van a comprar, se desembolsa únicamente una fracción de este valor, equivalente a la garantía que se requiera).

Los administradores de riesgo, por su parte, buscan disminuir o incluso eliminar riesgos a los que están expuestos por distintos motivos. Así, por ejemplo, un productor de petróleo está permanentemente expuesto al riesgo de que el precio del petróleo, su fuente de ingreso, pierda valor en el futuro. Para cubrirse ante este riesgo, el productor puede vender un contrato de futuros sobre petróleo, garantizando de esa forma un precio de venta en una fecha futura y, por lo tanto, eliminando el riesgo indeseado.

Por último, los arbitrajeros son inversionistas que buscan oportunidades para entrar simultáneamente en dos o más mercados, para aprovechar inconsistencias de precios y generar una utilidad sin asumir ningún tipo de riesgo. En particular, si los precios de una acción en el mercado de contado y en el de futuros, por ejemplo, no se encuentran alineados con respecto a su valor justo, el arbitrajero puede entrar en ambos mercados y realizar las transacciones necesarias para realizar la ganancia. La gran ventaja de la existencia de esta clase de inversionistas es que sus acciones corrigen ineficiencias del mercado, acercando los activos a sus valores justos y profundizando el desarrollo del mercado.

El mercado global de derivados

El mundo ha experimentado una explosión en la negociación de instrumentos derivados en las últimas décadas. Como se evidencia en los gráficos 1 y 2, el número de contratos negociados a través de mercados organizados ha crecido de manera constante, independientemente del subyacente (acciones, tasas de interés, monedas y *commodities*) y del tipo de derivado (opciones y futuros).

Las economías emergentes no han sido ajenas al éxito de los mercados de derivados estandarizados. México, Brasil, India y China se consolidan

En los derivados estandarizados, el riesgo de contraparte es inexistente debido a que la cámara de compensación se interpone entre los inversionistas que realicen una negociación.

de producto, las especificaciones del subyacente y la fecha de vencimiento de cada contrato es determinado por la bolsa donde se transe el derivado. Así, el precio es la única variable que debe ser determinada por el mercado.

En los derivados estandarizados, el riesgo de contraparte es inexistente debido a que la cámara de compensación (CRCC en Colombia) se interpone entre los inversionistas que realicen una negociación, asegurando el cumplimiento de las condiciones del contrato para ambas partes mediante una adecuada administración de riesgos, el uso de garantías y en última instancia, su propio capital. La principal desventaja de los derivados estandarizados es que, debido a la estandarización, es más difícil ajustar el producto a las necesidades específicas de cada inversionista. Sin embargo, los beneficios en términos

dentro de los diez mercados de futuros más importantes del mundo, al lado de CME y CBOT que se encuentran en Chicago, y Eurex y Euronext en Europa.

Por otro lado, Corea, Brasil y México se aseguran un lugar dentro de los diez mercados de opciones más importantes del planeta.

El rápido crecimiento en volumen de negociación de derivados estandarizados a lo largo del mundo también ha estado acompañado por un crecimiento en la diversificación de productos. Durante las décadas del ochenta y el noventa las principales bolsas de derivados del mundo comenzaron a producir decenas de nuevos productos de acuerdo con las necesidades del mercado.

De esta forma, se crearon derivados sobre instrumentos de diferentes mercados financieros, derivados sobre *commodities* y sobre otras variables tan innovadoras como el clima y la cantidad de lluvia anual en ciertas zonas geográficas. Dentro del conjunto de derivados financieros se crearon productos sobre tasas de interés (ej. Libor en US\$ y tasa repo Fed), deuda gubernamental (ej. notas y bonos del Tesoro norteamericano), acciones, índices accionarios y tasas de cambio, entre otros. Así mismo, para el caso de *commodities*, la gama de productos también es amplia e incluye derivados sobre productos agrícolas (maíz, azúcar, soya, naranjas, cerdo y carne de res, entre otros) y energía (petróleo, gasolina, gas y electricidad).

Durante la última década, los derivados de crédito son otro ejemplo de innovación. A través de éstos se consigue comprar y vender protección contra eventos de riesgo crediticio (incumplimientos de deuda).

La innovación en los mercados de derivados ha trascendido

los productos tradicionales como son los futuros y las opciones en su forma estándar. Los *swaptions* son un ejemplo de esta clase de derivados. Como su nombre lo indica, se trata de una opción para entrar en alguna de las dos posiciones de un *swap* en una fecha futura y bajo una tasa *swap* determinada el día de la negociación. Así mismo, aunque se trate esta vez de derivados no estandarizados y no transados en bolsa, los derivados exóticos son otra clase de productos que no siguen los estándares de los derivados tradicionales en la medida en que incorporan un mayor número de variables y contingencias. La opción

de intercambiar un activo por otro es un ejemplo de este tipo de derivados. Opciones en donde el precio de ejercicio no es constante y depende de otra variable es otro ejemplo.

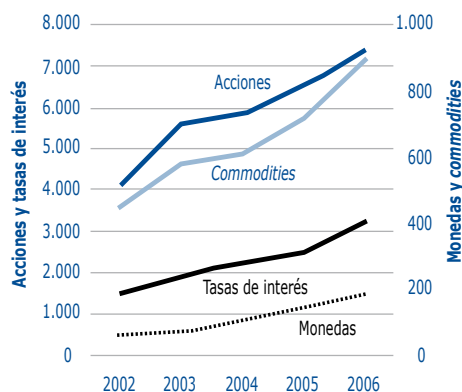
Como es posible constatar con esta descripción, la innovación de productos derivados es un mundo gigante cuyo único límite se encuentra en la imaginación de quien diseña los productos y en las necesidades del mercado.

El mercado de capitales nacional y la importancia de desarrollar un mercado de derivados estandarizados en Colombia

Las últimas décadas han presenciado la expansión del mercado de valores local colombiano. Entre otros, la creación de la Bolsa de Valores de Colombia en 2001 y la expedición de la Ley del Mercado de Valores en 2005 han propiciado un ambiente adecuado para que más participantes lleguen al mercado a invertir sus excedentes de liquidez o a buscar fuentes de financiamiento alternativas. Actualmente, la negociación de TES y dólares ha alcanzado niveles de liquidez importantes y el mercado de acciones cada vez cobra mayor protagonismo. Desde el año 2005, cuando el índice general de la BVC fue el de mayor crecimiento mundial, son más las empresas que consideran la financiación a través de la emisión de acciones como una nueva alternativa. En resumen, el mercado de valores local ha alcanzado cierta madurez que se ha visto materializada en más participantes y un mayor dinamismo en la negociación.

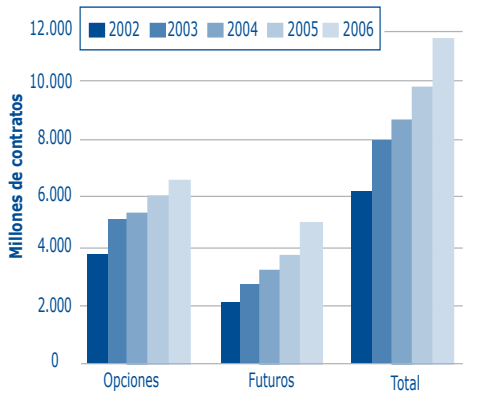
Históricamente, en las economías emergentes los mercados de valores se han expandido rápidamente cuando los inversionistas perciben un buen potencial de crecimiento y de altos rendimientos, en un escenario de reformas políticas y legales a favor de la

Gráfico 1. Contratos por subyacente (millones de contratos)



Fuente: WFE.

Gráfico 2. Crecimiento en volumen negociado Mercados organizados



Fuente: WFE.

inversión, acompañadas de un buen desempeño económico. Sin embargo, es común que nuevas oportunidades de negociación y de inversión traigan consigo riesgos provenientes de la inestabilidad inherente a las variables económicas y financieras que afectan los precios de los activos financieros. Conforme esta dinámica se mantiene, se crean ciertas necesidades que no pueden ser satisfechas por los activos tradicionales que se negocian en el mercado de contado. Algunos ejemplos de éstas son: acceso a cobertura de riesgo, mayor apalancamiento, menores costos transaccionales, mayor liquidez y precisión en la exposición a riesgos determinados, necesidades todas satisfechas por los derivados.

En los últimos años se ha incentivado el desarrollo de un mercado de derivados OTC liderado por las más fuertes e importantes instituciones financieras del país. Dentro de este mercado se destaca la negociación de *forwards* de divisas, y *swaps* de monedas y tasas de interés. A pesar de esta coyuntura, el mercado de derivados se revela incipiente y poco profundo. Las entidades ofrecen pocas alternativas a sus clientes, muchas veces a altos costos, debido a aspectos como dificultades para realizar su propia cobertura y al cupo de las líneas de crédito utilizado al asumir el riesgo de contraparte. A lo anterior se suma la existencia de una regulación que en ciertos aspectos clave limita la expansión de este nuevo mercado.

Al no existir instrumentos líquidos para la administración de riesgos, los inversionistas se han acostumbrado a operar en condiciones de volatilidad e incertidumbre. Esta situación ha impedido que los agentes actúen de forma adecuada en momentos de crisis y que el mercado de capitales se profundice y se desarrolle. Prueba de ello es la recordada crisis de

los TES de finales de 2002 y la carencia permanente de cobertura que todavía existe para las posiciones en este activo, exposición superior a \$51 billones para los inversionistas institucionales.

¿Cuáles son los beneficios para Colombia de implementar el mercado de derivados estandarizados?

El mercado de derivados estandarizados y la CRCC completarán el mercado de capitales colombiano y catalizarán su crecimiento y desarrollo. Los derivados permitirán aumentar la eficiencia en la administración de

portafolios y apoyarán el desarrollo de mercados eficientes al posibilitar el arbitraje y la formación de precios justos.

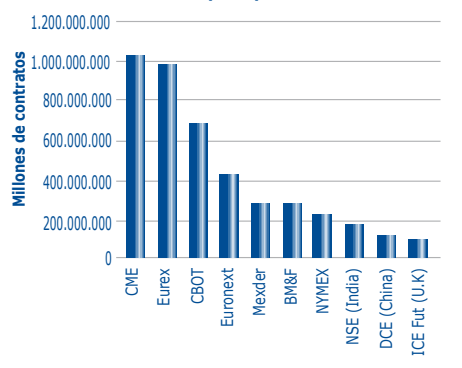
La administración de portafolios se profesionalizará pues los administradores podrán exponerse, cubrir y transferir riesgos específicos de forma fácil y con costos moderados, y podrán implementar el uso de estrategias de administración activa.

En esta administración, una de las funcionalidades más útiles de los derivados es la descomposición de los diferentes riesgos implícitos en un activo financiero. Cuando se compra un activo en el mercado de contado, el inversionista queda expuesto a todos los riesgos implícitos en éste. Así por ejemplo, quien compra un bono corporativo se está exponiendo a un riesgo de mercado que depende de la estructura a término de tasas de interés, a un riesgo de crédito asociado a la capacidad de pago del emisor del título, y a un riesgo de liquidez proveniente de las condiciones del mercado secundario del título, entre otros.

En cambio, con el derivado se puede asumir únicamente el riesgo específico deseado por el inversionista, por ejemplo, el riesgo crediticio. El resultado de esta separación de riesgos es una asignación eficiente de éstos según las preferencias y tolerancias.

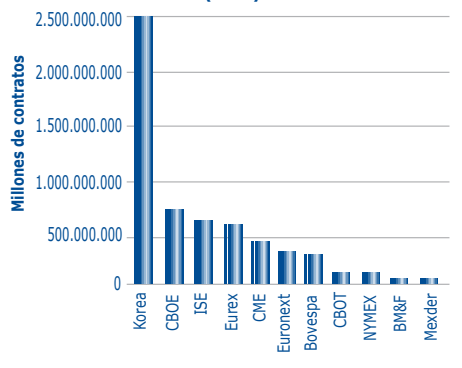
También en el contexto de administración de portafolios, el uso de derivados permite construir posiciones en activos sintéticos (exponerse a los riesgos inherentes de un activo sin comprarlo) o alterar la composición del portafolio sin transar en el mercado de contado e incurrir en mayores costos. Si por ejemplo, el gestor de un portafolio de renta variable decide, sólo por un lapso determinado de tiempo y por condiciones de mercado, tener sus recursos invertidos en el mercado de renta fija, éste tendría que vender sus

**Gráfico 3. Posicionamiento de mercados emergentes
10 mercados de futuros más importantes
(2006)**



Fuente: FIA.

**Gráfico 4. Posicionamiento de mercados emergentes
10 mercados de opciones más importantes
(2006)**



Fuente: FIA.

acciones, invertir en renta fija y luego reversar estas operaciones. La misma estrategia con derivados, sin vender sus activos, consiste en vender futuros sobre acciones o sobre índices accionarios y comprar futuros sobre instrumentos de deuda a corto plazo.

Las ventajas expuestas le otorgan un alto grado de flexibilidad a los inversionistas institucionales colombianos. Al aprovechar esa flexibilidad, ellos conseguirán diseñar estrategias hechas a la medida de su política de inversión, alcanzando los objetivos de rentabilidad exigidos, pero respetando los límites de tolerancia al riesgo y las demás restricciones existentes. Esto a su vez repercutirá de forma directa en la generación de mejores pensiones que potencian mejor calidad de vida para los colombianos.

El mercado de derivados estandarizados también apoyará a empresas de sectores no financieros, como el sector real y público, en su administración de riesgo. Si bien estas empresas pueden utilizar los derivados estandarizados, igualmente pueden continuar con las coberturas ofrecidas por el sector financiero, las cuales son hechas a la medida de sus necesidades, pero contarán con mayor oferta, diversidad de productos y reducción de costos.

Es innegable que la intuición lleva a pensar que los derivados podrían profundizar situaciones de crisis en los mercados, pues no son sólo herramientas de cobertura sino también mecanismos de exposición a riesgos con un alto nivel de apalancamiento. Sin embargo, bajo un marco regulatorio adecuado y una profesionalización de los inversionistas, los derivados contribuyen a la estabilidad económica, e indirectamente al desarrollo del país.

Estructura del mercado y productos

El proyecto de estructuración, desarrollo e implementación de un mercado de derivados estandarizados

en Colombia está siendo liderado por la BVC. Los agentes de mercado, futuros usuarios de los derivados, han acompañado permanentemente este proyecto y se encuentran en el proceso de alistamiento al interior de sus entidades. De la misma forma, se ha contado con el apoyo de las respectivas entidades de gobierno y control.

