

DIRECTOR
Sergio Clavijo

SUBDIRECTOR
Carlos Ignacio Rojas

SECRETARIA GENERAL
Helena Hidalgo

INVESTIGADOR JEFE
Alejandro Vera

INVESTIGADORES ANIF
Raúl Ávila
Mario Castro
Karen A. Erazo
Alejandro González
Manuel I. Jiménez
María A. Lozano
María O. Peña
María P. Salcedo

PRODUCCIÓN ELECTRÓNICA
Luz Stella Sánchez

DISEÑO CARÁTULA
Gustavo Bernal S.

IMPRESIÓN
Punto & Línea Impresores

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



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 | ¿Qué tipo de reforma tributaria estructural
requiere Colombiana?

actualidad económica: especial mercado de capitales

- 7 | Innovaciones en el mercado de capitales colombiano
Juan Pablo Córdoba
- 11 | ¿En qué vamos de la crisis financiera?
Sergio Clavijo
- 18 | Desarrollo de la bolsa de derivados de México - MexDer
Luis Acevedo
- 23 | BM&F Bovespa: la bolsa de valores,
mercados y futuros de Brasil
Alvaro Affonso Mendonça
- 29 | Requisitos para un mercado de derivados de tasa de cambio
Gerardo Hernández
- 37 | Riesgo sistémico: una visión desde la supervisión
Ana Fernanda Maiguashca

notas destacadas de enfoque

- 34 | Desarrollo del mercado de valores:
¿en qué estamos?
- 36 | Los organismos autorreguladores:
la experiencia internacional y la de Colombia
- 40 | Financiamiento de infraestructura y mercados de capitales

notas destacadas de Anif

- 45 | Bancarización mediante telefonía móvil:
la 'platanización' del *m-banking* en Colombia
- 48 | Pobreza en Colombia: ¿cuál es la verdadera situación?
- 51 | Reforma financiera: multifondos, *leasing*,
beneficios económicos y derechos del consumidor

entrevista

- 54 | Entrevista al presidente de Deceval
Jorge Hernán Jaramillo
"Agilizando la arquitectura del mercado de capitales"

torre de marfil

- 62 | *Envejecimiento poblacional, fondos de pensiones
y mercados financieros*
Libro escrito por Robert Holzmann
Comentado por Sergio Clavijo

¿Qué tipo de reforma tributaria estructural requiere Colombia?

Anif ha venido argumentando que el país requiere una agenda de reformas estructurales que, en el período 2010-2014, deberán ir más allá de la Seguridad Democrática. Si bien esta última ha sido la base de la recuperación del período 2003-2007, la crisis internacional de los años 2008-2010 va dejando claro que Colombia tiene grandes tareas por realizar en los campos de comercio internacional, infraestructura, flexibilización del mercado laboral y financiero, así como la adopción de una reforma tributaria verdaderamente integral.

En efecto, al extender el concepto de “beta-financiero” hacia el área de las reformas estructurales, encontramos que es posible definir un “beta-social” tal que $b = \text{Retorno socioeconómico de las reformas/Riesgo político de aprobación de dichas reformas}$ (ver Comentario Económico del Día 2 de junio de 2009).

En particular, la refinanciación de la Seguridad Democrática arrojaría un “beta-social” elevado en la

actual coyuntura, equivalente a $b=5$ [$=5/1$]. Éste resulta de aplicarle el máximo retorno socioeconómico con el mínimo riesgo político. Pero, en opinión de Anif, sería un error gravar nuevamente los activos productivos de las firmas (ver *Informe Semanal* No. 976 de mayo de 2009). Lo que se requiere es sustituir cerca del 30% del impuesto patrimonial que se ha vuelto recurrente y para ello deben usarse las fuentes tributarias generales (renta e IVA).

Pero no se trata únicamente de sustituir la fuente de financiación de una porción del llamado “impuesto de guerra”, sino de enfrentar (de una vez por todas) la “colcha de retazos tributarios” en que se ha enfrascado el país en la última década. Esto requiere de una reforma tributaria estructural que permita mejorar la eficiencia del recaudo y borrar serias distorsiones económicas, tales como ésta de gravar el patrimonio productivo de las firmas (con grave perjuicio sobre aquellas intensivas en capital). A continuación analizaremos la actual estructura tributaria de Colombia;

después señalaremos las fuentes de tributación que deben sustituirse y, finalmente, la forma en que creemos que ello debería hacerse durante los años 2010-2014.

I. Estructura actual del recaudo tributario

En el año 2008, el total del recaudo del Gobierno Nacional (GN) ascendió a \$67 billones, de los cuales imponderable aportó el 40%, el IVA el 43%, el Impuesto al Patrimonio (IP) el 5%, el Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) el 5% y el 8% restante provino de diversas fuentes menores (ver cuadro 1).

Como porcentaje del PIB, el total de dichos recaudos representó tan sólo un 14.1% (ver cuadro 2). El país venía con relativa tranquilidad afirmando que su esfuerzo tributario se encontraba cerca de la media de América Latina (un 17% del PIB). Pero la verdad es que ahora nos damos cuenta de que Colombia está bastante rezagada en tributación relativa debido a que el Dane “sin-

ceró” el PIB de Colombia. Ello ha implicado un PIB-nominal un 18% más grande y, por lo tanto, todas las razones al PIB han caído en cerca de 3 puntos porcentuales, incluyendo esta menor “presión tributaria” relativa. En particular, los Recaudos/PIB son en realidad de: impropormenta 5.6%, IVA 6%, IP 0.7%, ITF 0.7% y 1.1% el restante.

II. Tasas de tributación

Tras la aprobación de la Ley 1111 de 2006, el impuesto de renta se redujo de 35% (o de 38.5% cuando existía la sobretasa de 10%) a 33%. Pero simultáneamente se aprobó el gravamen a los patrimonios líquidos superiores a los \$3.000 millones a razón

del 1.2% anual para la vigencia 2007-2010. Así, pues, una firma que rente el 10% de sus activos en realidad enfrenta una tasa de gravamen compuesto (impropormenta-IP) hasta de 45%.

Ahorabien, al volverse permanente el alivio hasta de 40% en impropormenta, dicha tasa compuesta podría reducirse en 37% para aquellas firmas que logren reinvertir hasta el 60% de las utilidades en bienes de capital. Como se ve, la tasa de impropormenta en Colombia se ha vuelto bastante heterogénea según las condiciones que enfrente el capital, fluctuando entre 45% (con IP y sin alivio del 40%) y 19.8% (sin IP y con alivio del 40%). Algo similar ocurre con la tasa del IVA, donde existen ocho tasas diversas alrededor de la básica de 16%.

III. Hacia una reforma tributaria estructural: sustituyendo fuentes de recaudo

Una reforma tributaria estructural debe apuntar a sustituir diversas fuentes de tributación que son claramente antitécnicas. En primer lugar, tenemos el caso del ITF (o 4x1.000). Éste debe tender a “marchitarse”, pues ha sido uno de los mayores impedimentos para lograr que Colombia cuente con mercados financieros profundos. Esto implicaría entrar a sustituir la fuente de \$3.5 billones (0.7% del PIB).

En segundo lugar, se requiere sustituir cerca del 30% del recaudo proveniente del IP, cerca de un \$1 billón (0.1% del PIB). Estos dineros tuvieron que utilizarse en gastos recurrentes atados a la necesaria expansión del pie de fuerza pública de Colombia. En tercer lugar, es importante sustituir por recursos presupuestales los parafiscales del ICBF-Sena-Cofamiliares hoy cobrados sobre la nómina, equivalentes a cerca de \$4.5 billones (un 0.9% del PIB).

Por último, el país requiere homogeneizar las tasas de tributación de renta. Esto implica eliminar las múltiples exenciones tributarias: el 40% por reinversión de utilidades, los contratos de estabilidad tributaria o las zonas francas. Según la propia Dian, éstas significaron un “sacrificio fiscal” cercano a los \$5 billones (1% del PIB) durante 2008, con grave riesgo de haber deteriorado la situación hacia el futuro por cuenta de la celeridad con que se han venido otorgando estos esquemas de “blindaje tributario futuro.”

El cuadro 3 resume el impacto de una reforma de esta naturaleza. De

Cuadro 1. Recaudo de impuestos (% del total)

	2007	2008	2009(p)
Impuesto de renta	41.1	39.8	40.9
Impuesto al patrimonio	2.0	5.0	2.9
IVA	43.4	42.7	42.2
4 X 1000	5.0	4.8	5.0
Resto	8.5	7.8	8.9
Total	100	100	100
Total (\$ billones)	60.2	67.0	70.7

Fuentes: Ministerio de Hacienda y Crédito Público y cálculos Anif.

Cuadro 2. Recaudo de impuestos (% del PIB)

	2007	2008	2009(p)
Impuesto de renta	5.7	5.6	5.8
Impuesto al patrimonio	0.3	0.7	0.4
IVA	6.1	6.0	6.0
4 X 1000	0.7	0.7	0.7
Resto	1.2	1.1	1.3
Total	13.9	14.1	14.2

Fuentes: Ministerio de Hacienda y Crédito Público y cálculos Anif.

una parte, vemos que la sustitución de fuentes tributarias del ITF, del 30% del IP y de los parafiscales ICBF-Sena-Cofamiliares representaban \$8.6 billones (de 2008), equivalentes al 1.7% del PIB. De otra parte, vemos que la eliminación de las exenciones tributarias aportaría \$5.7 billones, equivalentes al 1.1% del PIB (Alternativa A). Para buscar el remanente del 0.6% del PIB sería necesario pensar en elevar ligeramente la tasa general de imporrenza de 33% a 34% y la del IVA de 16% a 17% (Alternativa B).

Conclusiones

Hemos argumentado que a Colombia le conviene adoptar una reforma tributaria estructural durante los años 2010-2014, que le permita homogeneizar sus tasas de gravamen y mejorar su eficiencia en el recaudo. Dicho recaudo hoy está seriamente amenazado por cuenta de una amplia

gama de exenciones tributarias y por una estructura antitécnica, lo cual se ha hecho evidente en la fase recesiva 2008-2010.

Si bien se ha progresado en reducir la evasión en renta a 30% y la del IVA a 21%, el principal problema es que la base tributaria “legal” se ha ido encogiendo por cuenta de dichas exenciones. El promedio de la relación Recaudo/PIB durante los años 2007-2008 ha sido tan sólo de 14%, inferior a la media histórica de América Latina de 17%.

Para superar la “colcha de retazos” tributaria es importante desmontar, por ejemplo, el ITF (4x1.000). Como se recordará, el ITF nació como una “contribución” del 2x1.000 (con destinación específica) en medio de la declaratoria de emergencia económica de noviembre de 1998 para salvar a la banca pública, pero terminó convirtiéndose en impuesto permanente a la tasa del 4x1.000 (con libre destinación), según la misma Ley 1111 de

2006. Este infortunio tributario del 4x1.000 ha malogrado las posibilidades de profundización financiera del país. Hoy nos encontramos estancados en niveles de 28% en la relación Cartera total/PIB, cuando el referente de países similares está en 70%, como ocurre en Chile.

Además, este gravamen, en la práctica, ha tenido un efecto búmeran de sacrificio tributario: el recaudo del 0.7% del PIB resultante del 4x1.000 seguramente es inferior al costo de evasión-elusión tributaria que ha inducido el elevado manejo del efectivo, el cual no deja huella transaccional para cobrar lo correspondiente al IVA, el imporrenza y los tributos locales (tipo ICA).

De otra parte, el financiamiento “ocasional” sustentado en el gravamen a los activos productivos de las empresas resulta improcedente para esta nueva fase de consolidación de la paz y la Seguridad Ciudadana, pues ello afectaría la competitividad de las empresas. Las fuentes permanentes de estos recursos deben entonces provenir de: a) el desmonte de toda una gama de exenciones tributarias de imporrenza; b) el elevamiento de la tasa de imporrenza y 3) el incremento de la tasa del IVA.

En particular, hemos propuesto aquí: sustituir las fuentes tributarias del ITF, del 30% del IP y de los parafiscales ICBF-Sena-Cofamiliares, que en su conjunto representaban \$8.6 billones (de 2008), equivalentes al 1.7% del PIB. Vimos que la eliminación de las exenciones tributarias aportaría \$5.7 billones, equivalentes al 1.1% del PIB, luego la búsqueda del remanente 0.6% del PIB requeriría elevar ligeramente la tasa general de imporrenza de 33% a 34% y la del IVA de 16% a 17%. 

Cuadro 3. Montos a sustituir y fuentes de los recursos

	Billones \$	% del PIB
I. Montos a sustituir	8.6	1.7%
1. 4 x 1000	3.5	0.7%
2. Impuesto patrimonial (30% operativo)	0.6	0.1%
3. Parafiscales	4.5	0.9%
ICBF	1.9	
Sena	1.3	
Cofamiliares (2 puntos de 4)	1.3	
II. Nuevas fuentes de los recursos (A+B)	8.4	1.7%
A. Desmonte exenciones	5.7	1.1%
4. Descuento del 40% Imporrenza	3.1	0.6%
5. Rentas exentas	2.3	0.5%
6. Descuentos tributarios	0.3	0.1%
7. Otros (Contratos Est. Tribu.-Zonas francas)	0.0	0.0%
B. Incremento en tasas	2.8	0.6%
8. Elevación Imporrenza de 33% a 34%	0.9	0.2%
9. Elevación IVA de 16% a 17%	1.9	0.4%

Fuente: cálculos Anif.

Innovaciones en el mercado de capitales colombiano

Juan Pablo Córdoba *

Introducción

Es muy grato para la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) decirle al país que ya tenemos toda la infraestructura y gran parte del marco regulatorio para el desarrollo del mercado de derivados estandarizados. De hecho, este nuevo mercado brinda las herramientas para que los administradores de portafolio hagan un manejo eficiente de sus portafolios. Sin embargo, hay temas pendientes en el marco regulatorio que hay que profundizar. Me permito entrar en materia abordando dos secciones: en primer lugar, discutiré lo que hemos construido hasta el momento, que es un poco la generación de la infraestructura en el país y lo que ya hay en funcionamiento; y, en segundo lugar, presentaré lo que viene hacia delante.

¿Qué hemos construido?

Hoy podemos decir que Colombia tiene en funcionamiento un mercado

de derivados estandarizado lanzado en septiembre de 2008. Para ello se creó la Cámara de Riesgo Central de Contraparte, con el concurso de prácticamente todas las entidades del sector financiero, vigilada por la Superintendencia Financiera y con una administración de riesgos que sigue los patrones internacionales. Esta entidad está en operación y lleva ya varios meses funcionando adecuadamente. Adicionalmente, la BVC lanzó al mismo tiempo un sistema de negociación electrónico de talla mundial, adquirido a Nasdaq OMX. Éstas son dos piezas fundamentales para la operación del mercado.