La estructura del mercado comprende de dos frentes. Las responsabilidades relativas a la negociación, que incluyen la reglamentación y organización del mercado, el montaje de la infraestructura y la plataforma transaccional, la inscripción de contratos, el permanente seguimiento al desempeño del mercado y la generación de precios son funciones todas a cargo de la Bolsa de Valores de Colombia. Por su parte, el segundo frente está a cargo de la CRCC y comprende la administración de los riesgos inherentes a las operaciones de derivados, y la compensación y liquidación de éstas.

La CRCC es una sociedad independiente de objeto específico, creada en el año 2007 con la participación de diferentes agentes del mercado financiero. Cuenta con una estructura de membresía que le permite realizar una adecuada administración del riesgo y favorece la especialización del mercado. Para el caso del mercado estandarizado de derivados, la CRCC actúa como contraparte de las operaciones, asegura que el riesgo crediticio sea nulo para los agentes y administra de forma eficiente las posiciones.

A sus miembros liquidadores, la CRCC les ofrece, en adición a la propia gestión de sus posiciones, la liquidación como una nueva oportunidad de negocio. La compensación y liquidación de operaciones de derivados de sus clientes y la administración de garantías exigen a estos miembros orientar esfuerzos hacia las áreas de riesgo y operaciones. Los miembros negociadores no liquidadores, por su parte, actuando tanto en posición propia como de terceros, pueden posicio-

narse como excelentes ejecutores. El mercado de derivados estandarizados cuenta con una funcionalidad conocida como *give-up* de operaciones, según la cual los clientes pueden, si así lo desean, negociar a través de entidades distintas a aquellas con las que compensan y liquidan frente a la Cámara de Riesgo Central de Contraparte. De esta forma, las funciones de negociación y de liquidación, aunque complementarias, se establecen como líneas de negocio independientes.

Inicialmente, a partir de mediados del año 2008 la BVC pondrá a disposición de los agentes futuros y opciones sobre distintos subyacentes como son: TES, tasa de cambio peso-dólar, índice accionario, acciones y tasas de interés del mercado monetario. Otros productos como futuros sobre energía y otros *commodities* podrán ser ofrecidos más adelante.

Los retos inmediatos para la culminación del proyecto comprenden, entre otros, programas de capacitación, alistamiento del mercado, y generación de regulación prudencial, tributaria y de contabilización de operaciones con productos derivados.

La creación de este nuevo mercado demanda que cada una de las entidades participantes se prepare y organice, en su interior, su estrategia y estructura de negocio. La invitación es entonces a continuar con el trabajo que se ha venido realizando para lograr un comienzo exitoso de este mercado. La participación y el compromiso de todos y cada uno son imprescindibles.

Una vez alcanzadas todas las metas planteadas por la BVC y demás actores del mercado, se logrará satisfacer una necesidad sentida, señalada además por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Corporación Financiera Internacional (IFC), y se alcanzará el sueño de establecer un mercado profundo y robusto de derivados para continuar con la profundización del mercado de capitales de nuestro país. 

Desafíos de política económica en 2008

El año 2007 trajo noticias positivas en materia de crecimiento, mayor inversión productiva, disminución del desempleo y buen desempeño fiscal para el Gobierno Central (GC); pero también noticias negativas en el frente externo, agravamiento de la apreciación cambiaria e incumplimiento de la meta de inflación.

A pesar de la turbulencia internacional por cuenta de las crisis subprime en Estados Unidos, Anif estima que el crecimiento de Colombia durante el año 2007 estará en el rango 6.5%-7%, no muy distante del 6.8% observado en el año 2006. De hecho, el registro de un crecimiento de 6.6% anual durante el tercer trimestre de 2007, recientemente divulgado por el Dane, prácticamente asegura un sesgo hacia el 7% de crecimiento durante 2007. De esta manera, el crecimiento promedio estará consolidando un 5.5% anual durante el quinquenio 2003-2007.

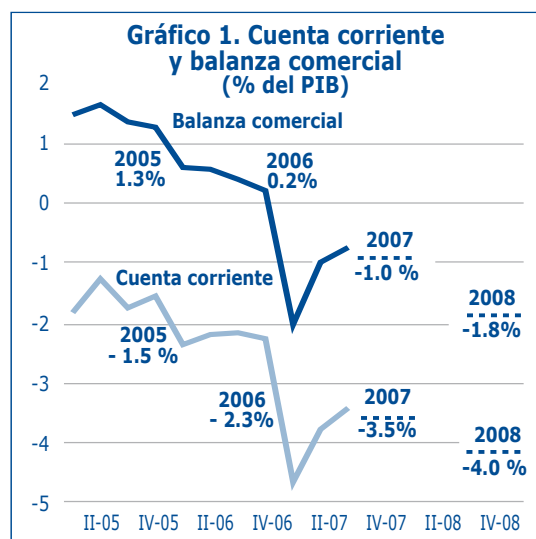
Tal vez el tema más azaroso de la política económica durante 2007 fue el del control monetario y el rebrote inflacionario. A principios de este año 2008 se conoció que, en efecto, el Banco de la República (BR)

había perdido la meta de inflación de 3.5%-4.5% que se había trazado para el año 2007. Ese “descache” fue por un margen considerable, pues la inflación total cerró en 5.7% y la inflación sin alimentos en 4.4%, conteniendo esta última al borde del límite superior de dicho rango. Ese desborde de 1.7 puntos porcentuales, equivalente a un “error” de 42% respecto a 4%, se debió en buena medida a la inflación causada por el rubro de alimentos, donde convergieron problemas de oferta (fenómeno del Niño) y una anormal demanda por alimentos desde Venezuela.

El propósito de esta nota es complementar nuestro balance de 2007 (ver Informe Semanal No. 911 de diciembre de 2007) con una evaluación de los riesgos que percibimos para el año 2008. Como veremos, los mayores riesgos provienen, en su orden, de: 1) los desequilibrios externos y cambiarios, 2) el faltante fiscal estructural, 3) la desaceleración económica, 4) la falta de tratados de libre comercio (TLC), y 5) los riesgos inflacionarios.

1. Desequilibrios externos.

Anif considera que el mayor factor de perturbación económica durante el año 2008 provendrá de los desequilibrios que vienen mostrando las cuentas externas. Por ejemplo, el déficit comercial de Colombia se ha ido ampliando de forma inusitada, alcanzando faltantes de US\$912 millones al corte de septiembre de 2007 (0.72% del PIB) frente al superávit comercial de US\$1.346 millones en 2004 (1.4% del PIB). Esto ocurre en momentos en que Colombia no sólo ha venido disfrutando de términos de intercambio muy favorables, sino de altas expansiones comerciales con Venezuela (crecimiento de 76% en dólares a septiembre de 2007).



Fuente: cálculos Anif con base en Banco de la República.

Anif estima que la crisis hipotecaria en Estados Unidos y la recarga marginalmente creciente del comercio de Venezuela con Mercosur (ahora con plena membresía) agravarán nuestros problemas externos durante 2008. En particular, Anif proyecta un déficit comercial de US\$3.100 millones (1.8% del PIB) y un déficit en la cuenta corriente de US\$6.800 millones (4% del PIB) en 2008 (ver gráfico 1).

Si dicha crisis ocurre en un ambiente de “separación” global (*decoupling*), donde los países emergentes mantienen crecimientos de 5% anual, ese déficit externo de Colombia podría financiarse sin mayores traumatismos. En tal caso, Anif proyecta una Inversión Extranjera Directa (IED) neta del orden de los US\$7.400 millones en 2008 (4.2% del PIB) donde las privatizaciones y capitalizaciones del sector energético continuarán jugando un papel estelar. Esto alcanzaría para cubrir dicho déficit en cuenta corriente, aun en presencia de salidas netas de capital de portafolio y reducidos niveles de préstamo neto (desembolsos menos amortizaciones).

Si la tasa de cambio (flotante) logra capturar estas necesidades de mayor devaluación real, sería posible continuar relajando los controles de capital y hasta desmontarlos totalmente durante el segundo semestre de 2008. Anif estima que el “desalineamiento” de la tasa de cambio real respecto de su valor de equilibrio dinámico (suponiendo una Colombia importadora de petróleo en el año 2012) es del orden de 10%-15%. En un escenario de corrección gradual y ordenada (sin mayores problemas con Venezuela) esperamos una devaluación nominal de 5% anual (promedio año) en 2008, pero

en escenarios de mayor turbulencia ésta podría elevarse a 10%.

2. *Riesgos de deterioro fiscal.* El recaudo tributario del GC representó un 17% del PIB durante 2007, gracias a una eficiente gestión y al impulso dado por un PIB-real creciendo a ritmos de 7% anual. Adicionalmente, los magníficos precios del petróleo le permitieron a Ecopetrol incrementar sus aportes al GC casi en 60% (alcanzando los \$3.2 billones en 2007). Se estima entonces que el incremento

Cuadro 1. Panorama fiscal estructural (2008-2010)

Transferencias (SGP + otras)	7.0%
Pensiones	4.6%
Seguridad y defensa	5.0%
Gastos de personal y generales	1.7%
Intereses de la deuda	4.0%
Total gastos	22.3%
Ingresos tributarios	17.0%
Recursos de capital (sin FAEP)	1.3%
Total ingresos	18.3%
Déficit estructural	4.0%
Superávit primario (descontando intereses)	0.0%

Fuente: elaboración Anif.

de los ingresos del GC fue de 15% en 2007, cifra que superaría el incremento de 10% que se espera en el rubro de gastos totales. Gracias a ello, el déficit fiscal del GC se habría reducido a un 3.7% del PIB y estaría arrojando, por primera vez en décadas, un superávit primario cercano al 1% del PIB al cierre de 2007.

Pero los riesgos fiscales se harán más notorios durante el año 2008, a medida que van estallando “gastos contingentes”, incluyendo fallos judiciales en contra de la Nación. En efecto, los gastos en seguridad y

defensa amenazan con desbordar el 5% del PIB, incluyendo el desvanecimiento de los apoyos externos al Plan Colombia. Adicionalmente, la reforma a las transferencias territoriales dejó comprometidas partidas por el 5.1% del PIB (incluyendo SGP + Fonpet). Más aun, éstas (en realidad) ascienden al 7% del PIB una vez se incluyen los pagos de regalías, universidades y otros apoyos del GC.

Si a ello le sumamos los gastos de funcionamiento (1.7% del PIB) y los intereses de la deuda (4% del PIB), concluimos que se tiene un gasto total del 22% del PIB, con un elevado grado de inflexibilidad a la baja. Al cotejar estos gastos con ingresos totales del orden del 18% del PIB (= 17% tributarios y 1.3% de capital, excluyendo FAEP), se hace evidente que el GC está “sentado” sobre un déficit estructural del 4% del PIB (ver cuadro 1). La situación se hará más tensa a medida que van aflorando los alivios tributarios de la Ley 1122 de 2006, que costarán cerca del 1% del PIB en 2008.

3. *La desaceleración económica.* El crecimiento económico se ha venido desacelerando al pasar de ritmos superiores a 8% a principios de 2007 a ritmos de 6.6% en el tercer trimestre y seguramente a cifras de 5% en el último trimestre de 2007. Sin embargo, el registro para el total del año estará cerca de 7%, como ya lo explicamos.

Pero nuestro monitoreo del Anif-Leading-Index (ALI) nos muestra una desaceleración gradual de cara a 2008. Por ejemplo, casi todos sus indicadores de sector real muestran deterioro al cierre de 2007 y, dadas las acciones del BR (necesarias para atajar la inflación), pronto los indicadores monetarios

también se enfilarán en esa misma dirección.

El reto de la política económica es entonces encaminar la economía hacia un aterrizaje suave en 2008. Ello requiere reforzar la coordinación macroeconómica entre el GC y el BR, de tal manera que se apliquen políticas de mayor ahorro público que eviten agravar la brecha externa.

4. Retrasos en libre comercio.

Ningún analista (y mucho menos el gobierno) imaginó dos años atrás que Colombia arrancaría el año 2008 sin que se hubiera ratificado el TLC con Estados Unidos. Adelante se nos han ido Chile, Centroamérica y ahora Perú con TLC que les permitirán afianzar sus exportaciones a escala global. La alternativa de acelerar las negociaciones comerciales con la Unión Europea luce compleja, dada la crisis de la propia CAN (ver Informe Semanal No. 906 de noviembre de 2007). El TLC con Canadá, en su cuarta ronda, ha empezado a “contagiarse” del rechazo sufrido a manos de Estados Unidos debido a problemas con el cumplimiento de los “derechos humanos-laborales”.

5. El rebrote inflacionario. El rebrote inflacionario observado en 2007 ha minado seriamente la credibilidad del BR. De allí que el Emisor hubiera recurrido a incrementar a 9.5% (otros 25 puntos básicos) su tasa repo-central en noviembre de 2007, con el fin de asegurar el cumplimiento de su meta-rango de 3.5%-4.5% en 2008 (igual a la fijada para el año 2007), (ver gráfico 2).

Es preciso continuar monitoreando, de una parte, el efecto de la demanda de alimentos que ejerce

Venezuela y, de otra, las presiones de demanda agregada sobre la inflación subyacente. Si bien la demanda agregada ha moderado su expansión de ritmos de 10% a 8% recientemente, tanto la brecha del Producto como los niveles actuales de desempleo (9%-10%, en el piso de la llamada Nairu) nos indican que las condiciones de transmisión de las presiones inflacionarias serán más complicadas en 2008.

De allí la importancia de que el BR afine su lectura de las condiciones monetarias (incluyendo el

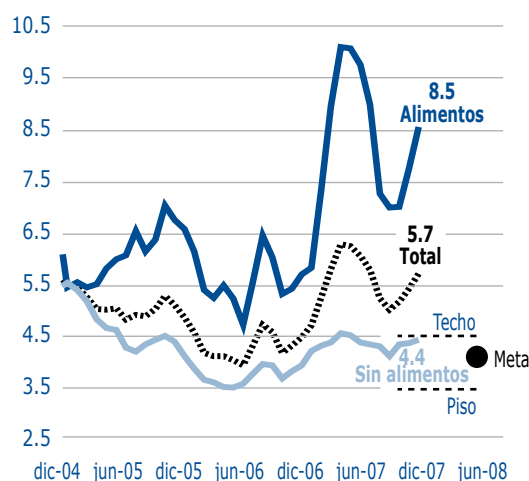
sabe que su reputación continúa en juego y por ello será clave no distraerse este año con metas duales cambiarias-monetarias después de la negativa experiencia sufrida recientemente.

Conclusión. En síntesis, el año 2008 estará signado por un “aterrizaje suave” en lo referente a la dinámica del sector real y al control de una sobreexpansión crediticia como la que se venía perfilando en 2006-2007. Los riesgos que hemos detallado en materia de desbalances externos y fiscales son de “categoría alta” y requieren atención inmediata. Los riesgos referidos a la falta de TLC y al rebrote inflacionario son de “categoría media”, pero ello no implica que sean despreciables.

El crecimiento económico seguramente bajará a niveles de 5.5% anual y, en nuestro escenario base, la inflación terminaría el año dentro del rango-meta (4.25%-4.5%). Así, el BR tendría oportunidad para relajar su política monetaria en la segunda parte del año: 1) desmonte del encaje marginal y a continuación del medio, 2) rebajas hasta de unos 100 puntos básicos en la tasa repo-central, y 3) desmonte de los controles de capital.

Ahora bien, ello sólo sería posible en un ambiente sin mayores perturbaciones externas. Pero si el comercio con Venezuela se viera afectado, buena parte de este cronograma de relajamiento de la política monetaria-cambiaría debería postergarse. Claramente 2008 no será un año fácil de pilotear, pero Anif confía en que la solidez ganada en 2003-2007 le permitirá a las autoridades salir airoso frente a dichas turbulencias externas, si se actúa oportunamente. **ANIF**

Gráfico 2. Precios al consumidor (inflación anual a diciembre de 2007, %)



Fuentes: Dane y cálculos Anif.

seguimiento al dinero) y las condiciones crediticias (seguimiento a los “semáforos” de los activos financieros). Finalmente, el BR deberá estar preparado para un posible desanclaje cambiario y, por lo tanto, una aceleración de la inflación de bienes transables (ver sección 1).

Los pronósticos de Anif (así como los del BR) indican que, hoy por hoy, la inflación a doce meses vista estaría bordeando el rango superior de su meta (4.25%-4.5%). El BR bien

Profundizando el mercado de capitales: los *Exchange Traded Funds (ETF)* *



¿Qué son y cómo funcionan los ETF?

Los *Exchange Traded Funds (ETF)* son un tipo de fondo de inversión que replica un índice (o parte de éste) y que se transa en las bolsas de valores. Estos fondos siguen diversos tipos de índices accionarios, de renta fija, e incluso en los mercados más desarrollados han aparecido algunos que replican monedas y *commodities*.

Los ETF tienen ciertas características que los diferencian de los fondos de inversión tradicionales. En primer lugar, la creación de un ETF no implica la entrega de dinero a un administrador para que éste compre títulos en el mercado y emita unidades. La vía más común para crear un ETF consiste en que un gestor o *sponsor* acude a un inversionista autorizado (pueden ser la misma persona) para crear y redimir unidades del fondo.

El inversionista autorizado, a su vez, acude a un inversionista institucional (comúnmente fondos de

pensiones) para que éste intercambie cestas de sus títulos (que permitan replicar el índice objetivo). A cambio de ello, se “crean unidades” del fondo, mientras que dichos títulos permanecen en un banco custodio, que es el encargado de emitir dichas unidades. La creación de un ETF supone agentes que provean liquidez y soporte a dicho fondo.

Los inversionistas pueden redimir sus unidades en el mercado secundario (vendiéndolas en bolsa). También tienen la opción de acumular suficientes unidades para completar una unidad de creación e intercambiarla por sus títulos subyacentes. Esta última opción evita que el valor por unidad del ETF se aleje del índice de referencia debido a las posibilidades de arbitraje.

Los ETF presentan ciertas ganancias en eficiencia frente a los fondos tradicionales. La primera de ellas es la posibilidad de negociar durante el día las unidades según el comportamiento del índice, sin tener que esperar el valor (completo) de la unidad al cierre del día. De

la misma manera, un ETF reduce los costos de administración en la medida en que no requiere gestionar activamente dicho fondo. De otro lado, los ETF permiten el uso de operaciones comunes a cualquier activo, tales como ventas en corto, órdenes limitadas, entre otras. Además, los ETF más líquidos permiten realizar derivados.

En el caso colombiano, el Decreto 2175 de 2007 (sobre carteras colectivas) habilitó la creación de ETF en el país. Sin embargo, aún no se ha habilitado el intercambio de “unidades de creación” del administrador por títulos subyacentes de un inversionista institucional. Simplemente se estableció que,

* Corresponde al *Informe de Enfoque Mercado de Capitales Deceval* - Anif No. 18 de octubre 8 de 2007.

Anif agradece el apoyo técnico recibido de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), en particular de la doctora María J. Ramírez, lo cual nos facilitó poder realizar este análisis.

para invertir en un ETF, se deben entregar al administrador títulos que equivalgan a una unidad de creación definida en el reglamento del fondo.

La experiencia internacional

En años recientes el mercado de ETF ha tomado gran vigor, logrando una expansión estelar en países como Inglaterra, Alemania, España, Japón, Canadá, Australia y Estados Unidos. Estos fondos siguen de cerca algunos de los índices bursátiles más reconocidos, tales como el S&P500, el Nasdaq 100 y el Ibex. Los esquemas más novedosos incluyen índices de referencia de economías emergentes (como el *iSHARES MSCI Emerging Markets Index*) y de *commodities* como el petróleo, el oro y la plata.

La experiencia estadounidense

El desarrollo más notable de los ETF se ha presentado en Estados Unidos, donde existían cerca de 360 ETF con activos cercanos a los US\$422 mil millones al finalizar el año 2006 (ver gráfico 1). Actualmente, el número de fondos supera los 550 y se proyecta un total de 700 al finalizar 2007. El volumen transado por los cuatro ETF más importantes alcanza unos US\$ 622 millones (ver gráfico 2). La dinámica mostrada por los ETF deja claro que éste es un mercado en etapa de expansión acelerada.

De la misma manera, el mercado estadounidense cuenta por lo menos con treinta clasificaciones diferentes de ETF. Éstos incluyen índices de deuda

pública de corto y largo plazo, índices accionarios de capitalización (grande, pequeña y mediana) e índices de compañías de recursos naturales y de servicios públicos.

La experiencia de América Latina

A pesar de que existen algunos ETF que siguen de cerca los índices bursátiles latinoamericanos (como el *S&P/Citigroup BMI Latin American Index*), las cifras en la región

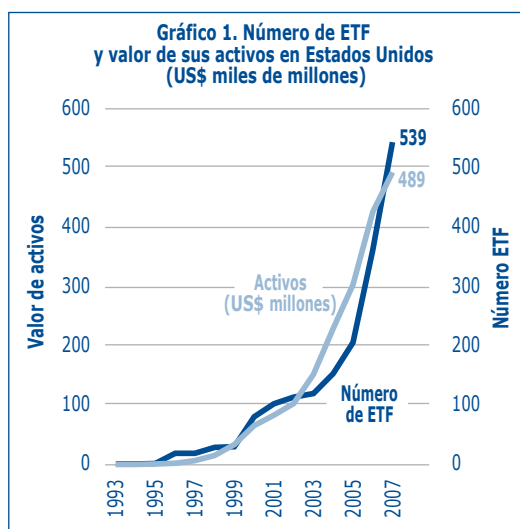
todavía son modestas. Sólo Brasil y México vienen incursionando en estos mercados.

En el caso de Brasil, se tiene el PIBB. Este ETF, que recién cumplió tres años de historia, sigue un índice calculado por la propia bolsa brasilera que contiene los cincuenta valores más transados, según volumen y capitalización. En el caso de México, se trata del NAFTRAC, el cual replica el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de la Bolsa de México. Desde su creación, en 2002, este fondo ha logrado incrementar su volumen diario transado de US\$2 millones a US\$37 millones en 2007, adicionando hoy la existencia de instrumentos derivados (futuros y opciones) sobre el propio ETF.

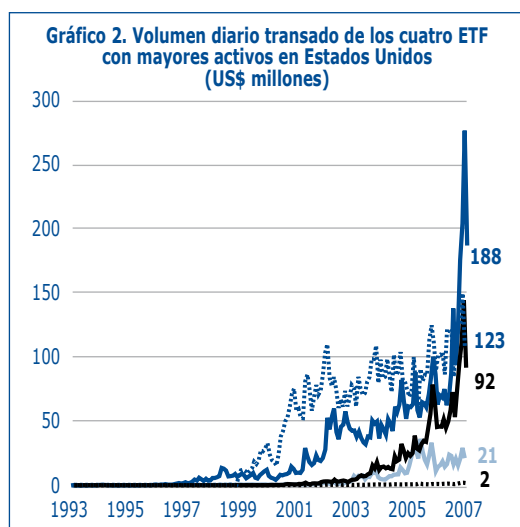
¿Qué se requiere para desarrollar el mercado de ETF en Colombia?

La creación de un mercado de ETF en Colombia constituiría un buen impulso al mercado de capitales, dándole diversificación de instrumentos y potencial para ponerse a tono con los mercados más modernos. Esto, sin embargo, requiere de algunos ajustes regulatorios. Aunque se han dado algunos pasos en este sentido, reglamentando mejor las carteras colectivas, todavía están pendientes varias tareas, las cuales resumimos en el cuadro 1.

En primer lugar, la creación de un ETF supone tener inversionistas con capacidad financiera suficiente para impulsarlos y sostenerlos. Ellos deben estar dispuestos a intercambiar montos importantes de títulos subyacentes por unidades de creación y dotar al mercado de liquidez inicial. Aunque en este momento las sociedades comisionistas de



Fuentes: Investment Company Institute (ICI) y cálculos Anif.



Fuentes: Commodity System inc. y cálculos Anif.

bolsa, sociedades fiduciarias y sociedades administradoras de inversión pueden desempeñar ese papel, sería importante que los bancos y fondos de pensiones obligatorias también pudieran hacerlo. Esto requiere entrar a ajustar la regulación existente. Sabemos, en todo caso, que los bancos sólo podrían llegar a participar en ETF que repliquen índices de renta fija, pues tienen prohibidas las inversiones en acciones.

Adicionalmente, Colombia debería moverse en la línea del mercado norteamericano, donde el administrador puede intercambiar unidades de creación por valores subyacentes con algún inversionista institucional. Este cambio regulatorio no sería sustancial y sí facilitaría la creación de este tipo de fondos.

Más importante aún sería la tarea de poder garantizar liquidez en el mercado secundario. Para ello se requiere diseñar un esquema de “especialistas”, similar al que se logró para la deuda pública. Así mismo, es necesaria la participación de los fondos de capital extranjero en este mercado secundario, pues éstos podrían estar interesados en exponerse a los activos locales, sin necesidad de incurrir en elevados costos de transacción. A pesar de que la regulación vigente les permite

a estos fondos participar en ETF locales, las medidas recientes del gobierno sobre freno a los capitales *offshore* (congelando el 40% de la inversión en cuentas no remuneradas por seis meses) los hacen inviables. Ésta debería ser una restricción de carácter temporal.

Otro aspecto regulatorio que se debe modificar para un correcto funcionamiento de los ETF es la aplicación diaria de la retención en la fuente en la valoración del fondo. Este hecho genera un problema, ya que descontar la rebase a diario implica alejarse del índice objetivo. Para corregir este problema el descuento se debe realizar cuando las ganancias se hagan efectivas, una vez el inversionista venda sus unidades en el mercado secundario.

Una última cuestión que resulta clave para el desarrollo de los ETF es que existan índices adecuados para replicar y que se proteja el uso de marcas registradas (para quienes construyen dichos índices). Dada la baja profundidad del mercado de capitales colombiano, hoy por hoy no existen muchas alternativas de inversión. Por ello, es importante que, además del IGBC (que es un “índice de liquidez” que está en proceso de ajuste), se construyan estos otros “índices de capitalización” e

índices de renta fija, tanto para la deuda pública como para la deuda corporativa. De esta manera habría una opción de inversión en ETF diferente a la renta variable. Esto, a la postre, facilitaría la participación de otros actores financieros (incluyendo bancos) en estos vehículos de inversión, ayudando a profundizar el mercado de capitales.

Conclusiones

Dadas las pocas alternativas de inversión y la baja profundidad del mercado de capitales en Colombia, la creación de estos ETF, “fondos transados en bolsa”, sería una excelente noticia. El Gobierno, a través del decreto de carteras colectivas, abrió la posibilidad para la creación de este instrumento en el país, lo cual es un avance importante. Sin embargo, para lograr desarrollar los ETF en el mediano y largo plazo se hacen necesarios ajustes regulatorios que permitan que agentes importantes (tales como los bancos y los fondos de pensiones) también puedan entrar a invertir en ellos.

De igual manera, los fondos de capital extranjero podrían llegar a tener un papel protagónico en el mercado de ETF. No obstante, en el corto plazo están vigentes las restricciones impuestas por el gobierno sobre capitales *offshore*, que deberían tener un carácter temporal. Hemos visto que una de las bondades de los ETF es que se constituyen en alternativas para invertir en índices de capitalización además de los índices de liquidez (tipo IGBC). Desde el punto de vista instrumental, los ETF también permitirían seguir índices de renta fija según el comportamiento de los bonos locales, generando alternativas interesantes para el mercado colombiano, como ya lo vienen haciendo Brasil y México. 

Cuadro 1. Propuestas para promover el desarrollo de los ETF en Colombia

Participación AFP y bancos	→	Músculo financiero para dotar de liquidez al mercado. Bancos invertirían en ETF de renta fija.
Creadores de mercado	→	Esquemas formales o informales que garanticen negociación de participaciones en bolsa.
Participación fondos de capital extranjero	→	En el mediano plazo se hace necesario el levantamiento a las restricciones de movilidad de capitales.
Creación de nuevos índices	→	Índices de renta fija e índice de capitalización bursátil.
Valoración	→	Se hace necesario que la retención en la fuente no se descuente a diario sino que se liquide al vender las participaciones.

Fuente: elaboración Anif.

La transferencia temporal de valores y el mercado accionario colombiano *



El Gobierno Nacional, mediante los decretos 4432 de 2006 y 343 de 2007, reglamentó las llamadas “operaciones de liquidez”, las cuales incluyen las operaciones de reporto (“repos”), simultáneas y de transferencia temporal de valores (TTV). Aunque el mercado venía utilizando las operaciones de reporto y simultáneas de tiempo atrás, existían vacíos regulatorios que fueron parcialmente corregidos a través de los decretos mencionados.

Adicionalmente, el Decreto 343 de 2007 dio un importante impulso a las operaciones de liquidez en el país al autorizar que se “den en garantía” recursos que formen parte de las carteras colectivas de los fondos de pensiones y cesantías, las sociedades fiduciarias, las sociedades comisionistas de bolsa y las sociedades administradoras de inversión. A través de esta disposición se solucionó la falta de una garantía de contraparte creíble, lo cual facilitará hacia el futuro la aplicación de estos instrumentos entre los diferentes agentes del mercado.