Desde septiembre de 2008 se transan instrumentos derivados sobre TES, el mercado más grande, con mayor liquidez y con mayor volumen de operaciones que hay en el país. Efectivamente, hoy por hoy se negocian entre \$8 y \$10 millones diarios en este mercado en los distintos foros. Así, el futuro sobre los bonos de TES a cinco años fueron los primeros en

desplegarse y, a partir de febrero de 2009, completamos la curva con los futuros de TES a dos años y a diez años. Al tener tres puntos sobre la curva se puede replicar la curva de rendimientos de los bonos del Gobierno Nacional, generando un esquema de precios a futuro de esos instrumentos. A la fecha existen 95 operadores inscritos en 25 entidades activas, de las cuales 11 son comisionistas de bolsa, 10 bancos y 4 entidades entre fondos, fiduciarias, compañías de *leasing*, etc. (ver gráfico 1).

Los operadores están aprendiendo el manejo de riesgo del Producto, lo que implica que no se ha generado una explosión en la demanda del Produc-

* Presidente de la Bolsa de Valores de Colombia. Transcripción de su intervención en el Seminario Temático “Profundización en el mercado de capitales: los derivados”, evento organizado por Anif, con la colaboración de la Bolsa de Valores de Colombia y el Banco Mundial, y llevado a cabo el 6 de mayo de 2009.

to. Por otro lado, la coyuntura también ha hecho que los actores sean mucho más prudentes, pero vemos cómo a lo largo de los meses ha aumentado el saldo de posiciones abiertas en estos instrumentos, en particular en el TES de cinco años, que es el que original-

cómo era el mecanismo de entregas, el saldo de operaciones prácticamente se eliminó. Esto ocurrió porque se dejaron expirar los contratos para llegar hasta el vencimiento y constituir las posiciones. Respecto a los montos negociados, son aún montos muy pequeños, que aspiramos que con el paso del tiempo crezcan, en parte por la vinculación de más operadores, y en parte porque se va aprendiendo más sobre el mercado (gráfico 3).

Hay oportunidades en el mercado y hay dinero sobre la mesa para

ganar, debido a que existen oportunidades en el mercado. De hecho, aquellos que están en el proceso de aprendizaje, son reacios o se han demorado en participar, están dejando oportunidades sobre la mesa, porque hay todavía espacio importante para mejorar el funcionamiento del mercado, la formación de precios y eliminar el arbitraje (gráfico 4).

¿Qué viene hacia adelante?

Hacia adelante necesitamos darle mucha más liquidez al mercado, mucha más profundidad y que, en efecto, la curva *forward* de TES se convierta en una referencia de mercado. Todo esto permitirá una gestión eficiente de los portafolios, en el sentido de que yo puedo ajustar la duración de mi portafolio sin tener que liquidar mis posiciones en el mercado; simplemente a través del mercado de futuros puedo alargar o acortar la duración y, en particular, me permite exponerme frente a las expectativas del mercado.

Por otro lado, estamos buscando ofrecer nuevos productos y también profundizar estos mercados, pues queremos tener curvas *forward* a diferentes plazos para distintos instrumentos financieros. Estamos en el análisis de derivados sobre el tipo de cambio o la tasa de interés. En otras palabras, queremos no sólo tener el precio de mercado hoy, sino el precio de referencia de mercado a tres meses, a seis meses o de hasta un año.

Es muy importante para la toma de decisiones no solamente saber

Estamos buscando ofrecer nuevos productos y también profundizar estos mercados, pues queremos tener curvas *forward* a diferentes plazos para distintos instrumentos financieros. Estamos en el análisis de derivados sobre el tipo de cambio o la tasa de interés.

mente se lanzó (gráfico 2). Hasta el momento se ha aprendido muchísimo: por un lado, ha sido necesario adecuar los sistemas tecnológicos de las entidades, dado que el manejo de riesgo es distinto al manejo de riesgo de las operaciones de contado. Por otro lado, como diciembre pasado coincidió con el primer vencimiento y los operadores estaban ensayando

Gráfico 1. 25 entidades activas para negociar en el mercado de derivados

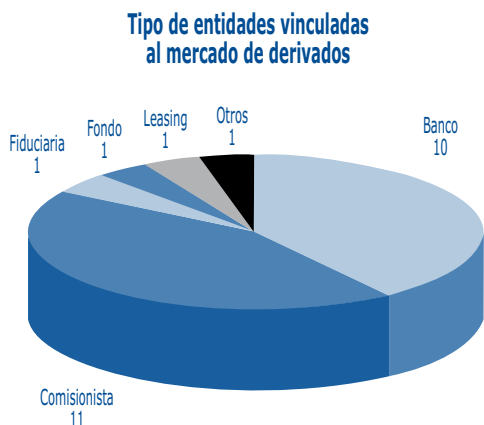
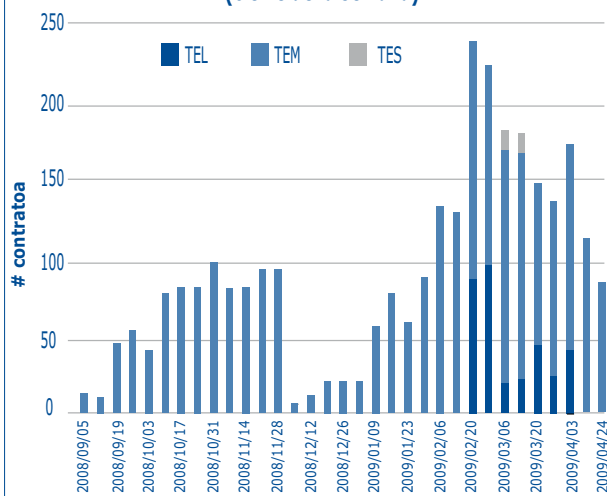


Gráfico 2. Interés abierto (cierre de la semana)



cuál es el nivel de tasa de interés hoy, sino cuál es la expectativa del mercado y saber así cómo me financio o en qué invierto. A través del mercado de futuros de derivados estandarizados buscamos generar esos referentes en el mercado, en un mercado sin riesgo de contraparte porque opera a través de una Cámara de Riesgo Central de Contraparte y con nuevos productos, que es lo que voy a referenciar.

Muchos nos han preguntado por qué no arrancamos con el derivado sobre tasa de cambio. Aquí hemos tenido ajustes regulatorios con el Banco de la República, pero las cosas van bien y esperamos que en los próximos meses estemos en capacidad de ofrecer el futuro de tasa de cambio. El objetivo es precisamente distribuir este producto al sector real que opera en este mercado y que tiene necesidad y demanda. Adicionalmente, este instrumento permite un uso más eficiente de la posición bruta de apalancamiento de los intermediarios cambiarios (gráfico 5).

La siguiente familia de productos que esperamos lanzar es el futuro sobre acciones individuales. No todas las acciones son elegibles para tener un futuro debido a restricciones de liquidez, pero serán las principales acciones aquellas con más liquidez. Posiblemente un grupo de 4 a 6 acciones tendrá futuros, con lo cual se puede operar en el mercado de contado y administrar el portafolio de manera mucho más eficiente.

Finalmente, estamos haciendo una alianza con una filial de ISA, XM, para

entrar en el mercado de derivados energéticos. La energía eléctrica es un sistema ya consolidado en Colombia, que tiene un mercado de contado interesante y donde los generadores y los comercializadores de energía tienen la necesidad de cubrirse frente a las fluctuaciones de precio de la energía eléctrica. Este futuro seguramente entrará en operación este año.

Así, podemos esperar la incorporación de estas nuevas familias de productos a los derivados estandarizados en el segundo semestre, completando entonces la oferta de productos sobre

los cuales se puede actuar. A partir de esto se puede construir lo que sería la tasa *forward* para distintos productos. Esto es más de lo que el mercado puede digerir en un año, porque de cualquier modo son muchos instrumentos nuevos. Sin embargo, la idea es ir aprendiendo e ir teniendo los productos. Y es que ningún mercado ha madurado en menos de cinco años: son procesos de tres a cinco años durante los cuales el mercado va conociendo y, sobre todo, va aprendiendo cómo maneja la combinación entre las posiciones estructurales entre el contado y los derivados.

Hacemos entonces una invitación a todos los actores del mercado para que estén atentos al lanzamiento de cada producto. Una de las cosas importantes por las cuales insistimos tanto en este tema es porque era una necesidad sentida del mercado. Cuando tuvimos la crisis de los TES en 2002, parte del consenso fue que la gravedad de la crisis obedeció en parte a la ausencia de mecanismos de cobertura, es decir, todo el mundo estaba largo con un revés de tasas de interés, por lo que lo único que se podía hacer era aguantar las pérdidas y disminuir la liquidez en el mercado.

Dado el consenso sobre la necesidad de tener este mercado, se ha venido trabajando en el marco regulatorio y en la infraestructura. No obstante, parte de la razón es que, una vez que los derivados estandarizados funcionen con liquidez y buena formación de precios, la oferta de productos para los administradores de portafolio, el sector real y los clientes individuales se

Gráfico 3. Cantidad de contratos por mes
(volumen mercado de futuros de TES, N° de contratos)

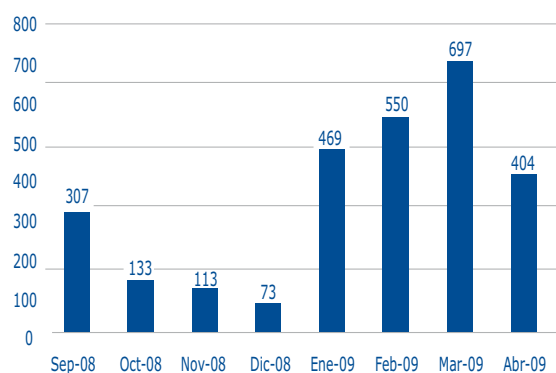
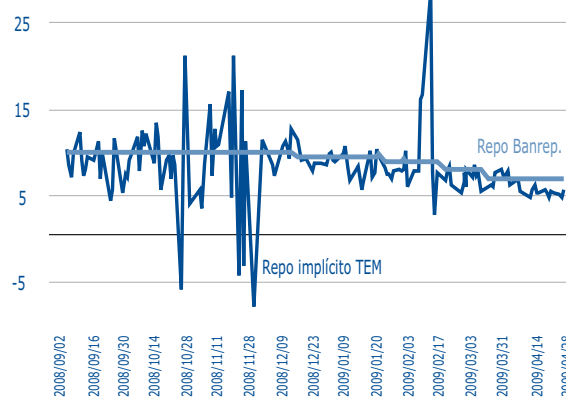


Gráfico 4. Tasa de implícito
(futuros vs. contrato, %)



vuelve casi ilimitada. Al combinar diferentes estructuras entre los derivados y los productos ya existentes en el mercado, se puede ofrecer un abanico de oportunidades de inversión y de cobertura.

¿Hacia dónde vamos en términos de productos en el mercado?

Estaríamos hablando posiblemente del índice bursátil o de índices de tasas de interés o índices de bonos corporativos. En fin, se pueden desarrollar distintos tipos de índices y brindarle al mercado una oferta de futuros que permita la cobertura frente al comportamiento de estos índices. Con el sector bancario hay mucho interés en trabajar en la tasa del mercado monetario, mientras que para la tasa de financiación de corto plazo interbancaria se está trabajando con el Indicador Bancario de Referencia (IBR). La idea es que este mercado se profundice y que tengamos unos futuros sobre esa tasa de referencia.

Por otra parte, estamos muy acostumbrados a que el mercado lo hacemos aquí entre colombianos en el mercado local, mientras que los extranjeros operan a través de intermediarios locales. Éste es un punto que dejamos para discusión, porque lo que hemos visto es que muchos mercados han aumentado su liquidez y potenciado su desarrollo a través de una participación activa de inversionistas extranjeros y de intermediarios de otros países. De hecho, se puede permitir operar a estas entidades, que ya operan en otros mercados, que saben muy bien cómo funcionan estos productos, lo que les da conocimiento y liquidez al

mercado. Es fundamental adecuar el marco normativo para permitir que estos operadores vengan de manera ágil y sencilla a nuestro mercado. Creo que éste será un tema de discusión también hacia adelante, pero en las experiencias de Brasil y de México los extranjeros juegan un

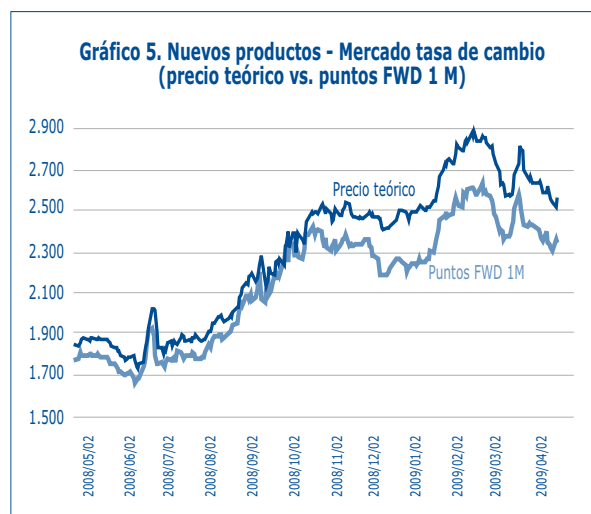
Se requieren desarrollos futuros en el uso de tecnologías. Si bien hoy en día la liquidez no lo amerita y como estamos aprendiendo, seguimos operando a través de personas. En la medida en que los mercados evolucionan, los creadores de mercado empiezan a utilizar herramientas automatizadas para generar ofertas de compra y venta en el mercado, dándole liquidez.

papel muy importante en proveer liquidez y desarrollo. Finalmente, se requieren desarrollos futuros en el uso de tecnologías. Si bien hoy en día la liquidez no lo amerita y como estamos aprendiendo, seguimos operando a través de personas. En la medida en que los mercados evolucionan, los creadores de mercado empiezan a utilizar herramientas automatizadas para generar ofertas de compra y venta en el mercado, dándole liquidez. Ojalá veamos hacia adelante que los operadores internacionales tengan mucho más interés en nuestro mercado y que así agilicemos su vinculación a éste, porque sin duda ellos han ayudado a consolidar mercados a nivel global.

Conclusiones

Al tener la infraestructura funcionando, el marco regulatorio casi completo, los operadores ya habilitados, el aprendizaje de los últimos meses, los sistemas contables, los sistemas de administración de riesgos de las entidades, ello significa que se ha superado una etapa muy importante. Si bien eso todavía no se refleja en los volúmenes de negociación, sin duda

se han cumplido etapas clave en el proceso de desarrollo. Lo que viene para el resto del año es el lanzamiento de los productos básicos: tasa de cambio, acciones y energía eléctrica, completando así la oferta de productos básicos de este mercado. Hoy puedo decir con satisfacción que Colombia cuenta con este mercado, tenemos las herramientas y los instrumentos. Así que los invito a tener muchísima curiosidad, a entender mejor estos instrumentos y a comenzar a utilizarlos cuanto antes. 



Fuente: Bloomberg.

¿En qué vamos de la crisis financiera?