De esta manera el Gobierno ha mejorado el marco regulatorio que habrá de permitir una mayor profundización del mercado de capitales colombiano. Anteriormente, las operaciones que se venían realizando (reporto y simultáneas) carecían de una normatividad clara y unificada. De allí nuestro interés en explorar las posibilidades que se han abierto para la TTV sobre instrumentos como las acciones, las cuales hasta la fecha vienen siendo utilizadas solamente en las operaciones de reporto.

Esta nueva regulación coincide con la posibilidad que se ha dado a las administradoras de fondos de pensiones (AFP) y a los fondos de cesantías para participar como originadores en las operaciones TTV. Así, se abre una oportunidad para que las acciones que antes permanecían “parqueadas” en estos portafolios puedan salir a generar liquidez en el mercado accionario, además de facilitar la realización de operaciones de derivados con instrumentos de renta variable.

A pesar de lo anterior, el país aún no cuenta con un sistema transaccio-

nal o de registro que permita realizar TTV sobre acciones. El Depósito Centralizado de Valores (Deceval) está desarrollando un sistema de registro para TTV a través del cual se podrán administrar títulos de renta variable con garantías de similares características y dinero.

En paralelo, la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) prepara el lanzamiento del sistema transaccional para TTV a través del cual se podrían transferir títulos por dinero. Sin embargo, esta nueva plataforma sólo funcionaría para títulos de renta fija.

El propósito de esta nota es estudiar las condiciones de liquidez de los principales títulos del mercado accionario colombiano, con el fin de lograr una mejor aproximación al mercado potencial que tendrían las TTV sobre títulos de renta variable. La idea es fomentar la discusión sobre la conveniencia de llegar a habilitar

* Corresponde al *Informe de Enfoque - Mercado de Capitales* Deceval - Anif No. 18 de octubre 8 de 2007.

este tipo de operaciones en el mercado colombiano.

El mercado accionario colombiano

Como lo han señalado diversos estudios, el mercado accionario colombiano, a pesar de su crecimiento reciente, sigue siendo pequeño, concentrado y poco líquido (Uribe, 2007).¹ En la actualidad, 107 acciones se encuentran inscritas en bolsa, de las cuales sólo 54 se transan activamente. De éstas, apenas 21 son de alta bursatilidad, 13 de media y el resto de baja. La capitalización bursátil como porcentaje del PIB es de 42% (sin incluir el ingreso de Ecopetrol), encontrándose por debajo de los registros observados para otros países latinoamericanos, como Brasil y Chile, los cuales tienen una capitalización bursátil del 66% y el 120% del PIB respectivamente.

Títulos considerados de gran liquidez en el pasado, hoy han dejado de serlo o incluso han salido de cotización en el IGBC. El caso de Bavaria es el más notorio. Otras acciones líquidas también han salido del mercado, como las de Coltabaco, Carulla y Colpatria. Pero el punto que cabe resaltar es el surgimiento de toda otra gama de acciones que vienen mostrando durante los años 2003-2007 una gran vitalidad y valorizaciones, representadas por firmas de la talla de ISA, Isagen, Ecopetrol, la propia BVC y, más recientemente, el Banco de Crédito.

Como una primera aproximación al concepto de liquidez, el cuadro 1 presenta 21 acciones que fueron consideradas de "alta bursatilidad" durante el último trimestre de 2007 (según definición de la BVC). Allí se clasifican

según el número de transacciones del período 2003-2007. Nótese que entre ellas se encuentran nuevos ingresos como los de Enka y BVC.

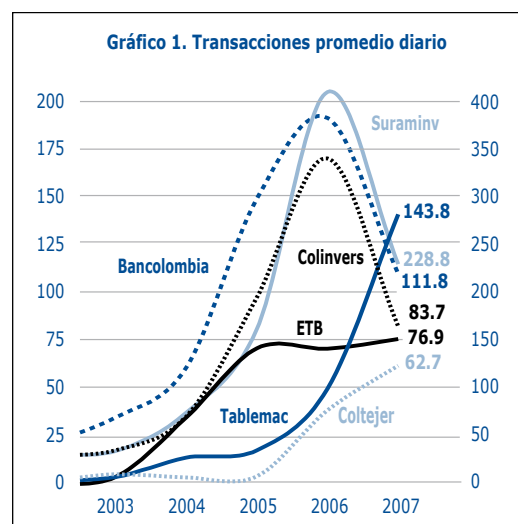
El cuadro 1 también ilustra el caso de Suramericana de Inversiones (Suraminv), que es la que registra el mayor número de transacciones durante el período 2003-2007, aun-

que con una tendencia descendente (pasando de 409 promedio diario en 2006 a 229 en 2007). Algo similar ha venido ocurriendo con Acerías Paz del Río, Bancolombia, Cementos Argos y Compañía Colombiana de Inversiones. En cambio, especies como Tablemac y Coltejer han incrementado su transabilidad (ver gráfico 1).

Cuadro 1. Acciones de "alta bursatilidad"
Transacciones promedio diario

	2003	2004	2005	2006	2007
Suraminv	33	74	161	409	229
Fabricato	24	19	50	232	215
BVC	0	0	0	0	168
Tablemac	3	14	18	50	144
Pazrio	4	81	118	191	127
Cemargos	0	0	0	191	126
Bancolombia	35	62	152	195	112
Isa	58	106	113	112	110
Enka	0	0	0	0	102
Colinvers	17	35	99	173	84
ETB	3	35	72	72	77
Inverargos	0	0	0	142	77
Corficolcf	0	0	0	145	82
Éxito	10	13	25	72	68
Isagen	0	0	0	0	66
Coltejer	5	3	4	39	63
Grupoaval	12	13	50	50	42
Pfbcolom	17	53	57	38	40
Interbolsa	4	5	8	94	35
Chocolates	10	28	61	83	32
Bogotá	20	26	32	40	20

Fuente: elaboración Anif con base en BVC.



Fuente: elaboración Anif con base en BVC.

Otra medida de liquidez para el mercado colombiano

El indicador de número de transacciones, así como la popular medida de volumen transado a precios corrientes, representa una aproximación para medir la liquidez del mercado. Sin embargo, una buena medida de liquidez debe capturar la facilidad para comprar y vender títulos en el mercado a bajo costo de transacción.

Con el fin de proporcionar una medida alternativa de la liquidez del mercado colombiano construimos un índice de rotación (IR) para las acciones de media y alta bursatilidad. sta relaciona la transabilidad de una acción con su "flotante" o *stock* disponible de la siguiente forma:

Ahora bien, el *stock* o "flotante" puede calcularse a partir del total de acciones en circulación o con base en los títulos disponibles para ser transados ágilmente. Estos últimos incluyen entonces aquellos títulos que se encuentran depositados en un banco custodio. Esta última definición resulta más apropiada a la hora de medir el potencial transaccional. Así, el denominador del IR incluirá las

¹ Uribe, J (2007), "Caracterización del mercado accionario colombiano, 2001-2006: un análisis comparativo", Borrador de economía # 456, Banco de la República.

cifras de acciones custodiadas por Deceval en cada año del período 2004-2007. De esta manera, el IR dará información acerca de cuántas veces en el año una determinada acción rota su *stock* disponible.

Resultados del IR en el mercado colombiano

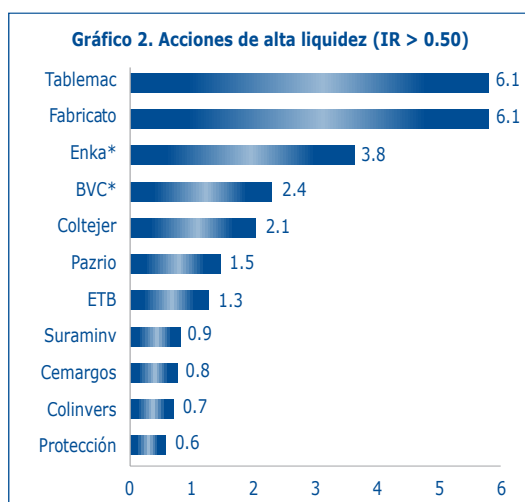
El resultado del IR fue dividido en tres grupos. El primero de éstos corresponde a las acciones con baja liquidez, las cuales se ubicaron en un rango inferior a 0.1. Esto implica que ese grupo de acciones tan sólo rotó por año menos de 0.1 veces su *stock* disponible para negociar. El segundo grupo corresponde a aquellas acciones con un IR en el rango 0.1-0.5, las cuales se consideran como de liquidez media. Finalmente, el grupo de alta liquidez corresponde a aquellas acciones con un IR superior a 0.5. Aunque esta división es algo arbitraria, es un buen punto de partida para el análisis.

En el grupo de baja liquidez ($IR < 0.1$) se encuentran BBVA Colombia, Promigas, Valorem, Grupo Aval, Isagen, Valsimesa, Cartones de Colombia, AV Villas, Odiosa, Santander y Mineros.

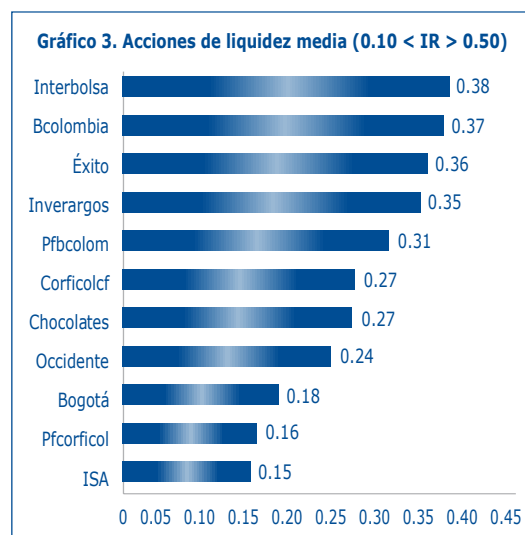
Los gráficos 2 y 3 ilustran un total de 22 acciones con liquidez media y alta. En el grupo de liquidez media ($0.1 < IR < 0.5$) se encuentran acciones como Interbolsa, Bancolombia, Éxito, Inverargos, Pfbcolom, Corficolcf, Chocolates, Occidente, Bogotá, Pfcorcol y ISA.

Finalmente, en el grupo de liquidez alta ($IR > 0.5$) se encuentran las acciones de Tablemac, Fabricato, Enka, BVC, Coltejer,

Paz del Río, ETB, Suramericana de Inversiones, Cementos Argos, Colinvert y Protección. En este grupo se hace evidente el desequilibrio que existe entre oferta y demanda. Así por ejemplo, las acciones de Tablemac y Fabricato presentan un índice superior a 6. Esto quiere decir que el *stock* disponible para negociar debe rotar seis veces en el año, sugiriendo que la oferta de la acción es insuficiente para satisfacer la demanda existente y de allí su rápida rotación.



*Acciones que no transaron durante el período completo de análisis. En este caso se anualiza el promedio diario de lo negociado hasta el momento. Fuente: elaboración Anif con base en BVC y Deceval.



Fuente: elaboración Anif con base en BVC y Deceval.

Conclusión

Los resultados del IR muestran que existe un grupo de acciones clasificadas en “alta liquidez” que presentan un desequilibrio entre oferta (primaria) y demanda (secundaria). Esto se evidencia en resultados del IR muy altos. En este grupo vale la pena destacar los casos de Tablemac (6.1), Fabricato (6.1), Enka (3.8), BVC (2.4), Coltejer (2.1), Paz del Río (1.5) y ETB (1.3), las cuales tienen un IR superior a 1. Esto señala que su *stock* disponible para negociar debe rotar al menos una vez al año para lograr satisfacer la demanda. En períodos de gran apetito, esto puede resultar en exageradas volatilidades, inducidas por el exceso de demanda. Esto explicaría las caídas pronunciadas de su precio cuando quiera que “se enfrían los ánimos”.

Así, para este grupo de acciones, y en general para las que hemos denominado acciones de alta liquidez, la introducción de la TTV sería una herramienta útil para impulsar las operaciones en corto, ampliando (de facto) la oferta disponible. Ello reduciría el desequilibrio observado entre oferta y demanda que se evidencia a través del IR.

Adicionalmente, la actual regulación permite a los fondos de cesantías, AFP, compañías de seguros, bancos y comisionistas de bolsa actuar como originadores en las TTV. Esto se convierte en un atractivo adicional para proceder a su implementación, ya que estos actores tendrían la alternativa de generar liquidez en el mercado accionario en lugar de mantener sus acciones “parqueadas”, lo que a la postre les permitiría incrementar su rentabilidad. 



Entrevista al Superintendente Financiero: César Prado

“Nuestro guía hacia Basilea II”

CARTA FINANCIERA (CF): ¿Cree que la propuesta de Anif de nombrar al Superfinanciero por períodos fijos, sin posibilidad de remoción por parte del Ejecutivo, incrementaría la independencia en sus actuaciones?

CÉSAR PRADO (CP): Las antiguas Superintendencias Bancaria y de Valores en su momento, y hoy en día la Superintendencia Financiera, se han caracterizado por ser instituciones altamente técnicas. Si bien la Superintendencia es formalmente dependiente del Ejecutivo, ha demostrado su independencia y objetividad para la toma de sus decisiones. Dicho lo anterior, considero

que esa propuesta, que de hecho venía siendo discutida al interior de gobierno para incorporarla al proyecto de reforma financiera, efectivamente contribuiría a fortalecer esa independencia. Ésta respetaría el arreglo constitucional vigente según el cual el Superintendente Financiero es una persona que ejerce funciones delegadas por el presidente, pero el hecho de establecer un período fijo blindaría al supervisor, por decirlo así, de cualquier situación que pudiera comprometer su independencia. Naturalmente, cualquier reforma en tal sentido sólo podría ser aplicable para futuras designaciones.

C.F.: Pero si quedara nombrado por períodos fijos, uno tampoco querría tener una rueda suelta. ¿No cree conveniente entonces que ese Supefinanciero tuviera que rendirle cuentas a una junta asesora?

C.P.: Me parece muy pertinente su anotación y de hecho su propuesta va en la línea de fortalecer el gobierno corporativo de la propia de Superintendencia, independientemente de que se adopte o no el período fijo del superintendente. Existe ya un consejo asesor que ha tenido funciones de carácter consultivo, en mi opinión, más bien reducidas y en tres materias concretas: 1) para autorizar la constitución de nuevas entidades; 2) para procesos de reorganización empresarial, como fusiones y adquisiciones; y 3) la que yo considero la más importante, cuando quiera que se pretendan adoptar medidas de intervención de instituciones vigiladas, particularmente para tomas de posesión. Con ocasión de la creación de la Superintendencia Financiera se le dieron más funciones al Consejo Asesor, para acercarlo a un verdadero órgano de dirección; en efecto, se le asignaron funciones en materia de planeación de la entidad y política de calidad y talento humano, que hoy son un mandato legal, pero que en mi opinión aún se quedan cortas. En promedio hemos tenido una reunión mensual con dicho Consejo, pero nos gustaría tener un ente que se convirtiera en una junta directiva, a la cual el Superintendente le rinda cuentas tanto en aspectos misionales como administrativos (Vg. en materia presupuestal). Es importante mantener contrapesos apropiados y avanzar en el gobierno corporativo de la Superfinanciera.