Sergio Clavijo *

Introducción

En agosto de 2007 estalló lo que se ha denominado la Gran Recesión del período 2008-2010. En efecto, al cierre de 2008, la economía de Estados Unidos se contrajo 0.8% anual (o -6.3% en trimestre anualizado) y durante el primer trimestre de 2009 volvió a contraerse a un ritmo anual de 2.6% anual (o -5.7% en trimestre anualizado), configurando una recesión técnica.

Después de haber logrado un crecimiento de 1.1% durante 2008, se estima que la economía de Estados Unidos estará contrayéndose 2.4% en 2009, pero que será capaz de “rebotar” a tasas de 3% en el año 2010. Pero mientras que el principal asesor de la administración Obama, Larry Summers, decía hace dos meses que lo peor había quedado atrás, tres premios Nobel de Economía (Krugman, Solow y Stiglitz) advertían que la recuperación de 2010 sería lenta y débil.

¿Qué tan grave es entonces la actual situación de Estados Unidos y cuál es su capacidad de “rebote”?

¿Será cierto que estamos en una situación económica similar a los difíciles años de la Gran Depresión del período 1929-1933? Con el fin de tener un adecuado telón de fondo para el análisis macroeconómico de los años 2009-2010, resulta interesante intentar aquí un primer paralelo, sabiendo que se trata de una coyuntura cambiante y de difícil pronóstico en este momento.

A continuación haremos una “disección histórica”, comparando el desempeño de la Gran Depresión vs. la Gran Recesión en Estados Unidos. Centraremos nuestra atención sobre el mercado de renta variable, el crecimiento del PIB, el comportamiento de la tasa de referencia de la Fed y la tasa de desempleo.

Renta variable

Al finalizar la década de los años veinte, los fondos de inversión surgieron como la gran innovación financiera del momento, generando un gran apalancamiento en acciones y bonos. En cambio, el detonante de la crisis de los años 2007-2009 ha

sido la burbuja hipotecaria apalancada en créditos *subprime*. Como es bien sabido, dicha crisis se extendió a través de los gigantes hipotecarios cuasi públicos Fannie Mae y Freddie Mac.

Dicho apalancamiento cuasi fiscal vino aderezado con los derivados, las coberturas y el apalancamiento a través de operaciones “fuera de balance”. Todas estas operaciones impidieron llegar a conocer los riesgos allí involucrados y que han demandado paquetes de salvataje financiero (TARP) por montos equivalentes al 8% del PIB, adicionados a los de reparación contracíclica (TALP) por valor del 6% del PIB.

Curiosamente, el comportamiento de la renta variable, medida a través del índice industrial Dow Jones, es muy similar en los inicios de la Gran Depresión y de la Gran Recesión (ver gráfico 1). Siendo t el momento de estallido de ambas crisis (índice=100), se observa cómo durante la Gran Depresión la caída llegó a 40% año y medio después del estallido de

* Presidente de Anif, con la colaboración de María Olga Peña, investigadora de Anif.

dicha crisis (en t+18). Nótese que en la crisis actual la trayectoria había sido similar hasta hace muy poco; pero en mayo de 2009 se registró un repunte.

Parte del repunte en los índices de renta variable proviene de la “sustracción de materia”, debido a la salida de entidades como General Motors y Citibank de dicho índice, por cuenta de sus quiebras y salvatajes. Los indicadores más recientes alientan la idea de haber tocado fondo a mediados de este año 2009, en t+17. En cambio, en la Gran Depresión esto no ocurrió sino hasta el momento t+30, alcanzando valores de 16 frente al valor de 61 que actualmente registra dicho Dow Jones, según nuestra medida pre/postcrisis.

Crecimiento económico

Durante 1929-1933 se acumuló una contracción de 25% en el PIB real. Dados los pronósticos antes comentados, tenemos que durante el año 2009 tan sólo se espera una caída de 2.4%, luego claramente se trata de una minirecesión. De hecho, si en 2010 se diera una recuperación del orden de 3%, entonces el índice del PIB real estaría regresando prácticamente a su nivel precrisis (ver gráfico 2).

El mal manejo económico durante la Gran Depresión nos ha dejado lecciones útiles para el manejo de la Gran Recesión. La primera tiene que ver con las políticas monetarias y fiscales contracíclicas, que brillaron por su ausencia durante la Gran Depresión. El actual presidente de la Fed, Ben Bernanke, dedicó buena parte de su vida a extraer lecciones de lo acontecido durante el período 1929-1933. De hecho, la forma rápida en que bajó la tasa Fed de 5.25% a tan sólo 0.25% durante 2006-2008

da buena muestra sobre la importancia de dar liquidez, abundante y barata, durante la actual Gran Recesión. Adicionalmente, se recurrió a complementar las señales vía tasas de interés a través de generosos programas de apoyo al sector financiero y también al sector productivo (TARP-TALP).

Durante la Gran Depresión se dio un peligroso rebrote proteccionista, lo cual frenó la recuperación de la demanda agregada. Claramente allí se sembraron los problemas económicos que conducirían al estallido de la Segunda Guerra Mundial (1939-1945). No estamos muy seguros de que esta lección se haya aprendido a

cabalidad. De una parte, las campañas presidenciales de 2008 enardecieron a los votantes con retórica proteccionista y, de otra parte, la propia administración Obama ha tenido serias dificultades en 2009 para reparar los daños hechos en materia de los TLC, especialmente el referente a Colombia.

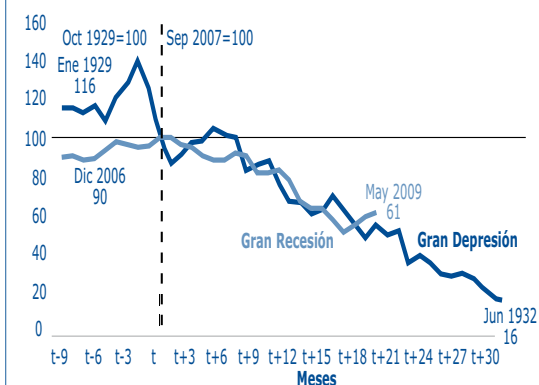
Pese a las lecciones aprendidas, la Gran Recesión todavía debe enfrentar dos serios retos. De una parte están los monumentales costos fiscales que se están generando en Estados Unidos, lo cual implicará déficits del orden de 8%-10% anual durante 2009-2010. Esto podría reflejarse en rebrotes inflacionarios y en necesidades de mayor tributación. De otra parte, está el riesgo de sobre-regulación financiera. Claramente Basilea I y II se quedaron cortos en esta materia y será necesario pensar en tratamientos más globales, pero ello no debe conducir a “castrar” las iniciativas de un mercado que es necesariamente cambiante.

Tasa repo de la Fed

Existe relativo consenso en que la Gran Depresión se debió principalmente a la carencia de liquidez, lo cual terminó por deprimir la demanda agregada, conduciendo a la conocida espiral deflacionaria. Cabe señalar que inclusive en 1928, la Fed había optado por elevar su tasa repo a niveles de 6%, promoviendo algo de euforia y posteriores corridas bancarias.

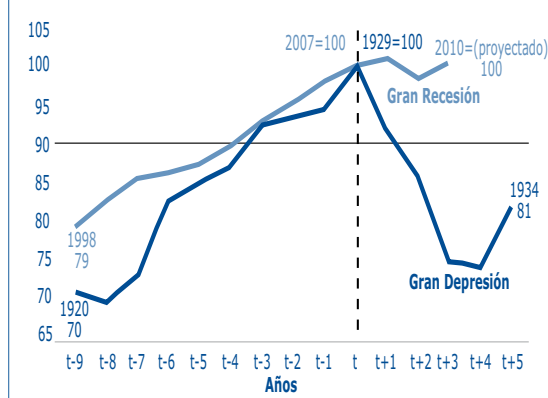
Ya hemos comentado cómo la falta de liquidez produjo esa espiral deflacionaria (la conocida “trampa de liquidez”). Frente a esta situación se requirieron estímulos de orden fiscal y un gran paquete de obras públicas (de corte keynesiano) para revitalizar dicha demanda

Gráfico 1. Renta variable: Dow Jones industrial (1929-1933 vs. 2007-2009)



Fuente: Dow Jones.

Gráfico 2. PIB Estados Unidos (comparación octubre 1929 vs. septiembre 2007)



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

agregada, lo cual sólo vino a ocurrir con el *New Deal* de 1934.

En el gráfico 3 se puede observar la comparación de las actuaciones de la Fed durante las dos crisis. En el período comprendido entre septiembre de 2007-diciembre de 2008, la Fed bajó rápidamente su tasa de interés, mientras que sus movimientos fueron leves y tardíos durante la Gran Depresión.

Desempleo

La tasa de desempleo se elevó de 3% en 1928 a 25% en 1933. En cambio durante el período 2007-2009 (junio) hemos visto un incremento mucho menos pronunciado, pasando de niveles de 4.5% a cerca de 10% (ver gráfico 4).

En todo caso se trata de cerca de siete millones de desempleados en Estados Unidos al corte de junio de 2009, cuyo reenganche será lento y difícil. Esto debido a que la “nuez” del aparato productivo norteamericano ha sido gravemente afectada en esta ocasión: dos de sus tres ensambladoras de automóviles (GM y Chrysler) tuvieron que declararse en bancarrota, con graves daños sobre toda la cadena productiva. Aunque han existido apoyos importantes del gobierno (por valor cercano a los US\$40.000 millones), su sobre-

vivencia implica replantear toda la estrategia mundial de dicha industria.

Perspectivas para el mercado inmobiliario

Si observamos el comportamiento de los precios de la vivienda en Estados Unidos, podemos ver que la crisis todavía no ha tocado fondo. El índice Case-Shiller compuesto, al corte de abril, seguía mostrando caídas del

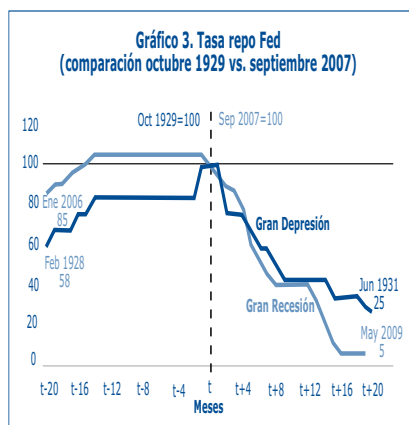
orden de 27% en Miami y de 18% en el total nacional, medido tanto en 10 como en 20 ciudades. Esto significa que todavía se está lejos de salir del embrollo, aun en Miami, la ciudad pionera del estallido de la crisis. Si la desvalorización y el problema de los incrementos en el *loan-to-value* no se han solucionado, pues lejos estamos de poder decir que hemos tocado fondo.

Sin embargo, hay una buena noticia, pues el *Home Affordability Index* han venido repuntando (ver gráfico 5), según lo cual los precios de la vivienda están llevando a algunas familias a pensar que es un buen momento para comprar. Sin embargo, en la medida en que el índice Case-Shiller continúe cayendo, y probablemente le falta una caída adicional entre 10% y 20%, pues el efecto macroeconómico del *Home Affordability Index* no será el esperado.

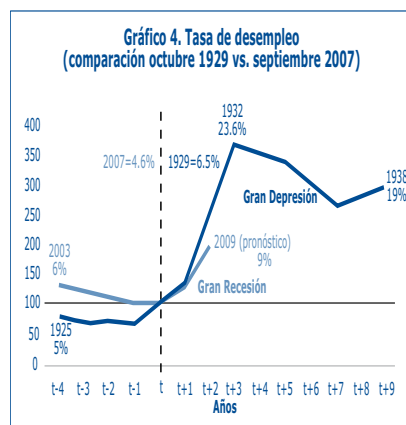
Adicionalmente, se puede calcular cuánto será el tiempo perdido por esta crisis en Estados Unidos. Para el caso de Colombia a finales de los años noventa, la pérdida fue de once años.

Al hacer este mismo análisis para Estados Unidos, como se muestra en el gráfico 6, se obtiene que la pérdida de tiempo debida a la actual crisis sería de cinco años. Esto, para una economía desarrollada como la estadounidense,

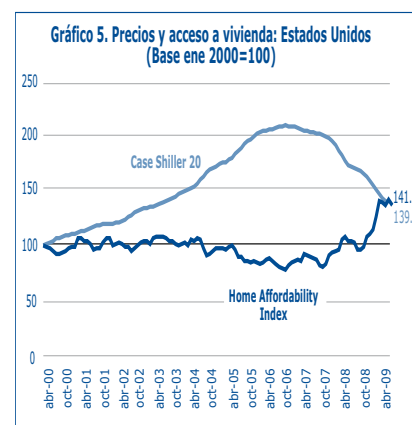
Se trata de cerca de 7 millones de desempleados en Estados Unidos al corte de junio de 2009, cuyo reenganche será lento y difícil. Esto debido a que la “nuez” del aparato productivo norteamericano ha sido gravemente afectada en esta ocasión.



Fuente: Fed, Federal Reserve of Saint Louis.



Fuente: U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics.



Fuente: Standard & Poor's y National Association of Realtors.

es una pérdida inconmensurable, y resulta en la peor crisis hipotecaria de la historia, que desborda la de Texas (1980-1982), y dejará una huella de pérdida de riqueza y debilidad en la demanda agregada.

Efectos sobre el sector financiero

Ya vimos que los efectos de la crisis sobre el sector hipotecario de Estados Unidos son grandísimos, pero ¿qué pasa en el mercado de renta variable? Haciendo el mismo ejercicio de retracción, tenemos que para encontrar el mismo valor real actual del Dow Jones, deberíamos devolvemos seis años, lo cual implica una pérdida sustancial, especialmente teniendo en cuenta que los hogares estadounidenses ahorran en estos activos más que el promedio del mundo.

Comparando con otros mercados, tenemos que en el caso de Shanghai, cuyo índice cayó 70% durante 2008, la devolución sería de tres años, pues debe tenerse en cuenta que pese a que fue una burbuja muy pronunciada, no tuvo larga duración. En el caso del IGBC, claramente la burbuja fue de mucha menor dimensión, lo cual significa que deberíamos retrotraernos también tres años. Esta evidencia indica que el contagio existió y que el *decoupling* realmente no tuvo lugar, pese a lo cual Colombia salió relativamente bien librada.

Observando la trayectoria del IGBC (gráfico 7), tenemos un pico de 11.000 puntos a la altura de mayo de 2006, seguido de una estrepitosa caída a cerca de 6.100 puntos. Luego viene la recuperación, con un mantenimiento del índice alrededor de los 11.000 puntos durante el año 2007. Sin embargo, el contagio

de la crisis *subprime* llevó de nuevo el índice a niveles de 9.000 puntos y una segunda oleada arrastró el Bovespa y los índices de países emergentes a niveles cercanos a los 7.000 puntos a finales de 2008.