C.F.: Cambiemos de tercio, veamos si lo dejamos sin empleo Súper. ¿Qué opina usted de la idea de pasarle

las funciones de supervisión directamente al Banco de la República, como aspiran algunos de los codirectores? Como usted bien sabe, cerca del 50% de los bancos centrales en el mundo realiza esas tareas directamente.

C.P.: Yo creo que ese es un planteamiento interesante que bien vale la pena debatir. Si uno visualiza el modelo más clásico de supervisión financiera se encuentra que el Banco Central es el supervisor “natural” de los bancos comerciales y la Comisión

... No parecería
razonable tener
un banco central
que además de
supervisar la
banca comercial
deba supervisar
todos los sectores
financieros.

de valores del mercado de capitales. No obstante, en la mayoría de los países de América Latina, desde la década de 1920 con la famosa Misión Kemmerer, se adaptó el modelo de superintendencias como agencias administrativas de supervisión diferentes del banco central, que yo diría ha resultado exitoso, particularmente en el caso colombiano. La Superintendencia Bancaria de Colombia, aun antes de la fusión, ya era un mega supervisor, pues incluía, además del sector bancario, los sectores de seguros, pensiones y fiduciario (algunos

de los cuales, en muchos países, tienen su propio ente supervisor). Esto es atípico aun para el caso de América Latina. Dicho esto, uno encuentra en la literatura discusiones sobre los pros y los contras de tener un banco central como supervisor de bancos. De una parte estaría la ventaja de la independencia del Ejecutivo, tal como ya lo discutimos y las sinergias que existen entre el manejo monetario y el monitoreo financiero, pero, de otra parte, aparece el conflicto de interés que puede darse entre los objetivos prudenciales y los de política monetaria. No hay pues un modelo único, hay tantos arreglos institucionales como países, y creo que la experiencia de Colombia con una superintendencia desde el Ejecutivo ha sido bastante exitosa.

Pensar en una migración del modelo de supervisión fusionada (bancaria-valores), que recién se acaba de implantar, lo encuentro poco viable. Entre otras razones, porque no parecería razonable tener un banco central que además de supervisar la banca comercial deba supervisar todos los sectores financieros que he mencionado. Yo no conozco ningún país donde esto exista; imagínese un banco central supervisando compañías de seguros, casas de bolsa, AFP, sociedades fiduciarias y emisores de valores, entre otros; sería bastante exótico. Más aun, la tendencia internacional va en la línea contraria, como en el caso de Reino Unido, la cuna de los sistemas financieros modernos y de la banca central. Allí se sumaron varias agencias supervisoras, que estaban dispersas, bajo la Autoridad de Servicios Financieros.

C.F.: Bueno, desde el punto de vista técnico, veo que su puesto no está entonces en peligro.

C.F.: Pasemos a otro espinoso tema. Recién inaugurado en el cargo,

el Consejo de Estado condenó al Estado a pagar por un supuesto error en la intervención de Granahorrar. ¿Cómo cree que esta sentencia afecta las tareas de supervisión?

C.P.: Yo lo he dicho públicamente, incluyendo un foro de Anif a finales de 2007. El precedente, en mi opinión, es preocupante puesto que cuestiona actuaciones de la Superintendencia Bancaria de la época y de Fogafin en el marco de una situación de crisis sistémica, desconociendo la grave situación patrimonial de Granahorrar en ese momento y la conveniencia de las medidas de salvamento que se adoptaron. Esos cuestionamientos pueden conducir en el futuro a no tomar acciones de salvamento cuando se requieran, como la oficialización, que fue el caso concreto de Granahorrar. La otra alternativa, que podría parecer jurídicamente más segura para el supervisor, pero que podría ser la más inconveniente para enfrentar situaciones de crisis, es simplemente dejar que la institución entre en cesación de pagos para que el supervisor tome posesión de la misma con propósitos liquidatorios. Generar incertidumbre jurídica sobre la capacidad de las autoridades para manejar situaciones de crisis es peligroso, porque el supervisor puede verse tentado a no correr el riesgo jurídico con las consecuencias que de ello se derivan y dejar que una institución simplemente se vaya cayendo sola. Desde el punto de vista legal, me parece que este precedente hay que mirarlo con cabeza fría y evaluar si es necesario o no modificar la normatividad vigente.

C.F.: Esperemos que el país no pase del “síndrome Dragacol” al “síndrome Granahorrar”: de la inacción del Ejecutivo a la inacción de los supervisores.

C.F.: La otra “papa caliente” que heredó usted fue la de las criticadas provisiones contracíclicas. ¿Cómo se enmarca este incremento en los costos para las entidades financieras dentro del nuevo esquema regulatorio?

C.P.: La Superintendencia viene trabajando, desde hace varios años, en la implementación del modelo del SARC, el cual incluye esta provisión anticíclica. Creo que es un poco la aproximación colombiana al estándar

la parte mala del ciclo económico. Así, la provisión contracíclica lo que busca es aplanar esos ciclos y nos parece una medida de carácter prudencial importantísima.

C.F.: Su respuesta enmarca bien los temas de Basilea II y SARC, donde sería interesante comparar avances en su implementación en América Latina.

C.F.: Hablando de supervisión, algunas entidades especializadas se quejan de que el nuevo esquema matricial de la Superintendencia no les permite tener un único interlocutor. ¿Qué les diría usted a estas entidades?

Generar incertidumbre jurídica sobre la capacidad de las autoridades para manejar situaciones de crisis es peligroso.

de requerimientos de capital de Basilea II. Si bien hemos tenido muchísimas discusiones con la industria sobre la metodología, creo que la filosofía es de buen recibo. De hecho, la de cartera comercial está operando desde mediados del año pasado. Sin perjuicio de las calibraciones adicionales, la provisión tiene un gran sentido precautelativo, porque no parecería razonable permitir un gran retiro de utilidades en épocas de riesgos bajos (vía distribución de dividendos) y quedar en una situación frágil—y eventualmente de defecto patrimonial—en

C.P.: Correcto, esa es una preocupación que ha planteado la industria desde la creación de la Superfinanciera. El esquema matricial es complejo, pero busca combinar adecuadamente el conocimiento integral de las instituciones y de las industrias, a cargo de los delegados institucionales, con el análisis transversal y especializado de los temas técnicos, a cargo de los delegados de riesgo. Pero cuando se tienen diez delegados, pues naturalmente esto impone esfuerzos de coordinación grandes. Somos conscientes de que en la fase inicial hubo problemas de coordinación pero hemos venido tomando decisiones internas en materia de procesos para asegurar una adecuada comunicación y coordinación entre todas las áreas. Para ponerle un solo ejemplo, definimos un plan de visitas perfectamente coordinado entre las diez delegaturas, estableciendo un único jefe de cada una de las visitas, que en función del tema puede ser del área institucional o de riesgo, y enviamos una comunicación a todas las entidades que están dentro del plan, diciéndoles cuándo van a ser visitadas.

C.F.: En su anterior cargo, como director de Regulación del Ministerio de Hacienda, tuvo responsabilidades complementarias a sus actuales. ¿Cómo le sirvió el paso por el Ministerio para un mejor desempeño en su actual cargo?

C.P.: Me ha servido muchísimo, pero no sólo esa experiencia, sino casi toda mi carrera. Quisiera recordar que antes de llegar a la dirección de regulación fui funcionario de la Superintendencia de Valores, como delegado de emisores, por unos dos años. Pero la dirección de regulación ha sido fundamental, pues se trata de la dependencia al interior del gobierno responsable de definir las políticas del sector financiero. El otro gran responsable es el supervisor. Aunque menos protagónico el cargo de regulación, es interesantísimo. Yo tuve la fortuna de estar allí en momentos en que se acababa de expedir la Ley de Valores y pude ayudar a reglamentarla. También participé en el borrador de reforma financiera y seguramente ésta va a marcar la senda del desarrollo del sistema en los próximos años.

C.F.: Usted también ha trabajado en el sistema financiero privado en Colombia. ¿En ese entonces, qué cosas pensaba que deberían cambiar en la Superintendencia? ¿Qué cosas han cambiado? ¿En cuáles se dio cuenta que no se podía cambiar?

C.P.: Me parece muy buena la pregunta. Yo fui vicepresidente jurídico de un fondo de pensiones por espacio de cerca de dos años y en esa calidad tuve una relación cercana y permanente con la Superintendencia Bancaria, más que con la de Valores de la época. Encontré, a veces, posiciones extremadamente

conservadoras del supervisor, que en mi criterio generaban restricciones innecesarias para el desarrollo del sistema. También percibía “lentitud” en los trámites y ello afectaba la dinámica propia de los negocios de una compañía financiera. Le doy un ejemplo: para nosotros era un drama poder obtener la autorización de la Superintendencia en materia de las piezas publicitarias. Algo tan sencillo, terminaba afectando la vida rutinaria de una empresa. ¿Qué cosas han cambiado? La Superintendencia ha venido modificando su enfoque de supervisión, pasando a preocuparse más por aspectos que resultan importantes y materiales, dejando de lado ese enfoque tradicional que la literatura denomina de “supervisión de cumplimiento”, verificar una cantidad de requisitos que están en las normas, en las circulares y que de golpe no le están diciendo al supervisor nada relevante sobre riesgos financieros.

C.F.: Por ejemplo, dejando en libertad al sector financiero sobre los horarios de atención.

C.P.: Ese es un buen ejemplo. Yo creo que en ocasiones se confunde el tema de las “libertades” señalándose que se pueden estar relajando los estándares de supervisión y regulación, cuando lo importante es concentrarse en los temas de fondo y no de forma. ¿Qué cosas no se pueden cambiar? Yo creo que todo se puede cambiar, pero el obstáculo más importante ocurre con las prácticas culturales y organizativas. Es difícil pedir a los funcionarios, que llevan años haciendo las cosas de tal manera, que cambien de la noche a la mañana. Esto debe partir de una cohesión del equipo directivo y transmitirlo al resto de la organización. Creo que ese es el reto más difícil a la hora de

implementar este nuevo enfoque de supervisión.

C.F.: ¿Cuál es el secreto para que un abogado como usted tenga tanta aceptación por parte del gremio de los economistas?

C.P.: Pues ese juicio de valor se lo agradezco mucho. En primer lugar, creo que el derecho, por lo menos el comercial y especialmente el financiero, tiene que ir de la mano con los temas económicos. Así, es imprescindible que un abogado que pretenda ejercer su profesión en estos campos tenga nociones básicas contables y financieras. Yo, desde que salí de la universidad, he tratado de integrar esas dos profesiones y creo que sería difícil llegar a ser un buen superintendente siendo simplemente abogado, sin entender bien el mundo financiero y económico. Ahora bien, creo que el derecho es un instrumento tremendamente útil en cualquier cargo público, pero particularmente en éste.

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

C.P.: No me está quedando mucho tiempo en estos días para hacer nada diferente, esa es la verdad. Estoy tratando de no perder el hábito de mi lectura y estoy tratando de volver a recuperar la rutina del ejercicio. En estas épocas de largas jornadas de trabajo y de mucho estrés resulta importante tener momentos de relajación y de atención a la salud.

C.F.: Entonces Súper, a cuidarse y a complementar esta exigencia académica, intelectual y de responsabilidad de funcionario público con la de preservar la salud, no sólo la del sistema financiero, sino también la suya, muchas gracias por su tiempo. **ANIF**

Solución a la “peluqueada” de los bonos pensionales *

Anif había expresado, en diciembre de 2005, su preocupación respecto a la “peluqueada” de los bonos pensionales que estaba resultando de la Sentencia C-734 de 2005 de la Corte Constitucional. Dicha sentencia planteaba que el bono pensional, que se les reconocería a quienes se trasladaran del ISS hacia administradoras de fondos de pensiones (AFP), no podría ser emitido por un valor superior a los 10 Salarios Mínimos Legales (SML), aun en aquellos casos en que el salario devengado (a junio de 1992) fuera superior a dicho valor.

En efecto, el Decreto 1299 de 1994 había autorizado expedir bonos pensionales según el salario base de liquidación de junio de 1992 o respecto al último ingreso reportado. Igualmente, autorizó que la liquidación del bono tuviera un límite de 20 SML, así el tope de cotización hasta ese momento hubiera sido de 10 SML.

Infortunadamente, la Corte no había entendido (en 2005) la esencia del problema: esos bonos pensionales se estaban emitiendo con unos valores que equilibraban la decisión financiera de trasladarse del ISS (aminorando

el déficit fiscal) hacia las AFP (donde no existen faltantes fiscales). Eran “bonos nocionales”, pues inclusive se le extendían a quien hubiera estado trabajando formalmente y no cotizando (en muchos casos donde el patrón había sido el propio Estado).

Luego entrar a “peluquear” el valor de esos bonos, atándolos al valor cotizado y con el límite de los 10 SML, generaba dos graves problemas: 1) cambio en las reglas del juego once años después de que muchos cotizantes hubieran optado por el traslado; y 2) la posibilidad de que muchos de ellos decidieran por eso regresar al ISS, agravando entonces el déficit fiscal pensional. De hecho, es posible demostrar que, contando con el bono pensional pleno (sin “peluqueadas”), quienes llevaran una vida laboral de 15 años o más y “apostaran” a retornos superiores a 6% real anual tendrían un incentivo a migrar hacia las AFP. Esto induciría, entonces, un alivio fiscal para el ISS (ver *Informe Semanal* No. 812 de diciembre de 2005).

La novedad a este respecto es que la Corte Constitucional entró a enmendar este entuerto a través de

la Sentencia T-147 de 2006 (tras más de tres casos fallados a favor de los demandantes), resultando en una sentencia (aclaratoria) de la C-734 de 2005. Infortunadamente, la Corte no lo hizo con conocimiento de causa actuarial (reconociendo su error), sino que sencillamente dijo que estas limitaciones impuestas por su (infortunada) C-734 no tendrían carácter retroactivo (¡ni más faltaba, decimos los legos en estos temas!).

Anif aplaude este “reconocimiento” de la Corte y hace sus mejores votos para que estos complejos temas intertemporales y actuariales susciten un esfuerzo de esta institución por asesorarse y estudiarlos mejor antes de cometer sus “fallos”. Finalmente, se les ha respetado la decisión de traslado del ISS hacia las AFP a cerca de 30.000 personas. Ellas no habrían tenido alternativa distinta que recurrir nuevamente a los subsidios fiscales del ISS. Como veremos a continuación, de haberse declarado retroactiva dicha medida, el detrimento pensional hu-

* Corresponde al *Informe Semanal* Anif No. 910 de diciembre 10 de 2007.

biera sido considerable para quienes optaron por trasladarse y esperaban un bono pensional en el rango 10-20 SML.