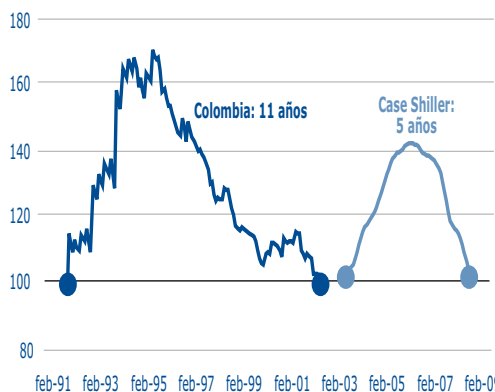
Últimamente parecería que el IGBC se sostiene alrededor de los 8.500 puntos, lo cual va en contravía con que está pasando con las empresas líderes detrás del índice, como el sector bancario, que ha tenido desempeños maravillosos durante los últimos tres años, superando el

ROA y el ROE tradicional histórico para Colombia, y las empresas del sector energético, como ISA, Isagen y Ecopetrol, con excelentes resultados también. Esta falta de coincidencia entre el IGBC y los resultados de las empresas detrás del mismo indican la superficialidad del mercado financiero en Colombia, así como el alto grado de contagio que sufrió con la crisis internacional.

En Anif hemos hecho un análisis para poder saber cuál es efectivamente la profundidad bursátil del mercado colombiano. Tenemos la cifra oficial que publica la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), que a 2008 fue de 41.8%. Pero si se desmenuza detenidamente esta cifra, se observa que gran parte se debió a la venta de las acciones de Ecopetrol, por lo que ajustando por el 10% en que se vendió de la empresa, daría un índice del orden de 18%. Con muy buen criterio, la BVC ha tratado de limpiar al interior del IGBC, de tal manera que no sea un índice que refleje en 50%-60% lo que ocurre con la acción de Ecopetrol, que de alguna manera a su vez depende el comportamiento del precio del WTI. Así, poco a poco se ha venido posicionando el índice Colcap, que trata de bajar la participación de Ecopetrol hacia un 20%-25%, lo cual es mucho más acorde con la bursatilidad efectiva. Aun así, parte del desafío es que al medir el componente efectivo dentro del Colcap, éste da algo alrededor del 16% del PIB, lo cual es señal de que hay un gran camino por recorrer en ese sentido.

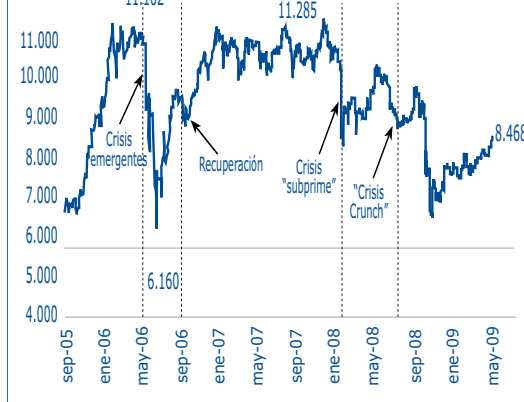
Para poner en dimensión el efecto de la crisis sobre la renta variable, analicemos la relación precio ganancia (RPG) de los principales índices bursátiles de Estados Unidos. Como se

Gráfico 6. Ciclo hipotecario: Colombia y Estados Unidos



Fuente: DNP y Standard & Poor's.

Gráfico 7. Evolución del IGBC (puntos)



Fuente: Bloomberg.

ve en el gráfico 8, en el caso del Nasdaq, que estaba bordeando 30-35, la relación se ha desinflado y se encuentra en niveles de 16. El Dow Jones también ha reducido sus niveles, pues ha bajado de cerca de 20 a 15, así como el S&P, que se redujo de 18 a 15. De esta forma, se observa que la crisis actual no es ni remotamente parecida a la Gran Depresión. Actualmente debería haber buenos puntos de entrada, pero el problema es que, con la recuperación, dado que se produjo un *credit crunch* muy fuerte, existe la incógnita de saber hasta qué punto los inversionistas querrán poner su dinero en el sector bancario estadounidense, cuando éste tiene la amenaza del TARP y el TALP en términos de la repartición de utilidades.

En los mercados emergentes, los RPG hablan de una gran burbuja en China, con niveles bordeando entre 30 y 45, seguido de un desplome que parece estar comenzando a repuntar (ver gráfico 9). Brasil, por su parte, presenta una tendencia mucho más constante en el tiempo, que llegó a niveles de 15 en julio de 2008 y que actualmente está bordeando los 13. En el caso de Colombia, estos RPG presentaron niveles máximos entre 20 y 25, obviamente con toda la volatilidad que implican los minero-energéticos, pero actualmente mal que bien están dando una señal de entrada a niveles de 12, lo que podría ser un punto satisfactorio.

Riesgos a futuro

En la medida en que la Fed reduce su tasa de intervención, el banco central de Colombia

hace lo propio, bajándola cómodamente de 10% a 5%. La lectura de inflación entra dentro de la meta del 5% anual, pues hay relativa tranquilidad de que de alguna manera algo de la renta fija tiene que irse hacia renta variable.

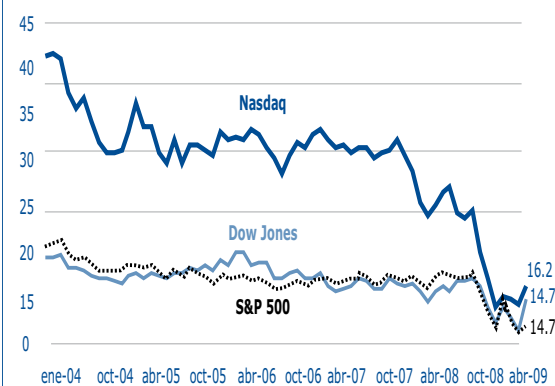
Sin embargo, a futuro hay que estar atentos al resurgimiento de la inflación. Estados Unidos está todavía armando un paquete de TARP valorado en 8 puntos del PIB, del cual ya ha distribuido el 50% para hacer los salvatajes. Esto va a generar que, de alguna manera, una vez finalice el *flight-to-quality* que estamos

viviendo, se genere un fenómeno de inflación. Y no se trata únicamente del paquete financiero, sino también del estímulo económico, que suma un 6.1% del PIB y donde se encuentra todo el tema del gasto público y de los alivios tributarios en camino. Por esto, financiar la bicoca de 10 puntos del PIB de déficit fiscal que va a tener Estados Unidos en 2009, mal que bien en algún momento va a tener aparejado un resurgimiento de la inflación.

Y como estamos evitando la gran deflación, pues este riesgo inflacionario va a darse más temprano que tarde, porque el estimativo del déficit fiscal financiado en Estados Unidos va a ser del orden de 11 puntos del PIB en 2010. Colombia, por su parte, luce maravillosa manteniendo niveles del orden de 3.9% en 2009 o 3.2% en 2010, en cabeza del Gobierno Central. De esta manera, el mundo de los TES ha aguantado un *rally* muy positivo y probablemente estará corrigiendo de los niveles actuales que tenemos alrededor de 9-9.20, a algo cercano a 8-8.50, en la medida en que el frente fiscal de Colombia está bien parapetado.

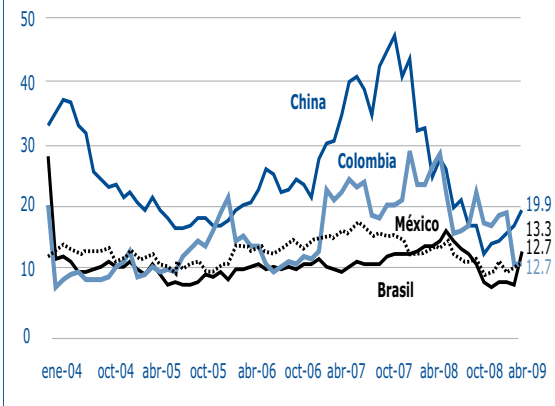
Y no se trata únicamente de un problema de inflación en Estados Unidos, Gran Bretaña también tendrá que financiar un déficit del orden del 8-9% del PIB, a lo que deben sumarse España, Grecia y Alemania. Así que si bien no se está hablando de la Gran Depresión en cuanto a contracción del PIB y niveles de desempleo, es todavía prematuro cantar victoria, pues el mundo debe estar atento al momento en que la crisis toque fondo y la manera como vendrá la recuperación en 2010. **ANIF**

Gráfico 8. Relación precio/ganancia (RPG): Estados Unidos



Fuente: BVC y cálculos Anif.

Gráfico 9. Relación precio/ganancia (RPG): mercados emergentes



Fuente: BVC y cálculos Anif.

Desarrollo de la bolsa de derivados de México - MexDer

Luis Acevedo *

Historia

La Bolsa Mexicana de Derivados, MexDer, es un proyecto que surgió a principios de la década del noventa, pero la crisis mexicana de 1994-1995 pospuso cuatro años su lanzamiento hasta 1998, cuando arrancó el futuro sobre el dólar. Para 1999, MexDer ya era una bolsa totalmente electrónica en la que se transaban futuros sobre tasa de interés de corto plazo y sobre el índice de precios y cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores. En 2003 se logró una asociación estratégica con el mercado de derivados españoles MEFF para crear el mercado de opciones, que finalmente se desplegó en 2004. Finalmente, en 2008, como parte del grupo Bolsa Mexicana de Valores, se listaron las acciones de MexDer.

El mercado nació entonces tras una profunda crisis en México, de modo que el primer paso fue enfrentar la resistencia de las autoridades regulatorias a exponer el capital de bancos y casas de bolsa a instrumentos derivados. El acceso a MexDer era difícil, debido a que a los participantes

se les exigía constituir una subsidiaria específicamente para hacer parte del mercado de derivados. En 2001 nos dimos a la tarea de impulsar varios cambios regulatorios ante la Secretaría de Hacienda y el Banco de México para permitir el acceso directo de los bancos y las casas de bolsa, lográndolo a través de los 31 puntos del Banco en México. La adopción de esos requisitos facilitó la entrada de estos jugadores al mercado de derivados.

Dada la transformación regulatoria, la forma de los contratos debió ser modificada. En aquel momento, los formadores del mercado vieron oportunidades de negocio en los contratos de tasas de interés de muy corto plazo. Específicamente, se volvió atractivo el futuro sobre la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio, la TIIE, que es una tasa a 28 días bajo la que se referencia el 95% de los préstamos con tarjeta de crédito y los créditos de vivienda. Anteriormente se negociaban futuros sobre un índice de tasa de interés, de modo que los contratos tuvieron que ser modificados para contemplar la TIIE, mucho más estable y medible.

A lo largo de los años, MexDer ha ayudado a sus miembros ante los reguladores, buscando hacer más eficiente la utilización de derivados y facilitando el cómputo de esos instrumentos en su capital regulatorio. Por ejemplo, cuando en 2004 iniciamos el mercado de opciones, nuevamente nos vimos abocados a perseguir varios cambios regulatorios, pues ni en nuestros manuales ni en la normativa se contemplaba un mercado de opciones. Así, debimos ajustar algunas reglas operativas para el nuevo sistema electrónico que adquirimos del MEFF. Al nivel de la cámara de compensación, tuvimos que emprender algunas mejoras y adaptaciones tanto para la marginación de opciones como de futuros y, sobre todo, de los portafolios

* Vicepresidente operativo de la Bolsa de Derivados de México (MexDer). Transcripción de su intervención en el Seminario Temático "Profundización en el mercado de capitales: los derivados", evento organizado por Anif, con la colaboración de la Bolsa de Valores de Colombia y el Banco Mundial, y llevado a cabo el 6 de mayo de 2009.

que combinaban opciones y títulos dentro de una misma estrategia.

Actualmente, en MexDer existen 5 socios liquidadores correspondientes a los bancos locales, así como 36 miembros nacionales de los cuales 23 son formadores de mercado distribuidos en diferentes productos: índice de la bolsa, tasa de cambio, tasas de interés de corto y largo plazo. Finalmente, hay 13 miembros extranjeros. Algunas instituciones participan desde sus lugares de origen, mandando órdenes desde Londres, Chicago o Nueva York, utilizando la figura de “miembro remoto” y la tecnología que pusimos en marcha en 2006.

Entre los contratos listados en 2009 están los futuros sobre el dólar, el euro, el índice de la Bolsa Mexicana de Valores, los títulos de deuda, la TIIE a 28 días, algunas acciones y un futuro sobre la UDI, que es un índice de inflación en el mercado mexicano. En la parte de opciones tenemos, entre otras, opciones sobre divisas, sobre el futuro del dólar y sobre el futuro del índice de la Bolsa Mexicana de Valores. En la parte de opciones sobre acciones, tenemos varias acciones mexicanas nuevas como Televisa y Grupo México. El

hecho de contar con Asigna, la cámara de compensación que se convierte en contraparte simultánea del vendedor y del comprador, es muy positivo: tiene calificación AAA por las tres calificadoras más importantes a nivel mundial (figura 1).

El mercado mexicano durante el año 2008

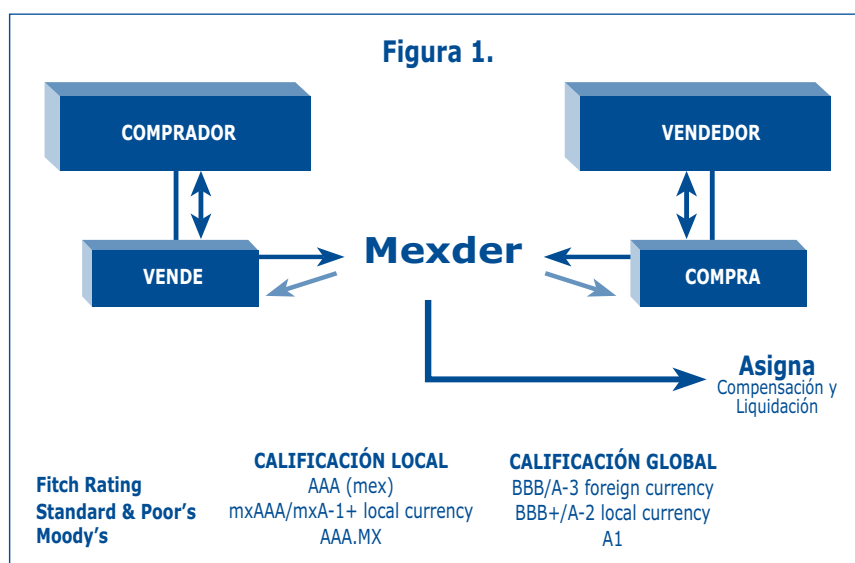
Durante 2008 se vio un desarrollo interesante en el mercado mexicano de valores: se listó el grupo DMD en la Bolsa Mexicana de Valores y se vio un incremento de la participación de los fondos de pensiones (Afores), tanto en bolsa como en el mercado de derivados. Entre 2006 y 2008 el interés abierto del futuro del IPC creció 184%, lo cual, dada nuestra historia, es todo un éxito. La participación de nuevos miembros locales, de los fondos de pensiones y de miembros extranjeros fue claramente el detonador. Además, la apertura de la participación de miembros remotos ha dado resultados excelentes: para el futuro del M10, el interés abierto se incrementó más de 600% en el mismo 2008. Y esperamos más avances para 2009, de hecho, hicimos un acuerdo con un proveedor de

programas de computación para lanzar en enero de 2009 una nueva pantalla de proceso que cuenta con estrategias ya programadas y funcionalidades a nivel internacional.