El efecto sobre las mesadas pensionales

Para ilustrar el efecto que hubiera tenido la retroactividad de la Sentencia C-734 de 2005 sobre las mesadas pensionales, realizamos una serie de simulaciones (ver cuadro 1). Se trata de un cotizante al ISS que habría iniciado su carrera pensional en 1981 y que en junio de 1992 devengaba 20 SML (aunque el tope de la contribución era entonces de 10 SML). Supondremos que dicho cotizante decidió trasladarse a una AFP en 1995 y que a partir de allí el retorno fue de 9% real anual hasta completar 34 años de cotización (habiendo estado 14 años cotizando al ISS).

Así, este contribuyente tendría derecho a pensionarse en el año 2015 y seguramente disfrutaría su pensión por unos 20 años. Sus aportes del período 1981-1995 estarían representados por un bono pensional liquidado a razón de 20 SML, con una rentabilidad de 4% real anual.

Si este contribuyente hubiera estado sujeto a una “peluqueada” del 50% de su bono pensional (reduciéndolo de 20 a 10 SML como lo planteaba la C-734), su tasa de reemplazo (= monto de pensión/salario reciente) se hubiera reducido de 85% (tasa de reemplazo obtenida en el ISS) a tan sólo 56%. En cambio, al respetar el Decreto 1299 de 1994 (y ahora la T-147), la tasa de reemplazo podrá ser de 84% para quien se trasladó hacia una AFP, tasa similar a la obtenida si se hubiera quedado en el ISS.

¿Si las pensiones lucen similares (reconociendo el bono plenamente a los 20 SML), cuál es entonces la diferencia financiera generada por el traslado del ISS hacia la AFP?

La diferencia es fundamental, pues el pensionado está obteniendo tasas de reemplazo similares, pero dicha pensión ha dejado de ser subsidiada por el gobierno durante todo el período 1995-2015, ya que durante esos años sus rendimientos fueron aportados por los rendimientos del portafolio de las AFP y no por los aportes presupuestales hechos al ISS.

Impacto hacia el futuro y traslado entre regímenes

¿Qué impactos tendrá hacia el futuro la aplicación de la C-734 de 2005? Prácticamente ninguno, pues la decisión de traslado entre regímenes a partir de este año estará gobernada por otras leyes y parámetros. Así, el referente de junio de 1992 no aplicará para muchas de las personas que opten

por moverse entre el ISS y las AFP.

De hecho, la Ley 797 de 2003 estableció que los afiliados no podrán trasladarse de régimen cuando falten 10 años o menos para el acceso a la pensión. Esto implica que actualmente las mujeres no podrán moverse de régimen cuando cumplan los 45 años (o los 47 a partir del año 2014) y los hombres también quedarán “inmovilizados” entre regímenes a partir de la edad de 50 (o 52 a partir del año 2014).

Estas restricciones tienen sentido económico para evitar un arbitraje de rendimientos de último momento. Por ejemplo, el cuadro 2 señala cómo, para un número bajo de años de cotización, el ISS tiende a generar subsidios implícitos que van contra el fisco nacional. Así, para 20 años de cotización, el régimen de “prima media” del ISS

Cuadro 1. Tasa de reemplazo: monto de pensión/salario reciente (20 años de disfrute pensional)

Bono pensional	Tasa de reemplazo para 20 SML (%)
“Peluqueado” sobre 10 SML (C-734 de 2005)	56.3
Liquidado sobre 20 SML (T-147 de 2006)	84.5

Fuente: cálculos Anif.

Cuadro 2. Subsidios implícitos en régimen de prima media (RPM)*

Años de cotización	Tasa interés real AFP (%)	Tasa de reemplazo de mercado (%) (1)	Tasa de reemplazo RPM (%) (2)	Subsidio implícito en el RPM (%) (3) = [(2/1)]-1
20	6	20.2	65	222
	8	25.2	65	158
	10	31.5	65	106
30	6	43.5	80	84
	8	62.3	80	28
	10	90.5	80	-12

* Suponiendo una tasa de contribución de 11%.

Fuente: cálculos Anif.

estaría dando un subsidio implícito de 106% (esto a pesar de las múltiples reformas paramétricas que se resumen en el gráfico 1). De esta forma, quien haya tenido una baja densidad de cotización y unos rendimientos financieros inferiores a los esperados tendría incentivos para “arbitrar” su pensión trasladándose a último momento de las AFP hacia el ISS.

Pero, dado que las AFP no generan déficit fiscal, no tiene mayor sentido que quien esté en el ISS no pueda trasladarse hacia una AFP en cualquier momento. Más aun, dado que la relación tiempo de cotización/pensión está truncada en el ISS a partir de los 30 años y tiene un tope de 20 SML de pensión máxima, en algunos casos podría tener sentido trasladarse del ISS hacia las AFP. La función de beneficio en dicho traslado del ISS hacia las AFP será creciente respecto a la rentabilidad de las AFP, al nivel de la cotización que supere los 20 SML y al número

de años adicionales respecto a los 30 años.

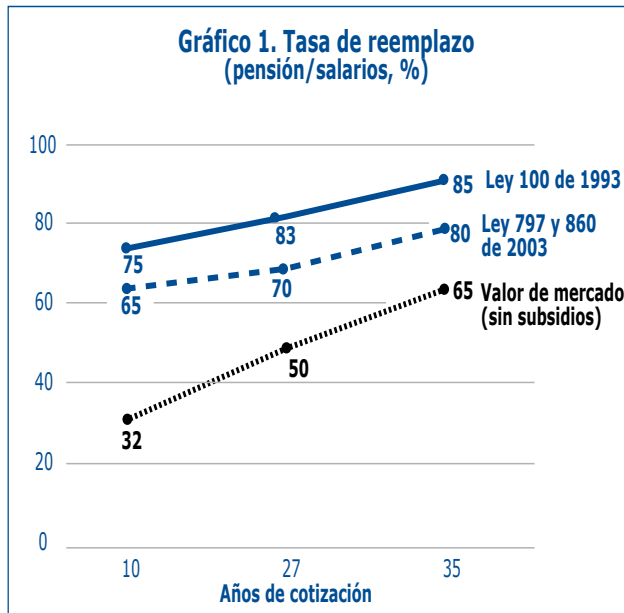
Conclusiones

Hemos visto que la Corte Constitucional “se auto-enmendó la plana” a través de aclarar que la Sentencia C-734 de 2005 no tendría efectos retroactivos. Afortunadamente pro-

dujo la Sentencia T-147 de 2006 en la cual decía que sus oscuros conocimientos actuariales sobre bonos pensionales sólo afectarían a aquellos que decidieran trasladarse del ISS hacia las AFP hacia el futuro. En la práctica, esta nueva T-147 no afectará a casi nadie, pues la decisión de traslado entre regímenes a partir de este año estará gobernada por otras leyes y parámetros (Ley 797 de 2003).

Como decíamos, Anif aplaude este “reconocimiento” de la Corte y hace sus mejores votos para que estos complejos temas intertemporales y actuariales susciten un esfuerzo de

esta institución por estudiarlos y asesorarse mejor antes de cometer sus “fallos”. Finalmente, se les ha respetado la decisión y las condiciones de traslado del ISS hacia las AFP a cerca de 30.000 personas, quienes de lo contrario no habrían tenido alternativa distinta que recurrir nuevamente a los subsidios fiscales del ISS. 



Fuente: cálculos Anif.

Esta publicación llega a sus
manos gracias a

SERVICIOS POSTALES NACIONALES S.A.
CORREOS DE COLOMBIA

Consulte nuestro portafolio
de servicios de correo y
mensajería especializada

018000 111210
Línea Gratuita

Mercado de derivados

Germán Salazar *

“By far the most significant event in finance during the past decade has been the extraordinary development and expansion of financial derivatives.”

Alan Greenspan, Chairman – Federal Reserve Bank 1987-2006.

I. Introducción

Llama la atención la dispersión de opinión de las encuestas que mensualmente realiza el Banco de la República a los operadores del mercado en relación con su pronóstico de la tasa de cambio un año adelante. Entre julio de 2007 y febrero de 2008, la diferencia entre los dos extremos de la muestra ha sido en promedio de \$527. De la misma forma, a julio de 2007, sólo la tercera parte de los analistas anticipaba una tasa de intervención del Banco de la República de 9.5% para cierre de año. La anterior dispersión se explica en parte por la gran variedad de factores que actualmente inciden sobre estas variables:

- La revelación a mediados del año 2007 del gran riesgo a que se encontraban expuestas las carteras *subprime* (alto riesgo) contabilizadas en diversas entidades del sector financiero en Estados Unidos y Europa ocasionó una cadena de eventos que han generado un

cambio notable en las expectativas de crecimiento económico en Estados Unidos principalmente, y por consiguiente la adopción por parte de la Reserva Federal de una política monetaria más relajada, con menores niveles de tasas de interés.

- La coyuntura de política monetaria en el mundo es compleja a la luz de la amenaza inflacionaria. Las posturas políticas de los gobiernos y los flujos de capitales no siempre llevan el mismo signo y producen con frecuencia mayor volatilidad en la cotización de las monedas.
- En Colombia, el régimen de inflación objetivo está siendo sometido, por primera vez, a una prueba de estrés. Desde que se adoptó este régimen, la inflación descendió sistemáticamente hasta el año 2006. Las bases de datos y modelos de análisis recogen un período, en general, de expansión monetaria y tasas de intervención a la baja. El cambio de ciclo en la política

monetaria, a partir de abril de 2006, no permite establecer aún el rezago con que actuarán las medidas del Banco de la República.

Excepto por las opciones de volatilidad que continúa subastando, el Banco de la República “soltó” la tasa de cambio. El riesgo de mercado para cualquier agente económico, o sea, la exposición a fluctuaciones en la tasa de interés o la tasa de cambio (locales y externas), está y continuará absolutamente vigente.

Los instrumentos derivados están inventados para protegerse de estos riesgos. Su uso es generalizado en mercados más desarrollados y su crecimiento es impresionante. Colombia no está a la vanguardia en el desarrollo de estos instrumentos pero existe un esfuerzo mancomunado para ponernos al día. En el mercado OTC

* Vicepresidente de Negocios Internacionales del Banco de Bogotá, con la colaboración del equipo de la Gerencia de Estructuración Financiera del Banco de Bogotá.

los *forwards* sobre tasa de cambio han sido un producto muy utilizado. Las coberturas sobre tasa de interés son virtualmente inexistentes y los futuros estandarizados no han despegado.

Sin embargo, el futuro luce bastante promisorio este año en la medida en que la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) entre en funcionamiento y los contratos sobre tasas de interés, tasa de cambio e índices bursátiles empiecen a operar en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Es de esperar que el mercado OTC continúe creciendo y que las permutas financieras (*swaps* de tasa de interés y *cross currency*) ocupen una mayor proporción.

Este artículo pretende ilustrar la situación y evolución del mercado de instrumentos derivados en los mercados desarrollados y en la región. Se terminará con unas consideraciones y reflexiones sobre el caso colombiano.

II. Mercado de derivados global y regional

El mercado de coberturas tuvo su mayor impulso como respuesta a la creciente volatilidad de las monedas y las tasas de interés en los países industrializados hace cerca de 30 años. En la actualidad es un extendido, sofisticado y rentable negocio, que transa en dos

tipos de mercados. En el primero se negocian contratos estandarizados en un sistema transaccional, compartiendo escenario con otros activos financieros en las bolsas; mientras que en el segundo las operaciones se realizan directamente entre las partes, fijando condiciones diferenciales en cada transacción; esto es lo que se conoce como mercado mostrador u OTC (*over the counter*).

1. Derivados estandarizados en Bolsa

En el mercado organizado, compuesto por 58 bolsas, se transan mensualmente 1.000 millones de contratos según cifras de *Futures Industry*.¹ Las bolsas de derivados más grandes del mundo, medidas por el número de contratos negociados, son el *Korea Exchange* (KRX) con más de 200 millones de contratos mensuales y el *Eurex* con 130 millones, seguidas por el tradicional *Chicago Mercantile Exchange* (CME, 120 millones de contratos) que opera desde 1848. Para el primer bimestre de 2007 el 41% del volumen de futuros y opciones operados en bolsa fue realizado sobre índices accionarios y el 24% sobre tasas de interés, siendo menos del 2% sobre monedas. Los contratos con mayor número de transacciones en el mundo son las opciones sobre

el índice KOSPI (*Korea Composite Stock Price Index*) y el futuro de *Eurodollar* del CME, que cumplió 25 años de negociación en 2006.

El desarrollo del mercado de derivados en los países emergentes sólo fue posible después de la década del ochenta, cuando las principales economías entraron en un ciclo positivo de estabilización macroeconómica, crecimiento y cambios institucionales, el cual impulsó los mercados financieros domésticos, brindó mayor apertura a los inversionistas externos y facilitó el surgimiento de una legislación favorable a dichas operaciones.

En América Latina, la bolsa con mayor volumen de operación de contratos es el Mercado Mexicano de Derivados (Mexder), creado en 1994, pero que sólo entró a operar hasta 1998, siendo al cierre de 2006 la quinta bolsa más importante del mundo con 274 millones de contratos transados al año.² La asociación con el MEFF (Mercado Español de Futuros Financieros) y la creación de un Sistema de Formadores de Mercado (2001) fueron claves para garantizar la liquidez que los posicionó mundialmente.

Es seguida en volumen por la Bolsa de Mercaderías y Futuros de Brasil (BM&F, 258 millones de contratos anuales a 2006) y el Mercado a Término de Rosario (Rofex) y Buenos Aires (MATBA), estas últimas destacadas por su creación a comienzos del siglo XX y por sus futuros en productos agrícolas.

2. Derivados en el mercado mostrador

En lo que respecta al mercado OTC, a junio de 2007 el BIS (*Bank of*

Cuadro 1. Mercado global de futuros y opciones negociadas en bolsa
(millones de contratos)

	2006	Ene-May 07	% var 06/05	% Part. 06
Índices accionarios	4.454	2.196	9%	38%
Tasas de interés	3.193	1.438	26%	27%
Acciones	2.876	1.540	22%	24%
Monedas	240	124	44%	2%
Bienes agrícolas	486	216	28%	4%
Energía	386	202	38%	3%
Metales	219	100	28%	2%
Otros	4.3	1.5	67%	0%
TOTAL	11.859	5.817	19%	100%

Fuente: *Futures Industry Magazine*, march/april, september/october 2007.

¹ *Futures Industry Magazine*, March/April 2007.

² Una Agenda Exitosa para el Desarrollo de un Mercado de Derivados, Mexder, diciembre de 2005.

International Settlements) calculó un saldo de derivados de US\$516 billones (*stock*), con un crecimiento anualizado estimado de 33% desde 2004, y un mercado que diariamente negocia un promedio de US\$5 billones (flujo).

En volumen de contratos vigentes (*stock*) el mercado es liderado por *swaps* sobre tasas de interés con el 53% del monto, seguido de lejos por los derivados sobre monedas (9%). Sin embargo, el crecimiento más importante ha sido el de los *Credit Default Swaps* (CDS), instrumentos que permiten a una parte transferir el riesgo de crédito de un activo a otra contraparte, sin necesidad de efectuar la venta del mismo. Según el BIS, en 2006 se dobló el saldo de CDS y en los primeros meses de 2007, ya cuando la crisis inmobiliaria en Estados Unidos era evidente, el saldo subió 42%.

Los países con mayor liquidez en sus mercados OTC en el mundo son Reino Unido y Estados Unidos que

conjuntamente transaron en abril de 2007 cerca de US\$3 billones diarios, explicando el 53% de la negociación (*turnover*) de derivados de tasas de cambio y el 68% de aquellos sobre tasas de interés. En tasa de cambio le siguen Singapur (US\$152 mil millones) y Japón (US\$149 mil millones), países donde las condiciones cambiarias permiten un permanente arbitraje sobre sus monedas. Para tasas de interés, se posicionaron a la fecha citada Francia (US\$176 mil millones) y Alemania (US\$90 mil millones), siendo además junto con Suiza las plazas de mayor relevancia en Europa continental.

En correspondencia con el saldo vigente de contratos, los derivados OTC más líquidos son los *swaps*, seguidos por los contratos *forward* y las opciones. Por regiones, es evidente la bajísima participación de América Latina en el mercado global de derivados. Tanto en tasa de cambio como

en tasa de interés, la contribución es inferior al 1% para el mercado OTC, siendo el mercado mexicano el más grande en *swaps* de tasas de cambio con US\$11 mil millones de negociación diaria.

De la misma forma, es destacable la baja profundidad de países como Chile, Colombia y Perú en derivados de tasa de interés y la alta concentración en operaciones *forward* de tasa de cambio.

III. Mercado de derivados en Colombia

El desarrollo del mercado de derivados en Colombia es limitado. Las operaciones son mayoritariamente OTC. En la Bolsa de Valores de Colombia sólo se transan operaciones de cumplimiento financiero a plazo (OPCF) sobre TCRM, que son contratos estandarizados a futuro. Al cierre de 2007 se realizaron operaciones por US\$7.784 millones, evidenciando la aún limitada profundidad de los mismos. Por su parte, la Bolsa Nacional Agropecuaria cuenta con 'contratos *forward* sobre productos agrícolas' que al cierre de 2007 ascendieron a un equivalente de US\$214 millones.

En el mercado OTC, las estadísticas señalan un dinámico crecimiento de los derivados de tasa de cambio y un casi inexistente desarrollo de instrumentos de tasas de interés o de crédito.

1. Derivados de tasa de cambio

a. Forwards

Las operaciones *forward* peso/dólar constituyeron más del 90% de las transacciones de derivados de tasa de cambio y ascendieron mensualmente en promedio a US\$11.514 millones en 2007, registrando un crecimiento de 47% contra 2006. A pesar de este avance, la concentración del negocio

Cuadro 2. Mercado global de derivados OTC
(Nominal de contratos vigentes - US\$ billones)

	Dic-05	Dic-06	Jun-07	% del total
TOTAL	297.7	414.3	516.4	100%
A. Tasa de cambio	31.4	40.2	48.6	9%
FWD y FX swaps	15.9	19.9	24.5	5%
Currency Swaps	8.5	10.8	12.3	2%
Opciones	7.0	9.6	11.8	2%
B. Tasa de interés	212.0	291.1	346.9	67%
FRA	14.3	18.7	22.8	4%
Swaps	169.1	229.2	271.9	53%
Opciones	28.6	43.2	52.3	10%
C. Acciones	5.8	7.5	9.2	2%
FWD y swaps	1.2	1.8	2.6	1%
Opciones	4.6	5.7	6.6	1%
D. Commodities	5.4	7.1	7.6	1%
Oro	0.3	0.6	0.4	0%
Otros	5.1	6.5	7.1	1%
E. CDS	13.9	28.7	42.6	8%
Single-name	10.4	17.9	24.2	5%
Multi-name	3.5	10.8	18.3	4%
F. Otros	29.2	39.7	61.5	12%

Fuente: Bank of International Settlements, 2007.

en el corto plazo sigue siendo elevada: el 88% de las operaciones se realiza a menos de 35 días y apenas el 5% supera los 90 días.

Los actores más importantes del mercado de *forwards* en Colombia son los establecimientos de crédito, seguidos de agentes *offshore* y fondos de pensiones. De un total bruto (compras y ventas) de US\$276.349 millones pactados en 2007, un 58% fue realizado por entidades financieras, un 14% por entidades *offshore*, un 11% por los fondos de pensiones y tan sólo un 6% por el sector real.

i. Establecimientos de crédito

Al corte de noviembre de 2007, el valor de la cuenta contable que registra las operaciones en instrumentos derivados era de \$36 billones. Las tesorerías de estas entidades cuentan con *traders* especializados que cotizan precios de compra y venta para *forwards*, *swaps* y opciones, principalmente.

El volumen de exposición en instrumentos derivados por parte de los establecimientos de crédito ha tenido límites impuestos por el Banco

de la República, con el propósito de reducir la volatilidad del mercado y especialmente atenuar presiones contra el valor del peso. Inicialmente sólo se intentó limitar el valor nominal de la exposición cambiaria a través de un tope a la 'posición propia en moneda extranjera'. Más tarde, el crecimiento de los portafolios de derivados que alteraba la exposición efectiva a divisas llevó a la creación del control a la 'posición propia de contado' (2005). Más recientemente, con el avance de la revaluación se instauró la 'posición bruta de apalan-

Cuadro 3. Negociación de derivados en el mercado global OTC*
(Cifras en US\$ miles de millones - Promedios diarios)

Tasa de interés											
		Total		FRA**		Swaps		Opciones		Otros	
		2007	07/04%	2007	07/04%	2007	07/04%	2007	07/04%	2007	07/04%
Por continente	Africa	4.5	51%	2.3	27%	1.3	25%	0.8	978%	0.0	
	Asia	162.3	199%	6.2	94%	128.9	226%	27.0	135%	0.2	291%
	Europa	1.432.2	54%	231.9	-6%	1.074.7	88%	123.8	12%	1.7	476%
	Latam	3.1		0.3		2.5		0.2		0.0	
	América del Norte	545.6	66%	98.3	126%	328.6	61%	118.7	44%	0.0	-100%
	Oceanía	25.5	82%	4.2	-35%	19.9	182%	1.4	152%	0.0	
América Latina	México	2.9	109%	0.3	-60%	2.4	457%	0.2	23%	-	-
	Brasil	0.1	-86%	-	-	0.13	-84%	0.0	-	-	-
	Chile	0.02	-	-	-	0.017	-	-	-	-	-
	Colombia	0.01	-	-	-	0.004	-	-	-	-	-
	Perú	0.01	-	-	-	0.001	-	-	-	-	-
TOTAL		2.173.2	63%	343.3	13%	1.556.0	89%	272.0	33%	1.9	442%
Monedas											
		Total		Forwards		FX swaps		Currency swaps		Opciones	
		2007	07/04%	2007	07/04%	2007	07/04%	2007	07/04%	2007	07/04%
Por continente	Africa	10.6	32%	0.9	121%	9.5	27%	0.0	22%	0.1	
	Asia	528.1	51%	82.5	79%	407.8	46%	5.2	71%	32.7	60%
	Europa	1.796.2	79%	214.1	52%	1.420.7	87%	23.6	29%	137.7	59%
	Latam	14.2		3.0		10.8		0.3		0.2	
	América del Norte	484.2	50%	117.9	81%	280.5	31%	8.1	243%	77.7	92%
	Oceanía	142.8	117%	15.2	176%	120.3	118%	2.5	96%	4.8	
América Latina	México	10.8	138%	0.4	-61%	10.2	268%	0.0	-97%	128	-
	Brasil	2.0	109%	1.5	-	0.4	120%	0.0	-	0	-
	Chile	0.69	-	0.3	-	0.0	-	0.3	-	38	-
	Colombia	0.57	-	0.5	-	0.1	300%	0.0	-	9	-
	Perú	0.21	-	0.2	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL		2.976.2	69%	433.6	67%	2.249.5	71%	39.7	54%	253.3	67%

Fuente: Bank of International Settlements, 2007 * Flujos (turnover). ** Forward Rate Agreement.

camiento' que vincula el tamaño de las operaciones en derivados al nivel de patrimonio (2007).

La evidencia ha comprobado que el estrés que sufren los mercados ante choques externos se exagera con la observancia de los límites establecidos, distorsionándose los precios de mercado, particularmente en la curva *forward*. Son numerosos los casos en que dicha curva se ha situado en niveles distintos a los de su equilibrio teórico, o sea, el diferencial de tasas de interés internas y externas.

ii. El mercado offshore

Compuesto por bancos y *brokers*, principalmente con sede en Nueva York, que operan usualmente “puntas” de US\$5 o US\$10 millones bajo la modalidad NDF (*non delivery forward*), utilizando activamente los bancos locales como contraparte. La necesidad de obtener cobertura surge de posiciones que dichos agentes puedan tener en el mercado accionario o de renta fija local, o para vender coberturas a clientes externos. También son utilizados para realizar apuestas directas a la moneda local.

iii. Los fondos de pensiones

Al corte de noviembre de 2007, los portafolios de inversión del sector institucional en Colombia ascendieron al equivalente de US\$63 mil millones, siendo los fondos privados de pensiones y cesantías los de mayor tamaño (US\$27 mil millones) y los de mayor actividad en el mercado de derivados. De este saldo, US\$3.8 mil millones (14%) se encuentra invertido en moneda extranjera y aproximadamente la mitad de éstos está cubierto con derivados, por lo que la exposición total en moneda extranjera estaría cerca del 7%, cifra inferior al límite impuesto por el legislador.³

iv. El sector real

Las empresas del sector real son usuarios regulares del mercado de *forwards*, producto que gracias a su flexibilidad les permite efectuar cubrimientos a la medida de sus necesidades.

Si bien el sector real ha extendido su interés por las operaciones *forward* por su fácil acceso y la ausencia de un costo inicial, la relación entre el volumen de

comercio exterior y las operaciones realizadas mensualmente muestra aún mayor potencial para dichas operaciones. El volumen de las exportaciones e importaciones mensuales colombianas consideradas individualmente se ubica alrededor de los US\$2.500 millones, mientras que las operaciones *forward* de compra y venta de divisas pactadas por el sector real se ubican cerca de los US\$750 millones.⁴

Si a las cifras anteriores agregamos la exposición cambiaria originada en el endeudamiento externo, la inversión extranjera, los servicios y otros rubros relevantes de la balanza cambiaria, se puede establecer el potencial enorme que ofrece la cobertura de riesgos asociados con la tasa de cambio. En efecto, los principales usuarios de las coberturas han sido tradicionalmente las compañías multinacionales y los importadores, con una dinamización de la actividad de los exportadores en los años más recientes.

³ Los fondos tienen los siguientes límites: un máximo de 40% en títulos emitidos por entidades del exterior y una exposición máxima de 30% en moneda extranjera.

⁴ Reportado por el Banco de la República.

Posibilidades de cobertura: flujos vs. stocks				
Posible cobertura	Stock		Flujo	Posible cobertura
Swap cross currency Libor US\$ tasa fija en COP, que amortice periódicamente para mantener el valor proyectado de la exposición	Es el que se genera por las posiciones en el balance	Riesgo de tasa de cambio	Se genera por los flujos que se reciben (entregan)	Forwards por lo menos por el siguiente año de flujos proyectados (un % de éstos)
	Un movimiento de la tasa de cambio tiene efecto una vez en el tiempo		Su verdadero efecto se da en el momento de materializar el flujo, recogiendo el movimiento acumulado hasta ese entonces	
	Cada vez que hay un movimiento de la tasa de cambio éste se refleja contablemente en el estado de resultados		Aunque financieramente el impacto de los flujos futuros es continuo en el tiempo, sólo se evidencia contablemente al momento de su causación en el PyG.	

Fuente: Gerencia de Estructuración Financiera, Banco de Bogotá.

En el desarrollo de este proceso es muy importante que las empresas que han comenzado a realizar operaciones de cobertura con derivados entiendan claramente su funcionamiento y dispongan de las herramientas adecuadas para su control. Es recomendable igualmente que en la definición de un diagnóstico y construcción de una solución se identifique claramente aquella posición del riesgo asociada al *stock* o al flujo. Los cuadros siguientes muestran en forma sencilla las diferencias de estas dos variables al igual que sugerencias de cobertura.

b. Swaps

En lo que respecta a operaciones *swap*, desde 2005 comenzaron a negociarse en el mercado cambiario, aunque sus volúmenes todavía son bajos y pocas entidades cotizan en forma continua estos productos, más aun si se comparan con los montos operados en *forward*.

Sin embargo, es importante resaltar que los *cross currency swaps* se han convertido en uno de los instrumentos preferidos por las entidades *offshore* para tomar posiciones tanto en la moneda como en la tasa de interés colombiana, operando en plazos de hasta 15 años, en mercados *offshore* (entre entidades en el exterior) y *onshore* (con contrapartes locales).

c. Opciones

El mercado de opciones no ha logrado despegar por varias razones y la más importante de ellas es tributaria. Además de registrarse primas elevadas por la amplia volatilidad del tipo de cambio (según estadísticas de Bloomberg, en el segundo semestre de 2007 el promedio de volatilidad negociada a corto plazo fue de 18.8%), es necesario pagar un 16% de IVA sobre las mismas, haciendo

menos competitivo este instrumento de cobertura.

Durante 2007, entre opciones *put* y *call* se transaron US\$2.575 millones, cifra muy superior a la registrada el año anterior (US\$861 millones en 2006). Por parte del sector real los mayores participantes fueron los exportadores del sector agropecuario a través de la Bolsa Nacional Agropecuaria, gracias a los incentivos de coberturas cambiarias otorgadas por el Gobierno Nacional.