Para que Colombia llegue a tener éxito se necesita mucha capacitación. Es crucial educar a los miembros, a los clientes y al personal de la bolsa para que entiendan los puntos que el mercado está demarcando y las necesidades de los demás participantes. Por otro lado, negociamos en 2008 un nuevo régimen fiscal del impuesto sobre la renta, en el cual se exentan todas las operaciones realizadas en mercados listados, además de eliminar un impuesto conocido como la retención del 35% para extranjeros, por lo que empezamos a tener una mayor participación de extranjeros en los estamentos de deuda. Aquí se trata entonces de emparejar la cancha para que todo mundo esté al mismo nivel.

Otro cambio importante que hemos realizado corresponde a la admisión de cuentas globales y cuentas ómnibus. Las cuentas globales son para el mercado local y reconocen el anonimato de los clientes. Para los clientes extranjeros tenemos las cuentas ómnibus, de modo que detrás de cada miembro extranjero hay cualquier cantidad de clientes desconocidos, aunque preservamos la facultad de pedir información específica si percibimos algo extraño en las operaciones de ese miembro. Sin embargo, ambos tipos de cuentas garantizan el anonimato de los clientes, mientras que, para nosotros, quien responde por todas las operaciones y las posiciones es el miembro que aparece ante MexDer, no los clientes específicos (figura 2).

Así mismo se obtuvieron *No-Action Letters* de la Comisión de Negociación de Futuros sobre Commodities (CFTC) para instalar pantallas de nuestro sistema de negociación en Estados Unidos, para que



los miembros operaran de manera remota. Otro cambio importante que hizo Asigna fue aceptar depósitos para aportaciones iniciales y para marginación en T-Bills y T-Notes y, en la parte local, empezó a aceptar también cualquier tipo de bono del Gobierno Federal.

pero la idea a futuro es contratar a proveedores de sistemas que tengan plataformas muy poderosas que hagan estrategias a la medida o, incluso, que permitan a los miembros desarrollar su propio sistema. De hecho, nuestro siguiente paso en 2009 será empujar al mercado a que se vaya a plataformas profesionales, ya sea desarrolladas por ellos mismos o adquiridas a algún proveedor profesional de sistemas, que hay varios a nivel mundial.

Algo muy importante es el tema de los fondos de pensiones. Antes de 2004, los fondos de pensiones no podían participar en derivados. Logramos un cambio importante en

su legislación cuya aplicación demoró un año, dado que el regulador de los fondos les pidió certificar los nuevos sistemas, las áreas de riesgo, los procedimientos, entre otros temas. Algo similar ha sucedido con los fondos mutuos, que aunque ya también tienen autorización, se han tardado un año

para estar listos. Finalmente, en 2005 las Afores iniciaron sus operaciones en el mercado de capitales, adquiriendo acciones en el contado y derivados y en 2006 empezó la participación del mayor número de ellos. Como dato interesante, de 25 Afores que hay registradas en México, 10 están autorizadas para transar derivados y, de esas 10, 6 participan activamente. Éste es un proceso lento y éstos son miembros que están continuamente bajo la lupa: su desempeño es un tema político dado que tienen los recursos de los trabajadores para su pensión. Entre 2004 y 2008, el incremento en la participación de estos fondos fue de 227%, jugando principalmente en el mercado de futuros sobre el índice de la bolsa, las opciones del mismo índice, los futuros del dólar, los *swaps* de tasa de interés y los futuros sobre la TIIE.

Insisto en que la clave está en la capacitación. Nosotros, como mercado, todos los años hacemos cuatro o cinco cursos dirigidos a diferentes participantes, entre ellos, los clientes, los fondos de pensiones y los empresarios. Todos estos cursos son impartidos directamente por MexDer. Hay un tema muy importante: hay que capacitar también a las fuerzas de ventas de los miembros, porque si ellos no entienden los productos, pues no los van a vender. Si la utilidad y el margen que obtienen las áreas de ventas por vender derivados no son los adecuados, tampoco los van a vender. Cualquier bolsa quiere que el cliente final llegue a ellos, pero es muy posible que quien está en medio prefiera venderle otro producto. Éste es un tema que se aborda a través de la educación.

Evolución del MexDer

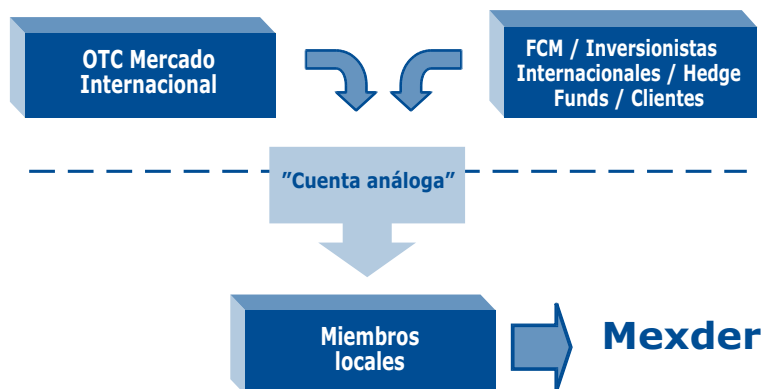
En síntesis, quisiera presentarles algunos números de la evolución en MexDer. Como es evidente, en mayo de 2001 iniciaron los formadores de

Insisto en que la clave está en la capacitación. Nosotros, como mercado, todos los años hacemos cuatro o cinco cursos dirigidos a diferentes participantes, entre ellos, los clientes, los fondos de pensiones y los empresarios. Todos estos cursos son impartidos directamente por MexDer.

Para la participación eficiente de los extranjeros, éstos pueden hacerse miembros a través de las mencionadas cuentas ómnibus o por medio de un socio liquidador. MexDer garantiza la conexión con los más altos estándares de calidad de los extranjeros a través de sus pantallas de negociación,

Figura 2.

PARTICIPANTES EXTRANJEROS:



mercado en MexDer, de hecho, entre enero de 1999 y mayo de 2001 prácticamente no había participación. La apertura la hemos hecho de manera paulatina, primero a los bancos y a las casas de bolsa de forma directa como formadores de mercados; luego realizamos los cambios en las reglas, en los productos, en el régimen fiscal. Logramos la apertura a los participantes extranjeros, la automatización de los sistemas. Todo ello nos ha llevado a tener grandes incrementos en el interés abierto del mercado.

Como pueden ver, el interés abierto llegó a 45 millones de contratos en 2008, que es un número muy razonable y su tendencia continúa creciendo (gráfico 1). Uno de nuestros mayores casos de éxito son los futuros sobre el M10. Éste fue un contrato que lanzamos hace más de cinco años, pero le tomó mucho tiempo al mercado reconocer sus beneficios. Este contrato se realiza sobre una canasta de bonos entregables y el mercado no estaba acostumbrado a esto, por lo que nuestra idea vino a romper paradigmas. En 2008 logramos por fin posicionarlo a través de la capacitación. De hecho, a través de todos los cursos cautivamos el interés de los fondos de pensiones, de ahí que el volumen creciera significativamente.

Con la llegada de las sociedades de inversión y de los fondos de pensiones en 2005 dimos realmente el primer brinco en operatividad y el primer salto en interés abierto. Para las opciones sobre el índice de la bolsa también tenemos un comportamiento similar. Por otro lado, hace unos dos años lanzamos un índice de volatilidad que nosotros mismos calculamos, muy similar al Vix de

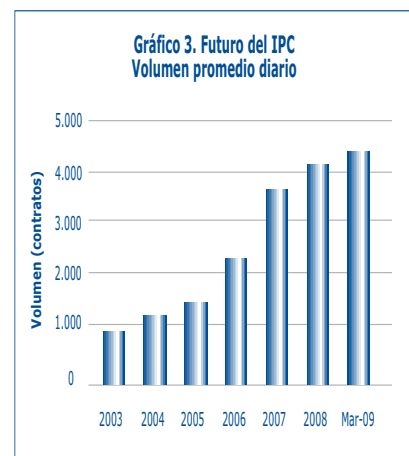
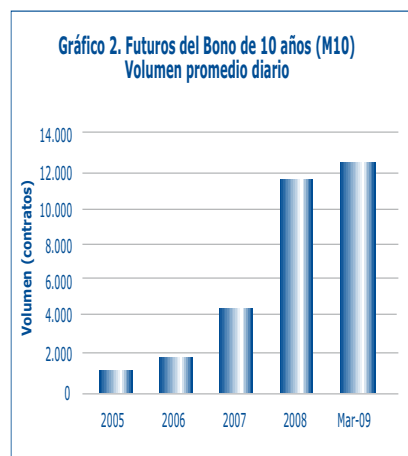
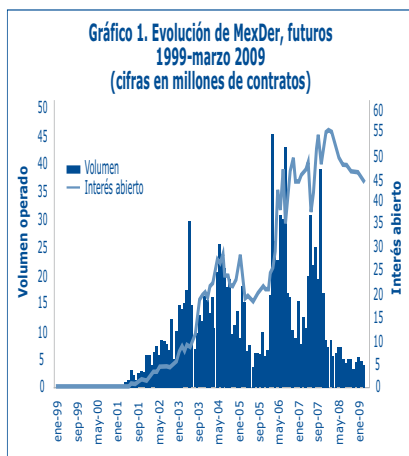
Uno de nuestros mayores casos de éxito son los futuros sobre el M10. Éste fue un contrato que lanzamos hace más de cinco años, pero le tomó mucho tiempo al mercado reconocer sus beneficios. Este contrato se realiza sobre una canasta de bonos entregables y el mercado no estaba acostumbrado a esto.

la Bolsa de Comercio de Chicago y al Vimex del índice de la Bolsa Mexicana de Valores. Esperamos en un futuro construir algún tipo de derivado sobre este índice.

Entre los productos más exitosos de MexDer está el futuro del bono de 10 años del Gobierno Federal, en donde, en comparación con el primer trimestre de 2008, durante el primer trimestre de 2009 el interés abierto se incrementó en 65% (gráfico 2). A pesar de que estamos en medio de una crisis, los volúmenes de este instrumento aumentaron entre 2006 y 2008 un 73%, un comportamiento muy similar al de los futuros sobre el índice de la bolsa, el cual ha tenido un crecimiento sostenido en los últimos años (gráfico 3).

Conclusión

En conclusión, lo más importante para cualquier mercado naciente de derivados es que sea fácil entrar y operar y que el cliente no se estanque en llenar un montón de papelería, que no sea engorroso o que prefiera el OTC a pesar de que el *spread* sea muy alto. El objetivo de las bolsas de derivados debería ser facilitar la participación como miembros, como clientes o como miembros remotos. **ANIF**



BM&F Bovespa: la bolsa de valores, mercados y futuros de Brasil

Alvaro Affonso Mendonça *

Visión general

BM&F Bovespa es la mayor bolsa de derivados y acciones de América Latina y a nivel mundial ocupa el cuarto lugar después de la bolsa de Hong Kong. Así mismo, Bovespa es la tercera bolsa más grande en el recaudo de capital y la cuarta en el mercado de opciones. En cuanto a su profundidad de negociación, es considerada como la primera en el mundo en transacciones de contratos de opciones de acciones individuales, como resultado de la dinámica de las acciones de Petrobras. Así mismo, Bovespa lidera el mercado mundial de contratos futuros de tasa de cambio.

Para lograr esto, Bovespa diversificó su campo de acción y hoy cuenta con cinco entidades dentro de la misma institución. Su plataforma de negociación se divide en dos: el mercado de contado (*Spot Market*) y el mercado de deri-

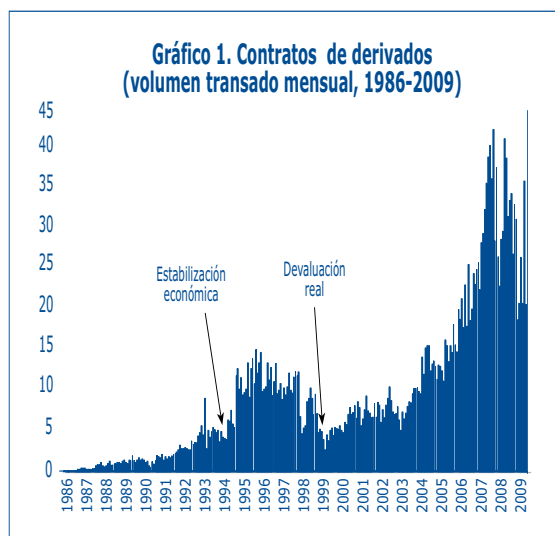
vados, los cuales se complementan. En este último se intentó cubrir las principales fuentes de riesgo de la economía brasileña.

Bovespa cuenta con una caja de compensación y liquidación (*Clearing House*) que actúa como contraparte en las transacciones de acciones y en los bonos corporativos de ingreso fijo. Así mismo, cuenta

con un banco de liquidación cuyo fin es apoyar a aquellos agentes del mercado que no tenían acceso al mercado de liquidez del Banco Central de Brasil.

Evolución del mercado brasileiro

La historia del mercado brasileiro se puede dividir en dos. Antes de la estabilización económica de 1994, Brasil era famoso sólo por su fútbol y por la hiperinflación. Aunque los volúmenes transados crecieron luego de ese año, en 1999 la economía sufrió otro golpe con una fuerte devaluación del real (gráfico 1). Desde



* Oficial de renta fija y derivados BM&F Bovespa. Transcripción de su intervención en el Seminario Temático "Profundización en el mercado de capitales: los derivados", evento organizado por Anif, con la colaboración de la Bolsa de Valores de Colombia y el Banco Mundial, y llevado a cabo el 6 de mayo de 2009.

entonces se ha venido presentando una trayectoria de crecimiento estable en el volumen de transacciones. En abril de 2009, por ejemplo, se transó en derivados la suma de US\$55.000 millones, aunque en igual mes de 2008 el volumen transado alcanzó los US\$78.000 millones (gráfico 2). Así mismo, el volumen transado en derivados de interés abierto alcanzó US\$1 billón, equivalente al 55% del PIB de Brasil en 2008.

Actualmente los contratos de derivados transados en Bovespa se distribuyen así: 60% de derivados de tasas de interés, 25% de tasa de cambio y 5% de acciones (gráfico 3), donde una parte importante de los derivados de tasas de interés proviene justamente del arbitraje entre el mercado de bonos y el de derivados realizado por los fondos de pensiones en busca de un mayor margen de utilidad y una mayor diferenciación en sus operaciones.

Acciones para el desarrollo del mercado

Con el fin de desarrollar nuevos productos y hacer crecer el mercado se adoptaron dos estrategias que se resumen en: acciones de mercado y acciones regulatorias. Entre las acciones de mercado sobresale el esfuerzo que se realizó en materia de educación.

La educación es un área esencial en el desarrollo de mercado, ya que busca crear conciencia sobre el potencial de éste. BM&F Bovespa creó un instituto educacional que busca hacer convenios con otras universidades para que estas últimas formen profesionales preparados para trabajar en el mercado de valores brasileño. Se crearon tres programas de Maestría en Administración de Empresas, uno exclusivo para periodistas, lo cual ha tenido un impacto positivo sobre la percepción del mercado.