La necesidad de ofrecer estructuras novedosas a los clientes ha llevado a las principales entidades financieras a posicionar con relativo éxito combinaciones de opciones en tasa de cambio, que resultan menos onerosas en cuanto a la prima y ofrecen rangos de protección contra la volatilidad. En todo caso, la cultura sobre estos instrumentos es limitada y el incentivo para realizar opciones es bajo en el sector real.

2. Derivados de tasa de interés e IBR

Como se dijo anteriormente, el mercado de derivados sobre tasas de interés es reducido. Esto se da a pesar de la considerable exposición de las empresas al riesgo de tasas de interés y del amplio crecimiento del mercado y formación de la curva de TES en los últimos años. Según cálculos realizados a partir de las cifras de las 1.000 empresas de mayores ventas en Colombia, sus obligaciones financieras rondaban los \$57 billones al final de 2006. Si se supone que la tasa de interés a la cual está pactada esta deuda fluctúa con las variaciones de la DTF, se tendría que el mayor costo para estas empresas, medido por el incremento promedio de dicho indicador para 2007, fue de \$640 millones.⁵

El bajo apetito por derivados de tasa de interés también llama la

atención considerando la elevada exposición del sector privado a los títulos de deuda pública en renta fija, así como el descalce de las carteras hipotecarias indexadas al IPC o UVR con un fondeo ligado a la DTF.

Una de las principales razones para la ausencia de iniciativas ha sido la carencia de un indicador de referencia a diferentes plazos del tramo corto de la curva que refleje el costo real de los

El mercado de opciones no ha logrado despegar por varias razones y la más importante de ellas es tributaria.

recursos interbancarios, sin las bien conocidas limitaciones de la DTF. Con la introducción del Indicador Bancario de Referencia (IBR) desde enero del presente año el mercado colombiano se encamina a superar este sentido obstáculo. El IBR está diseñado para funcionar como una Libor: se está generando (diariamente para el plazo de un día y semanalmente para el plazo de un mes) por parte de un grupo de ocho bancos encargados de ofrecer y demandar simultáneamente recursos para fijar una mediana del costo de la liquidez interbancaria.

Es de esperar que en pocos meses se consolide el esquema y el indicador gane credibilidad. El mercado y el Banco de la República tienen especial interés en su consolidación. Para el mercado, la posibilidad de evolucionar y dar tránsito al NDF sobre el IBR, al igual que futuros sobre este índice, representa una prioridad absoluta.

⁵ Calculado como el costo originado por el aumento de la DTF promedio de 2007 frente al cierre de 2006.

Para el Banco de República, promover el uso del indicador como principal variable de reprecio de la cartera de crédito que le facilite la eficacia de la política monetaria al tenerse un indicador con adecuada correlación a su tasa de intervención es igualmente prioritario.

El avance en comunicación logrado en años recientes entre el Banco de la República y el mercado, a través de informes periódicos (Informe sobre Inflación e Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República), pero especialmente de la divulgación de las minutas de cada reunión de su Junta Directiva, es innegable y su impacto medido por la encuesta de expectativas y la acertividad de los analistas de cara a las acciones de política representan un gran progreso para la estabilidad de los mercados. Sin embargo, el validador por excelencia de la lectura que dan los operadores a los anuncios de política por parte de la autoridad monetaria estará contenido en el precio de los futuros o derivados de tasa de interés de corto plazo.

IV. Consideraciones finales

La existencia de un marco normativo prudencial es prerequisite para el crecimiento y desarrollo de un mercado de derivados dinámico. Si bien esfuerzos como la Ley del Mercado de Valores han tenido efectos significativos en el funcionamiento de la valoración y contabilización, así como sobre los sistemas de negociación y sobre la actividad de intermediación en el mercado de valores colombiano, es vital continuar trabajando para alcanzar estándares internacionales.

Recientemente, la Superintendencia Financiera de Colombia y el Ministerio de Hacienda divulgaron para comentarios un proyecto de normatividad por medio del cual se reglamentan las operaciones con

derivados y productos estructurados, brindando los principales lineamientos de valoración y adecuando el régimen contable a normas internacionales. Precisamente es fundamental adoptar las mejores prácticas, pues son los factores legales e institucionales los principales impedimentos para el desarrollo de los mercados de derivados, explicando además la gran heterogeneidad presente en los mercados de la región.⁶

Sin embargo, subsisten temas que limitan el correcto y eficiente acceso de las empresas colombianas a coberturas en derivados, afectando en últimas su competitividad en el mercado global:

- De acuerdo con la Resolución 8 de 2000 del Banco de la República, los establecimientos de crédito tienen autorización para realizar contratos de derivados financieros sobre tasa de cambio, tasas de interés e índices bursátiles. Los derivados de crédito no están autorizados. Así, una regulación que consulte las mejores prácticas internacionales y un modelo transicional prudente debería estar en la agenda del regulador.
- Desde el punto de vista de los agentes del sector real, el conocimiento y difusión de los derivados es aún limitado. Se requiere de un esfuerzo mancomunado de los diversos actores que propenda por un mejor entendimiento de estos instrumentos. El lanzamiento de los futuros estandarizados hacia el segundo semestre de este año debería utilizarse para este fin.
- Los derivados de largo plazo generalmente implican el uso amplio de los cupos de crédito otorgados a las empresas por el sistema financiero. La medición del consumo crediticio regulatorio afectada sustancialmente por el plazo del

contrato, sin la posibilidad de utilizar mitigantes de riesgo como el uso de “umbrales”, limita la profundidad del mercado.

- Salvo por las actividades realizadas por la Bolsa Nacional Agropecuaria, las necesidades de cobertura sobre *commodities* sólo pueden ser atendidas por entidades *offshore* que cumplan requisitos mínimos de operación en mercados externos. Sólo grandes corporaciones tienen la facilidad de acceder a estos mercados, excluyendo a entidades que no tienen el tamaño necesario para ser consideradas como clientes por quienes tienen la capacidad legal para ofrecer este tipo de coberturas. Deberían tener cabida operadores locales que puedan intermediar estos productos.

Sin duda, el mercado colombiano de derivados enfrenta un gran reto, no sólo del lado de la regulación vigente y de la necesidad de avanzar hacia las prácticas utilizadas internacionalmente, sino también al nivel de divulgación y conocimiento de los productos, de tal forma que no sólo aumente la profundidad de los mercados, sino que los mismos puedan ser aprovechados por una mayor variedad de empresarios locales como una herramienta más de competitividad en los mercados globalizados.

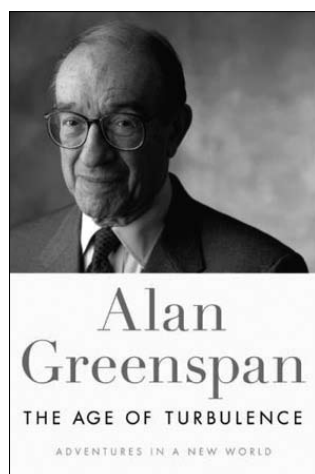
El año 2008 marcará un hito en la historia de los instrumentos derivados en Colombia, no sólo por los grandes esfuerzos para tener una infraestructura más robusta y segura, sino por la mayor sincronía de los diversos actores del mercado. 

⁶ Fernández, V., 2003, “What determines market development. Lessons from Latin American derivatives markets with emphasis on Chile”, *Journal of Financial Intermediation*, March 2003.

La era de la turbulencia: aventuras en un Nuevo Mundo*

Libro escrito por Alan Greenspan

Comentado por: Sergio Clavijo



¿Qué tienen en común Alan Greenspan y Milton Friedman? *Mucho*, desde el punto de vista teórico. Ambos creen en la importancia de controlar el dinero para asegurar una inflación baja y estable. Ellos coinciden en que los mecanismos de transmisión de la inflación son múltiples y que los mercados laborales y la productividad juegan un papel central en la determinación de la tasa real de interés de largo plazo.

En efecto, mientras Greenspan acuñó el tema de la “nueva economía” observando las ganancias en productividad durante el período 1995-2002, Friedman (1968) conceptualizó el “empinamiento de la curva de Phillips” fundamentado en las expectativas de inflación y en los mercados laborales rígidos. Dicho de otra manera, ellos consideran que la expansión del dinero no sirve para empujar la economía, sino simplemente para aceitar su buen desempeño. Según ellos, la orientación del sector productivo debe estar fundamentada en las ventajas relativas y duraderas a escala nacional e internacional y no en los subsidios temporales.

Ahora bien, desde una óptica más práctica, la respuesta alternativa es que Greenspan y Friedman, en realidad, poco tuvieron en común. Friedman (1912-2006) fue académico toda su vida

y lo más cerca que estuvo de un cargo público fue como asesor económico de Nixon y Reagan. En cambio, Greenspan fue prácticamente un *policy-maker* durante toda su vida profesional. Más aun, estando hoy día fuera de la Fed, Greenspan continúa “moviendo los mercados” con sus agudos comentarios económicos y sus cálculos sobre las probabilidades de una recesión. En esta interesante autobiografía, Greenspan ilustra cómo fue aprendiendo a ser un banquero central, hasta que logró salir por la puerta grande tras casi veinte años de ejercer como *Chairman* de la Fed (1986-2006).

Pero tal vez el punto de mayor coincidencia entre las vidas de Greenspan y de Friedman proviene de su formación como economistas-prácticos. Ambos se forjaron como “excavadores de información-básica”, los llamados *data miners*. Una de las partes más atractivas de este libro aparece en la génesis de Greenspan (capítulos 1-4) como un matemático hábil a quien le gustaba entender los ciclos de las variables reales. Su inteligencia le había dado la oportunidad de combi-

* A. Greenspan (2007) *The Age of Turbulence: Adventures in a New World* (The Penguin Press, New York).

nar esas actividades con las de clarinetista y saxofonista cuasi profesional (incluyendo sus estudios en la Academia Juilliard y su participación al lado de Stanley Getz en los años 1944-1945).

La trayectoria profesional de Greenspan es la mezcla de un topo de archivos informativos con la dedicación de una hormiguita al servicio público. Primero, en 1948, recién graduado de economista en NYU, tomó su primer cargo profesional en la hoy reputada Conference Board, la meca del seguimiento al sector productivo (métodos que tratamos de replicar con nuestro Anif-Leading-Index). Ello le sembró de por vida su pasión por el análisis de la información “cruda” y el seguimiento a las Pymes (sí, todo un banquero central siguiendo las Pymes debido a su gran impacto sobre el empleo y el consumo de los hogares). Este trabajo en la Conference Board lo mantuvo Greenspan, en paralelo, mientras iniciaba su doctorado en economía en la Universidad de Columbia. De hecho, su tesis doctoral, algo más de treinta años después, sería la habilitación de uno de estos trabajos realizados en la Conference Board.

En el caso de Friedman, su inclinación por lo práctico surgió, según Hetzel (2007, pág.6 ss), de su vinculación a la Universidad de Columbia (1933-1934), mientras avanzaba como estudiante de posgrado de la Universidad de Chicago (1932-1935). Esto significa que Greenspan bebería de ese mismo elixir-práctico de Columbia unos años después. Más aun, el grueso de las ideas geniales de Friedman saldría no de un laboratorio en una aislada universidad, sino de su trabajo en el mundo práctico y, posteriormente, de sus cavilaciones académicas en las universidades y en el centro de pensamiento que lo vería morir, la *Hoover Institution* (1976-2006). Friedman asegura que su “impronta” como economista práctico se fraguó en el National Resource

Committee (1935-1941) y en su corto paso por el Tesoro Norteamericano, precisamente en la división de impuestos (1941-1943).

A diferencia de la carrera académica de Friedman, la carrera pública de Greenspan fue copiosa e incluyó la de director del Council of Economic Advisors (1974-1977), donde se asomó a los avatares de hacer “política económica” bajo la administración Ford.



Entre 1974 y 1977 Greenspan sirvió como presidente del Consejo de Asesores Económicos del presidente Gerald Ford.



Tras una convención económica en Francia, Greenspan y los secretarios del Tesoro, William Simon, y de Estado Henry Kissinger, atienden una conferencia de prensa a bordo del avión presidencial.

Esto en medio de la compleja “economía política” que arrojaba la forzosa salida de Nixon, tras su Watergate y la fracasada política de control de precios (similar a la que ahora profesan algunos bisoños-criollos). Greenspan también se volvería especialista en temas de pensiones-salud al dirigir la Comisión de Seguridad Social (1982-1983) durante la administración Reagan. Posteriormente incursionó como empresario del sector privado al crear la

firma de análisis económico Townsend-Greenspan (1980-1987). Allí su activa participación en diversas juntas directivas (especialmente ligadas al sector metalúrgico y minero) le permitía contar con un “observatorio” privilegiado para detectar los giros en el ciclo económico de Estados Unidos.

Esta última habilidad la explotaría Greenspan al máximo cuando le fue ofrecida la Presidencia de la Fed, de forma repetida, durante los años 1987-2006, alcanzando su condición de Maestro (Woodward, 2004). Una de las características de su “maestría” en la conducción de la política monetaria consistiría en el manejo de la dualidad entre reglas vs. discreción, aplicando a fondo el principio de la “ambigüedad constructiva” (Friedman, 2006; Anif, 2007; Clavijo y Vera, 2007).

En fin, tal como lo concluye *The Economist* (2007 pág.99), este libro “no contiene nada de sensacional, pues es mucho mejor que eso”. Para aquellos interesados en averiguar dónde y cómo se acuñó tal cantidad de paradojas económicas (“exuberancia irracional”, *conundrum*, los límites de la supervisión, la regulación bancaria y la gobernabilidad corporativa, etc.), esta autobiografía de Greenspan no sólo es lectura obligada, sino punto de consulta histórica para las futuras generaciones. **ANIF**



En 1987, el presidente Reagan nominó a Greenspan para el cargo de presidente de la Reserva Federal.



Greenspan se relaja en su apartamento de Nueva York.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anif (2007), “Repensando la teoría monetaria: reglas y discreción”, *Comentario Económico* del día 20 de febrero.
- Clavijo, S. and A. Vera (2007), “Rethinking Monetary Theory: Rules and Discretion”, Anif, March.
- Friedman, B. (2006), “The Greenspan Era: Discretion, rather than Rules”, *NBER-Working Paper*, No. 12118, March.
- Friedman, M. (1968), “The Role of Monetary Policy”, *American Economic Review*, May.
- Greenspan, A. (2007), *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, The Penguin Press, New York.
- Hetzel, R. (2007), “The Contributions of Milton Friedman to Economics”, *Economic Quarterly-Federal Reserve Bank of Richmond*, Winter.
- The Economist* (2007), “The Undertaker’s Story: Alan Greenspan’s Memoirs”, September 22nd.
- Woodward, R. (2000), *Maestro: Greenspan’s Fed and the American Boom*, New York, November.