Se crearon también cursos para personal de los bancos, cursos básicos para reguladores y para los *traders* del mercado agropecuario. Se realizó un acuerdo con el programa TOP que busca educar a los profesores universitarios de economía, administración y contabilidad, donde se les

introduce la dinámica del mercado y las necesidades de éste, para así romper con el mito de que éste es un mercado donde el dinero cae del cielo. Se concibió una revista especializada con el fin de divulgar los avances y nuevos productos de Bovespa.

Otra estrategia importante fue la creación de comités por productos, que cuentan con la participación de tesoreros de varias instituciones financieras y cuyo objetivo es discutir la introducción de nuevos productos en el mercado. Creamos un área de desarrollo de mercado y un departamento comercial. Antes, si a los corredores no les agradaba un producto, simplemente no se ofrecía, por más eficiente que éste fuera. Esta área y el comité son responsables del mercadeo del producto y del éxito de éste en el mercado.

Por último, se organizan periódicamente seminarios con el fin de dar a conocer los beneficios y características de cada producto y entender la percepción del mercado. Por último, se mejoró la plataforma tecnológica y de comunicación; si bien Bovespa no puede ofrecer un acceso directo a la información del mercado, ésta se realiza a través de una firma corredora, la cual determina los límites crediticios para los agentes.

Por otro lado, las acciones regulatorias comenzaron en 1996 como un proyecto conjunto entre la bolsa

La educación
es un área esencial
en el desarrollo de
mercado, ya que busca
crear conciencia sobre
el potencial de éste.

Gráfico 2. Interés abierto de derivados a final de mes (1986-2009)

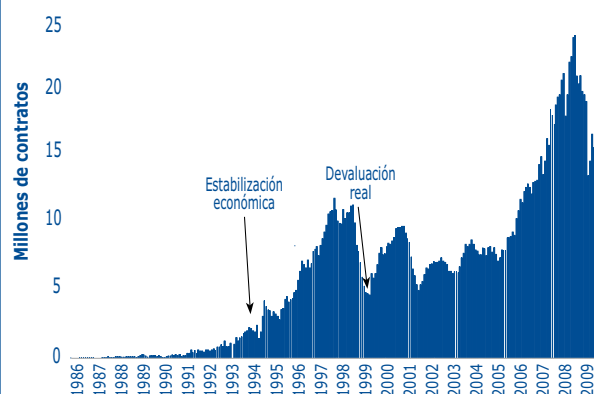
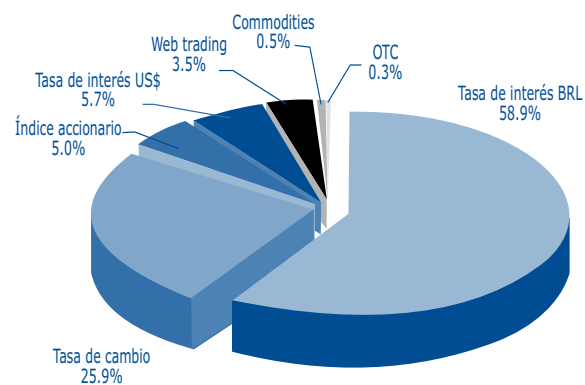


Gráfico 3. Proporción de derivados (marzo de 2009)



y el Tesoro Nacional. Este último deseaba contar con bonos de largo plazo, sin embargo, éstos tenían varios contradictores como resultado de la alta volatilidad en las tasas de interés de Brasil. Para esto, se crearon entonces bonos de largo plazo que coincidieran con las fechas de vencimiento de los contratos a futuro, lo que permitió que la cobertura se tornara casi perfecta. Un resultado de esto fue una ampliación del plazo de la deuda brasileña y un aumento estupendo en la liquidez de los futuros de tasas de interés y nuestra bolsa.

Se abrió el diálogo con el gobierno para que conociera la importancia de los productos y el mercado de derivados. Así mismo, se adoptó un programa para mitigar el riesgo de los productos agrícolas, el cual el gobierno volvió ley después. Lo anterior como resultado de las constantes pérdidas de este sector y las altas ganancias privadas de éste. Hoy en día quien busca un préstamo para el sector agropecuario debe recurrir primero a la cobertura por un agente privado.

También se realizaron esfuerzos legales para los inversionistas extranjeros, que aunque no es ideal, como ocurre en México, ha logrado atraer inversionistas norteamericanos. Sobresale la reducción de la tasa de impuesto a 0% para inversionistas extranjeros interesados en negociar en la BM&F Bovespa. Esto permitió que la participación de los extranjeros en el volumen de derivados pasara del 2.6% al 18.2% del total entre 2000-2008 y de 22.0% a 34.5% en el mercado de acciones (gráfico 4).

El futuro

Actualmente BM&F Bovespa trabaja de la mano con CBM, la superintendencia financiera de Brasil, para cambiar algunos aspectos legales como: poner en práctica el *market making* por parte de inversionistas extranjeros, permitir el *self-trading*, y por último, la regulación sobre fondos de pensiones. 



Requisitos para un mercado de derivados de tasa de cambio

Gerardo Hernández *

Al igual que en otros países de la región, la regulación cambiaria en Colombia ha sido un proceso que históricamente ha venido precedido de desarrollos no sólo de carácter regulatorio sino también de otros con una connotación institucional y tecnológica. En el país, este proceso comenzó con la promulgación de la Constitución Política de 1991, a través de la cual se independizó el Banco de la República (BR) y su junta directiva se convirtió en la autoridad cambiaria del país. Además, con la expedición de la Ley 9ª de 1991 que eliminó el monopolio en el manejo cambiario que ostentaba el BR y que estableció un sistema intermediado (descentralizado), se permitió la participación de intermediarios del mercado cambiario (IMC), consolidando así una primera etapa de este proceso. Nótese que hoy en día se mantienen algunos principios de regulación como la denominación de ciertas operaciones como canalizables (pagos de importaciones, exportaciones, deuda, avales

y garantías, inversión extranjera en Colombia y de colombianos en el exterior y operaciones de derivados), vigente en el país desde ese entonces.

Una vez superada esta primera etapa, la segunda consistió en la Consolidación de la Regulación en el país. Debido a las fuertes presiones de un mundo cada vez más globalizado y la necesidad de contar con un mercado de capitales y derivados, el BR basó su política en la limpieza de la regulación para facilitar las operaciones cambiarias de colombianos con el exterior. Para esto, eliminó ciertos requisitos cambiarios, flexibilizó la operación de los IMC e impuso mecanismos de control a los flujos de capitales de corto plazo. Además, y quizás uno de los aspectos más importantes, fue la flexibilización de la tasa de cambio, ajustada a través de subastas de divisas.

Como se observa, en la primera etapa se estableció la regulación en el país, mientras que en la segunda se consolidaron sus bases. Ahora bien, la tercera y última fase partió de

estas dos y se enfocó en analizar las necesidades del mercado, así como en desarrollar los mecanismos de regulación necesarios para fomentar la transparencia en las negociaciones al interior del mercado cambiario. Además, estableció los mecanismos destinados a la administración y a la reducción de los riesgos inherentes a la hora de realizar la liquidación de operaciones cambiarias, cuyas deficiencias puedan afectar no sólo a entidades individuales, sino también al sistema financiero como un todo.

Partiendo de la Ley del Mercado de Valores (Ley 964 de 2005) y la cooperación de los agentes cambiarios, así como de las autoridades de adminis-

* Gerente ejecutivo del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas no comprometen a la institución. Transcripción de su intervención en el Seminario Temático "Profundización en el mercado de capitales: los derivados", evento organizado por Anif, con la colaboración de la Bolsa de Valores de Colombia y el Banco Mundial, y llevado a cabo el 6 de mayo de 2009.

tración y de control financiero (Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), los avances más importantes han sido: i) la regulación sobre sistemas de liquidación y compensación de divisas; ii) la regulación de los sistemas de negociación y registro de operaciones sobre divisas; y iii) la regulación que autoriza a las cámaras de riesgo central de contraparte la compensación y liquidación como contraparte de contratos de futuros sobre tasa de cambio.

Regulación sobre sistemas de liquidación y compensación de divisas

La regulación sobre sistemas de liquidación y compensación, expuesta en la Resolución Externa No.4 de 2006 del BR, busca en esencia eliminar el riesgo de crédito y, para esto, adopta el mecanismo de pago (moneda extranjera) contra pago (moneda legal). Además, entre otras cosas, fomenta el uso de la liquidez al adoptar mecanismos que generan ahorros, pero que al final no alteran la liquidación operación por operación.

Con el firme propósito de cumplir estos objetivos, se autorizó la operación de la Cámara de Compensación de Divisas. La ventaja de este mecanismo es basar su operación en el pago contra pago con cumplimiento en la misma fecha en que se pactó la transacción. Así mismo, funciona bajo un sistema de netos multilaterales a través de los cuales los agentes pueden cumplir múltiples negociaciones con una única transferencia, en pesos o dólares según sea el caso, promoviendo así un ahorro monetario para el sistema y un menor riesgo de liquidez y operativo asociado. Finalmente, por medio del prefinde diario de las operaciones, los toques de débito neto y los proveedores de liquidez, se logró crear un mecanismo a través del cual se transan divisas en un sistema seguro, capaz de prevenir problemas

generalizados o sistémicos. Prueba de ello es el éxito que ha tenido la Cámara en su corta historia.

Regulación de los sistemas de negociación y registro de operaciones sobre divisas

La regulación de los sistemas de negociación y registro de operaciones sobre divisas, con base en la Resolución Externa No.4 de 2009 del BR, fundamentalmente busca dar mayor transparencia al mercado de divisas así como promover una mayor efi-

Hoy en día coexisten diferentes mecanismos de negociación y, por ejemplo, del total de operaciones cambiarias (contado y derivados), el 34% se negocia a través de sistemas electrónicos, el 50% de manera directa, el 12% a través de sistemas electrónicos de *broking* y el 4% a través de *voice brokers*.

ciencia, competencia y estabilidad. Según cifras de la encuesta del BID sobre el mercado cambiario, hoy en día coexisten diferentes mecanismos de negociación y, por ejemplo, del total de operaciones cambiarias (contado y derivados), el 34% se negocia a través de sistemas electrónicos, el 50% de manera directa, el 12% a través de sistemas electrónicos de *broking* y el 4% a través de *voice brokers*. Igualmente, del total de operaciones de contado, el 43% se negocia a través de sistemas electrónicos y el 42% de manera directa.

Con esta regulación en mente, el BR busca esencialmente establecer las

reglas claras para el funcionamiento del mercado (quiénes participan y quiénes pueden administrar estos sistemas) y también imponer una serie de obligaciones para los agentes. Para esto, define como sistemas de negociaciones de operaciones aquellos que: 1) son de carácter multilateral, 2) los participantes reciben, organizan y distribuyen cotizaciones, 3) efectúan lo cierres, y, 4) compilan y diseminan la información. Cabe anotar que los mecanismos de negociación que no cumplan estas características, el BR los denomina como el mercado sobre el mostrador.

Volviendo a los sistemas de negociación y operación, el BR establece que éstos deben ser seguros en su compensación y liquidación; tener unos estatutos aprobados por la SFC; propender por la eficiencia, integridad, transparencia y liquidez del mercado de divisas; contar con reglas de transparencia en las operaciones y garantizar la diseminación de la información así como mantener en reserva la información de sus afiliados. Adicional a esto, se establecieron dos tipos de participantes. Por un lado, los afiliados que realizarían cotizaciones en firme a través del sistema de negociación cambiario. Es decir, los IMC, pues se considera que son quienes hoy en día tienen la capacidad administrativa, técnica y tecnológica para realizar las operaciones. Por el otro, los agentes que realicen sus operaciones por medio del mercado de mostrador. Aunque los IMC también pueden operar en este mercado, deben estar inscritos en un sistema de registro de operaciones. Con ello, el BR busca tener más información del mercado y así alcanzar la transparencia necesaria para facilitar la toma de decisiones.

Por otra parte, el BR establece que las entidades que pretendan administrar sistemas de negociación o de registro de operaciones sobre divisas deben constituirse según lo establecido en el Estatuto Orgánico

del Sistema Financiero (EOSF) y obtener autorización por parte de la SFC; inscribirse como proveedor de infraestructura en el Registro Nacional de Agentes de Mercado; establecer políticas y procedimientos adecuados y suficientes para garantizar que los miembros de su junta directiva, sus representantes legales y demás personas vinculadas a la entidad reúnan calidades y condiciones de

a las operaciones negociadas o registradas; adoptar esquemas que faciliten la compensación y liquidación de las operaciones; poner a disposición de la SFC información sobre posibles infracciones de los afiliados a los sistemas; contar con procesos que permitan hacer seguimiento a las órdenes y operaciones; llevar registro de los afiliados y operadores; y publicar régimen y políticas de tarifas. Por último, se establece que únicamente en casos de contingencia o rectitud o de manera excepcional, el BR podrá administrar sistemas de negociaciones o de registro de operaciones sobre divisas. Así mismo, bajo ninguna circunstancia los sistemas y los administradores van a asumir el carácter de contraparte.

Por último, de acuerdo con el Decreto 1565, los IMC que participen en los sistemas de negociación o en los sistemas de registro de operaciones sobre divisas podrán participar en un esquema de autorregulación voluntaria para el mercado de divisas.

Regulación que autoriza a las cámaras de riesgo central de contraparte la compensación y liquidación como contraparte de contratos de futuros sobre tasa de cambio

La regulación que autoriza a las cámaras de riesgo central de contraparte (CRCC) la compensación y liquidación como contraparte de contratos de futuros sobre tasa de cambio, de acuerdo con la Resolución

Externa No.12 de 2008, como su nombre lo indica, autoriza a las CRCC la compensación y liquidación como contraparte de contratos de futuros sobre tasa de cambio. Esto permite ampliar las posibilidades de cobertura a la hora de negociar contratos futuros así como fijar precios de manera más transparente.

Los futuros son contratos estandarizados negociados diariamente en bolsa a través de los cuales se exige la constitución de una garantía. Por su naturaleza, son compensados y liquidados a través de cámaras que se convierten en contrapartes de las operaciones. Específicamente, los contratos a futuro sobre la tasa de cambio son compensados y liquidados por medio de una CRCC. Además, deben ser denominados en divisas y su liquidación efectuada en pesos colombianos. En esta negociación, las CRCC se constituirán como acreedoras y deudoras recíprocas de los derechos y obligaciones que se deriven de las operaciones aceptadas. Nótese que si un contrato no es previamente aprobado por el BR, no podrá ser transado en el mercado.

Por último, hoy en día el BR estudia de manera cuidadosa los sistemas de administración de riesgos de la CRCC. No obstante ya se han tomado algunas medidas. Los IMC autorizados para realizar operaciones de derivados son las únicas entidades que pueden operar como contrapartes de una CRCC. Para facilitar esta tarea, las CRCC podrán abrir y mantener en el BR cuentas de depósito en pesos con el fin de realizar la liquidación de las operaciones. 

Los futuros son contratos estandarizados negociados diariamente en bolsa a través de los cuales se exige la constitución de una garantía.

honorabilidad y competencia técnica; establecer medidas administrativas y de organización efectivas con el propósito de prevenir, administrar y revelar conflictos de interés; adoptar medidas para garantizar la continuidad del funcionamiento del sistema y su transparencia; y disponer de procedimientos administrativos, contables, de control interno y de control de riesgos adecuados. Además de esto, los administradores de los sistemas de negociación y de registro de operaciones sobre divisas tienen que expedir y publicar el reglamento (aprobado por la SFC, previo concepto del BR); adoptar mecanismos que permitan a la SFC el monitoreo de las ofertas, cotizaciones y operaciones; llevar un registro de toda la información relativa



www.4-72.com.co

▶ Línea de Atención al Cliente Nacional 01 8000 111210 ◀



Riesgo sistémico: una visión desde la supervisión

Ana Fernanda Maiguashca *

Introducción

Nos han invitado a hablar sobre el riesgo sistémico y cómo lo estamos viendo en la Superintendencia, razón por la cual yo quisiera pasar por algunos temas que se han aprendido de la crisis actual, para luego seguir a la evaluación que estamos haciendo en la Superintendencia acerca de los riesgos que pueden llegar a materializarse y sobre los cuales tenemos que establecer todas las labores preventivas, tanto nosotros como supervisores, como la industria, que es en últimas el principal afectado por una coyuntura como la actual.

La crisis actual

Esta crisis se origina en un problema de riesgo de crédito. Sin embargo, cuando se examinan los canales de transmisión y contagio se observa que el papel del mercado de capitales ha sido muy importante y quizás ha tenido una naturaleza distinta a la que había tenido en el pasado, debido a que en

esta ocasión las innovaciones financieras han generado canales distintos de transmisión del riesgo sistémico.

Uno de los factores que hemos decidido mencionar aquí, porque podría llegar a afectar los mercados locales, es el efecto de la transformación del riesgo de crédito en riesgo de mercado a través de los instrumentos de titularización.

Esa transformación no es problemática *per se*, lo que resulta problemática es la pérdida del rastro del riesgo de crédito. Éste es uno de los factores que más preocupa al observar la crisis externa, en la medida en que se olvidó que el riesgo subyacente a la originación del crédito no se eliminó con la titularización, sino que se transformó y distribuyó entre los balances.

Otro factor es el efecto de la transformación del riesgo de mercado en riesgo de liquidez, siendo éste un efecto de particular interés para la Superintendencia Financiera, debido a la importancia que han tomado desde la última crisis las carteras colectivas

y los grandes portafolios de inversión. Hoy en día encontramos grandes portafolios que sufren volatilidad de mercado y en donde las pérdidas son asumidas por los clientes y no por los administradores. Liquidaciones masivas de dichos fondos de inversión llevarían a problemas de liquidez en los mercados de capitales, por lo que la conversión de riesgo de mercado en riesgo de liquidez tiene unos efectos sistémicos que en coyunturas pasadas no tenía.

El efecto de la incertidumbre sobre el valor real de los activos (condición de todas las crisis), otrora más concentrados en los libros bancarios y hoy en día probablemente más con-

* Superintendente Delegada Adjunta para Riesgos y Conductas de Mercado Superintendencia Financiera de Colombia. Transcripción de su intervención en el Seminario Temático "Profundización en el mercado de capitales: los derivados", evento organizado por Anif, con la colaboración de la Bolsa de Valores de Colombia y el Banco Mundial, y llevado a cabo el 6 de mayo de 2009.

centrados en los libros de tesorería, lleva a círculos viciosos. En la medida en que se desconoce cuál es el valor de los balances de las contrapartes, se pierde la confianza en los agentes, generando una desaparición de las transacciones, lo que a su vez lleva a no tener certeza sobre el precio de los activos, aumentando aún más la incertidumbre.

La transformación del riesgo de crédito en riesgo de contraparte a través de los derivados de crédito (con esto no estoy estigmatizando de

se puedan generar o la manera en que se puedan transmitir a través del sistema financiero. En efecto, el riesgo de crédito es quizá uno de los mayores retos de la supervisión, debido a que el punto central de los efectos de transmisión y de transformación está en la originación de los créditos.

En esa supervisión hay unos retos que cambian a través de las diferentes fases del ciclo. En las fases expansivas, quizá el momento donde la tarea es más difícil, se debe hacer un llamado a la prudencia. Cuando el ciclo empieza a desacelerarse, hay que continuar guiando los procesos de seguimiento y cobranza para que las carteras morosas no adquieran unas dinámicas que luego sean difícilmente reversibles. Finalmente, cuando se entra en la desaceleración, se debe profundizar la labor de inspección, visitando las entidades y mirando la calificación de las carteras de crédito y cómo funciona el proceso de otorgamiento.

Eso en cuanto a los riesgos clásicos que se estudian dentro del supervisor. Sin embargo, es importante tocar el tema de la sobreregulación y las tentaciones en las que se puede caer en una coyuntura en la que existe tanta incertidumbre. Creo que la tentación a la sobreregulación no es el caso de Colombia, debido a que no se produjeron innovaciones, cambios o liberaciones que haya que reversar en esta coyuntura. La mayoría de los problemas que nosotros hoy observamos en los mercados desarrollados son problemas que nosotros hemos tenido de siempre. La regulación colombiana, en términos generales, sigue menos principios y más reglas, hay mucha más revelación de información dentro de la parte contable de los balances, lo cual nos hace menos vulnerables frente a lo

observado en el exterior, disminuyendo la tentación de sobreregular.

Dicho lo anterior, quisiera pasar a los riesgos que son particulares del mercado de capitales y que dada la desaceleración económica pueden materializarse, razón por la cual incrementamos la atención en ellos.

Riesgo de contraparte

El riesgo de contraparte es uno de los riesgos que hemos venido mirando con detenimiento, sobre todo para aquellas posiciones en el mercado de contado que han sido apalancadas. No me refiero a las posiciones que apalancan los agentes que participan en el mercado, es decir firmas comisionistas o agentes que entran directamente al mercado y generan apalancamiento para las compras de títulos que están realizando, sino al apalancamiento que se realiza para sus clientes, porque en ese apalancamiento existe un riesgo de crédito que tiene que ser medido, evaluado y controlado, dado que no se está atendiendo con la relación de solvencia.

De la misma manera hemos venido estudiando si el apalancamiento de terceros debería guardar alguna relación con el respaldo patrimonial de quien participa directamente en los mercados. Estos temas hay que estudiarlos y tratar de encontrar en conjunto con la industria alguna solución sensata para que dicho riesgo se mida y se acote.

Riesgo de mercado y de liquidez

La evaluación del riesgo de mercado y de liquidez debe ser más cuidadosa. El riesgo de mercado no se materializa de la misma manera en todos los tipos de agentes; en los establecimientos de crédito tenemos balances que no hacen cortes diarios sino mensuales y el riesgo no está

El riesgo de contraparte es uno de los riesgos que hemos venido mirando con detenimiento, sobre todo para aquellas posiciones en el mercado de contado que han sido apalancadas.

manera negativa a los derivados de crédito) ha generado nuevos riesgos que se deben entender al participar en el mercado. En términos más generales, la posibilidad de apalancamiento que todas estas innovaciones generan hizo que la multiplicación de la crisis de confianza fuera más amplia en esta ocasión.

Todas estas innovaciones financieras probablemente son deseables, sin embargo, la manera en que generan riesgos sistémicos debe ser comprendida para evitar crisis como la que actualmente vivimos.

En esa medida, la creación de la Superintendencia Financiera genera una posición privilegiada, porque permite ver tanto el mundo clásico de la supervisión bancaria y de los riesgos de establecimiento de crédito, como su interacción con el mercado de capitales y los nuevos riesgos que

en cabeza de los clientes sino del establecimiento; en cambio, en las carteras colectivas abiertas ese riesgo de mercado lo asume cada uno de los clientes y eso hace que tenga unos efectos distintos debido a que se pueden generar retiros masivos en momentos de pánico.

En los fondos de pensiones obligatorias, a pesar de ser fondos de inversión y de que el riesgo también recae en cabeza de los clientes, éste se materializa de manera distinta porque estamos hablando de un ahorro a plazos muy largos, en los cuales esos movimientos coyunturales del mercado se les puede dar un compás de espera para que generen correcciones. Finalmente, menciono las aseguradoras, en las cuales estamos hablando de una materialización distinta, donde las inversiones funcionan como reservas para respaldar los riesgos que están asegurando.

Desde la expedición del Sistema de Administración de Riesgo de Mercado (SARM), uno de los factores que más nos ha llamado la atención es la posibilidad de que en las carteras colectivas abiertas el riesgo de mercado se convierta en riesgo de liquidez. Hoy en día las administradoras de recursos de terceros tienen además una parte importante de su dinero invertido en los establecimientos de crédito a través de depósitos, certificados de depósitos a término, etc, con lo cual no solamente tenemos un nuevo factor de riesgo de liquidez en el mercado de capitales, sino que adicionalmente pueden llevar a retiros del sistema bancario tradicional y devolvernos al riesgo de liquidez clásico, es decir, al riesgo de liquidez de los establecimientos bancarios que tienen un descalce de plazos entre su activo y su pasivo.

Vale la pena destacar que la expedición del Sistema de Administración de Riesgo de Liquidez (SARL) ha sido muy importante y se está haciendo un

trabajo conjunto con la industria para contar con medios de contingencia que permitan atender ese riesgo y entender cuáles son los posibles mecanismos de transmisión al resto del sistema financiero.

El Sistema de Administración de Riesgo de Liquidez hoy cubre a la mayoría de las entidades del sistema financiero; sin embargo, estamos trabajando en la regulación para los administradores de recursos de terceros, atendiendo un poco la

La razón por la cual el riesgo reputacional está incorporado dentro de los riesgos sistémicos es porque casi nunca se afecta sólo la confianza en una entidad particular, sino también sobre entidades similares y, en algunos casos, sobre el resto del mercado.

preocupación que acabo de comentar. Adicionalmente, es un riesgo que atendemos en conjunto con el Banco de la República que es el proveedor de liquidez de última instancia.

Riesgo reputacional

Uno de los riesgos en el cual no se había pensado con detenimiento, pero que esta crisis ha vuelto a poner sobre la mesa, es el riesgo reputacional. Normalmente, cuando una entidad tenía una casa matriz extranjera significaba una fortaleza

para su comportamiento en el mercado local. Sin embargo, a raíz de la crisis externa estamos recibiendo riesgo reputacional desde el exterior y ahora las casas matrices o las matrices extranjeras ya no necesariamente implican respaldo, a pesar de que estamos hablando de entidades que están sujetas a la regulación colombiana, con requerimientos patrimoniales de la regulación colombiana y totalmente independiente de las entidades que están teniendo problemas en el exterior.

La razón por la cual el riesgo reputacional está incorporado dentro de los riesgos sistémicos es porque casi nunca se afecta sólo la confianza en una entidad particular, sino también sobre entidades similares y, en algunos casos, sobre el resto del mercado.

Importancia de la supervisión consolidada

Otra de las reflexiones que nos deja esta crisis es la necesidad de colaboración entre las autoridades de los diferentes países para comprender de manera integral los riesgos que están afectando nuestros sistemas financieros. Eso en cuanto a los riesgos llamémoslos transfronterizos.

Hay una serie de lecciones adicionales sobre la consolidación y los riesgos de los grupos financieros locales en los que también se ha venido trabajando y, aunque nos falta camino por recorrer, hay algún avance en los factores que se estudian como son la adecuación de capital en términos consolidados, la valoración de transacciones intragrupo, la participación de partes vinculadas tanto en el activo como en el pasivo de las diferentes entidades, el conocimiento y la cuantificación del respaldo de los accionistas y el conocimiento de los beneficiarios reales. Éste es todo un trabajo de supervisión en el que

la Superintendencia ha venido avanzando con el ánimo de entender mejor cómo se presentan las concentraciones de riesgo cuando se consolidan los grupos, dónde se ubica el respaldo y cómo sería la transmisión de riesgo sistémica cuando tenemos la presencia de estos grupos.

Desarrollos importantes en el caso colombiano

Finalmente, quisiera pasar por algunos hechos que me parece importante destacar respecto al desarrollo de la regulación y la supervisión y de la industria misma durante los últimos años. En primer lugar, la retención de una proporción importante de las utilidades de los establecimientos de crédito que de alguna manera se convirtió en una acumulación contracíclica de capital para afrontar las posibles contingencias de esta crisis. Éste es un esfuerzo importante que ha realizado la industria y que creemos va en la dirección correcta.

La introducción del sistema general de riesgo de liquidez en 2008 es un hecho fundamental dada la velocidad a la que este riesgo se transmite. La creación de la Cámara Central de Riesgo de Contraparte es realmente un aporte fundamental en la infraestructura del país.

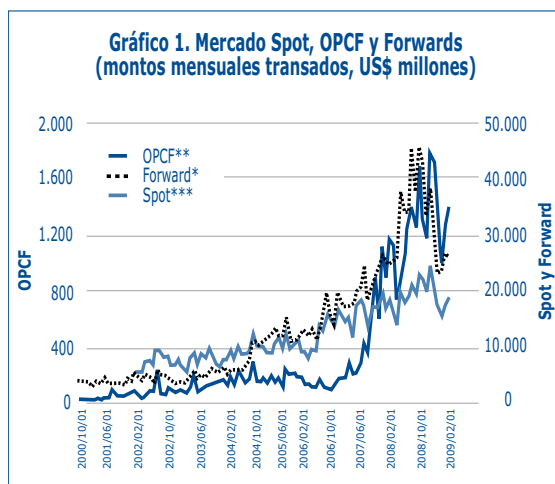
El nuevo marco regulatorio para la intermediación de valores permitirá tener nuevos escenarios de negociación con reglas más claras que estimularán la liquidez y generarán mejores fuentes de formación de precios. Esperamos que la elevación de estándares para los diferentes proveedores de infraestructura, desde la

negociación hasta la compensación y liquidación y la normativa de derivados (en la cual se hizo una modernización importante en términos de la valoración y la contabilización y en la cual aún estamos trabajando en lo referente a formatos y reglas contables), le den la base a la industria para que se genere un mercado líquido que permita una mayor capacidad de cobertura para el sector productivo y para el sector financiero (ver gráficos 1 y 2).

También hay otros proyectos en los que se ha venido trabajando; las reglas para la desacumulación de las provisiones contracíclicas que realizan los establecimientos de crédito, la exposición de nuevos formatos para obtener mejor información en términos de derivados (que creemos fundamental para poder rastrear los riesgos que se consolidan en los balances) y el desarrollo de un sistema de registro para derivados OTC.

Adicionalmente se ha venido trabajando en un decreto que eleva los estándares y profesionaliza la proveeduría de precios. Este trabajo presenta muchas bondades para el mercado en la medida en que permitirá una mejor aproximación a los precios de los activos.

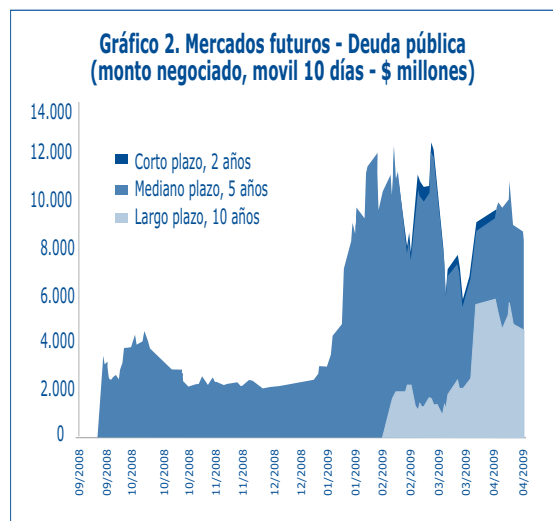
Y en cuanto a la supervisión, quizá mencionar un poco cuáles son los focos hoy en día para la Superintendencia. Un gran énfasis en los establecimientos de crédito y en los agentes que tienen impacto sistémico en el mercado de valores (quizá esto sea el factor más novedoso). La intensificación de la inspección *in situ*, en el tema de riesgo de crédito, la revisión de los estándares en prácticas de apalancamiento de los clientes en el mercado de valores, el monitoreo constante del portafolio de inversiones en el exterior, la creación de un grupo de supervisión de derivados que se está capacitando para poder comprender y acompañar la modernización de este mercado en Colombia, todos éstos son desarrollos que creemos nos permiten estar en mejor condición para afrontar y prevenir los riesgos que puedan impactar el sistema financiero colombiano. 



* Operaciones reportadas por las entidades financieras al Banco de la República.

** Montos nacionales OPCF en la BVC.

*** Transacciones peso/dólar interbancario en SET-FX.



Fuente: Transmisión operaciones de la BVC a la Superintendencia Financiera.

Desarrollo del mercado de valores: ¿en qué estamos? *

El mercado de capitales en Colombia ha evolucionado en la medida en que el país pasó de ser uno de ingreso bajo (hasta la década del sesenta) a uno de ingreso medio a nivel global (Banco Mundial, 2008). El camino ha sido largo, pasando por la banca libre en 1870, la banca central en 1923, la creación de la bolsa de valores en 1928 y la fusión de sus ramas regionales en lo que hoy se conoce como la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) a partir de 2001.

Uno de los hitos de colocación accionaria primaria en Colombia ocurrió precisamente en 2007, cuando se logró la capitalización de Ecopetrol por un 1.4% del PIB, mediante la vinculación de más de medio millón de colombianos a la emisión. Gracias a ello, la capitalización bursátil efectiva se elevó del 11.23% al 18.6% del PIB entre 2006-2007, contado aquí el valor de las acciones disponibles para transar. Entre tanto, el sistema financiero ha ido profundizando sus servicios de préstamos al sector real de la economía y el grueso del ahorro nacional ahora se viene canalizando

a través de las administradoras de fondos de pensiones y cesantías, con valores que ya representan un 17% del PIB.

El desarrollo de la regulación del mercado de valores en Colombia ha ofrecido la seguridad jurídica necesaria para la profundización del sistema financiero. Antes de la Ley 964 de 2005, los inversionistas estaban desprotegidos en caso de tener una posición minoritaria en la empresa y la negociación de los títulos se hacía en mercados no totalmente profesionales. La nueva normatividad provee una institucionalidad que corrige algunos de estos problemas. Todo ello provee mejores fundamentos para hacer realidad el buen gobierno corporativo y la transparencia contable y transaccional para todos los participantes en el mercado.

Algunos resultados recientes

No obstante, la emisión de acciones sigue sin desplegar todo su potencial. Si bien en 2007 las emisiones de renta variable ascendieron a \$8 billones (2% del PIB), en 2008

fueron prácticamente nulas y, debido a la volatilidad financiera internacional, su recuperación será lenta. Aunque el mercado de renta fija privada sí ha tenido un buen desempeño, creciendo 11% nominal (5% real) en 2008, el crédito bancario se ha constituido en el mecanismo de financiación más común entre los empresarios, aumentando cerca de 20% nominal (12% real) durante 2008.

En esta edición de *Enfoque* analizaremos la evolución más reciente del mercado crediticio, la emisión de bonos privados y su relación con el poco dinamismo de las nuevas emisiones accionarias. Como veremos, la sustitución de emisión de acciones por bonos privados ha frenado el desarrollo del mercado de capitales, al tiempo que la sustitución de cartera bancaria por emisión de bonos privados (con poca liquidez) ha venido retrasando la mayor profundización financiera en Colombia.

* Corresponde a *Enfoque* Anif-Deceval No. 30 de febrero 9 de 2009.

El mercado de capitales 2006-2008

El lento progreso del mercado de acciones en Colombia es consecuencia de varios factores institucionales, culturales y tributarios. Si bien 2007 fue un año récord en emisiones, alcanzando el 2% del PIB, ello se debió a la capitalización de Ecopetrol por un valor cercano a los US\$2.500 millones, equivalente al 71% de las emisiones accionarias de dicho año.

Resulta interesante que allí hubiera participado más de medio millón de colombianos, cifra nunca vista en el mercado de renta variable del país. Sin embargo, transcurrido el tiempo, se ha generado un efecto de “secamiento” del resto del mercado accionario. De hecho, la acción de Ecopetrol ahora representa el 51.3% de la bursatilidad del Índice General de la Bolsa de Colombia (IGBC), donde su desempeño está muy ligado al precio del petróleo. A su vez, los mercados de bienes primarios están sufriendo un desplome de precios y alta volatilidad por cuenta de la peor crisis internacional desde la Gran Depresión de los años treinta.

Entre tanto, el crédito comercial creció a ritmos de 20% durante 2008 y los bonos emitidos a más de un año por las firmas (tanto reales como financieras) totalizaron casi \$6 billones, equivalentes al 1.3% del PIB (ver cuadro 1). Curiosamente, el 72% de estas emisiones correspondió a entidades del sector financiero, mientras que el restante 28% lo realizaron empresas del sector real.

Las emisiones realizadas por el sector financiero son consistentes con los beneficios de emitir deuda

subordinada: las entidades reciben beneficios tributarios al mismo tiempo que logran satisfacer sus mayores requerimientos de capital. Pero lo que llama la atención es que las empresas del sector real no están aprovechando en mayor proporción la “desintermediación financiera buena”, en el sentido de abrirse alternativas frente al financiamiento del mercado bancario.

La historia muestra que la alternativa de financiación a través de la renta fija

Si bien en 2007 las emisiones de renta variable ascendieron a \$8 billones (2% del PIB), en 2008 fueron prácticamente nulas y, debido a la volatilidad financiera internacional, su recuperación será lenta.

corporativa ha resultado provechosa para las firmas. Por ejemplo, el financiamiento para el sector productivo atado a la DTF bajó de 2.5% a 2.4% para bonos de menos de dos años durante 2007-2008. Entre tanto, las colocaciones del sector financiero por esta vía elevaron su costo de 2.4% a 2.6% en el mismo período. Para las de más de dos años, el costo del fondeo del sector productivo se redujo de 3.1% a 2.3%, mientras que el del sector financiero se ha mantenido estable en 3%. No obstante, esta brecha entre el fondeo del sector financiero y el del sector real parece cerrarse cuando se cotejan costos expresados en IPC, donde el sector financiero pudo abaratar su fondeo respecto al sector real, a más de dos años, durante 2007-2008 (ver cuadro 2).

El incremento absoluto de tasas de interés de fondeo para el agregado, durante 2007-2008, ha sido el resultado de dos fenómenos. De un lado, las tasas reales han aumentado debido a la turbulencia financiera internacional y los mayores riesgos asociados. De otro lado, la mayor inflación en 2007-2008 ha castigado la tasa nominal de los títulos. En este sentido, la pérdida de la meta de inflación en Colombia durante dos años consecutivos afectó negativamente las colocaciones de largo plazo a tasa fija, tanto de la deuda corporativa como de la pública (TES). Esta situación podría

haber sido peor de no ser por las ganancias extraordinarias de la actividad petrolera, evitando así un potencial *crowding out* de la deuda pública sobre la privada.

Deuda privada

Si bien la Ley 964 de 2005 mejoró el marco regulatorio para emisiones de renta variable, las firmas colombianas optaron por incrementar

Cuadro 1: Montos de colocación de títulos de renta fija en el mercado colombiano (\$ miles de millones)

		2006	2007	2008
Uno y dos años	Sector financiero	411	1.626	1.726
	Sector real	363	242	276
	Total	774	1.869	2.003
Más de dos años	Sector financiero	1.033	1.173	2.129
	Sector real	2.453	1.078	862
	Total	3.486	2.251	2.992
% del PIB		1.2%	1.2%	1.3%

Fuente: elaboración Anif con base en BVC.

sus colocaciones de bonos, en vez de financiarse con acciones. Más allá de los factores adversos de la coyuntura internacional, ingresar al mercado de capitales en Colombia mediante la emisión de acciones conlleva transformaciones en materia de gobierno corporativo y transparencia contable y tributaria, lo cual puede resultar oneroso para algunas firmas. En contraste, los costos de evaluación crediticia los absorben las entidades bancarias.

Muchas firmas sólo recurren al financiamiento a través del mercado de capitales cuando sus proyectos superan los límites de apalancamiento y sostenibilidad exigidos por los bancos. Esto puede estar reflejando la falta de profundidad del sistema financiero y de capitales en Colombia. Es posible que hagan falta *equity kickers* y otros instrumentos de deuda que permitan a los bancos financiar grandes proyectos empresariales participando de su rentabilidad. El desarrollo de los llamados fondos de capital privado aún es incipiente en el país. Sólo recientemente las AFP han montado una juiciosa tarea evaluativa del potencial que ofrecen estas alternativas.

En síntesis, a pesar de que el mercado de capitales tiene una regulación consistente que promueve la transparencia, establece reglas de juego claras y consolida la seguridad jurídica, el mercado de capitales y crediticio carece de profundidad en Colombia. De hecho, la sustitución de emisión de acciones por bonos privados ha

frenado el desarrollo del mercado de capitales. Al mismo tiempo, la sustitución de cartera bancaria por emisión de bonos privados (con poca liquidez) retrasa la profundización financiera.

Por ejemplo, la deuda corporativa en Colombia representa actualmente un 2.3% del PIB. De modo que, en realidad, la relación cartera/PIB en Colombia hoy debería estar cerca del 40%, en vez del 35% actual, si se incluyen los bonos privados y la cartera generada (2.5% del PIB) a través de los llamados *nearbanks* (que impulsan mecanismos de financiamiento por fuera del sistema, prestando directamente a través de sus tesorías).

Conclusión

El mercado de capitales en Colombia ha tenido una larga y lenta historia

de desarrollo. Hemos progresado más en la dotación legal del tinglado jurídico, especialmente con la Ley 964 de 2005, que en la profundización de los mercados. La relación respecto al PIB de nuestros mercados financieros es prácticamente la mitad o menos de los referentes internacionales observados en los países desarrollados y de otros mercados emergentes como los de Asia. Los datos más recientes para Colombia son frustrantes: la relación cartera/PIB es de 35%; la relación bonos privados/PIB es de 2.5%; la relación capitalización bursátil/PIB es de 18.6%.

La favorable coyuntura de la economía colombiana durante 2003-2007 a duras penas sirvió para recomponer los daños financieros dejados por la crisis hipotecaria 1998-2000. La buena noticia es que ahora

la difícil coyuntura internacional (2008-2010) nos toma con un sector financiero sólido, bien capitalizado y provisionado, al mismo tiempo que contamos con un marco legal adecuado para el desarrollo de la renta variable. El catalizador que debe impulsar el mercado de capitales está allí mismo: la excelente imagen de progreso que va dejando el país durante estos años, todo lo cual debería poder llevarnos a puerto seguro si continúa la apertura comercial y de capitales y si se puede conquistar pronto el “grado de inversión” de la deuda soberana, para lo cual debemos perseverar en el ordenamiento fiscal. **ANIF**

Cuadro 2: Tasa de colocación promedio de los títulos de renta fija en el mercado colombiano					
			2006	2007	2008
Uno y dos años	Sector financiero	IPC +	3.8%	5.7%	6.2%
		DTF +	2.2%	2.4%	2.6%
		Tasa fija	6.7%	9.1%	12.2%
	Sector real	IPC +	3.3%	5.0%	NA
		DTF +	1.1%	2.5%	2.4%
		Tasa fija	NA	NA	NA
	Total	IPC +	3.5%	5.3%	6.2%
		DTF +	2.0%	2.4%	2.5%
		Tasa fija	6.7%	9.1%	12.2%
Más de dos años	Sector financiero	IPC +	5.2%	5.8%	6.6%
		DTF +	3.0%	3.0%	3.0%
		Tasa fija	8.9%	10.7%	11.5%
	Sector real	IPC +	4.6%	5.7%	7.0%
		DTF +	4.5%	3.1%	2.3%
		Tasa fija	8.9%	NA	12.6%
	Total	IPC +	4.8%	5.7%	6.7%
		DTF +	3.7%	3.0%	2.9%
		Tasa fija	8.9%	10.7%	11.8%

Fuente: elaboración Anif con base en BVC.

Los organismos autorreguladores: la experiencia internacional y la de Colombia *

La transformación del mercado de valores de Colombia es fundamental para consolidar un mejor manejo del ahorro nacional; en particular, reorientándolo hacia proyectos rentables de inversión en infraestructura. La Ley 964 de 2005 constituyó un paso importante para promover una regulación más ágil, cerrando la posibilidad de arbitrajes regulatorios ineficientes. Pronto deberemos estar en capacidad de disfrutar una estructura institucional consolidada, en momentos en que el mundo financiero enfrentará grandes desafíos normativos como resultado de la profunda crisis de 2007-2009.

Una pieza fundamental de la nueva normatividad colombiana tiene que ver con el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV). La actividad de autorregulación fue establecida para promover la disciplina desde el interior del mercado, complementando la labor de la Superintendencia Financiera. El AMV también es responsable de la profesionalización del sistema y ha venido certificando a sus participantes,

asegurando así un “sello de calidad” del capital humano involucrado.

En esta edición de *Enfoque* estudiaremos el objetivo y el funcionamiento del organismo autorregulador del mercado de valores colombiano. Para ello examinaremos también algunos referentes internacionales. Adicionalmente, analizaremos los retos que enfrenta el AMV de cara a la crisis financiera internacional.

Principios rectores de la actividad de autorregulación

La autorregulación surge de la necesidad de que el mercado financiero responda a criterios rectores que aseguren responsabilidad, idoneidad y transparencia en las operaciones de este mercado. En el marco de la ley, la autorregulación se circunscribe a la protección del inversionista y al principio de cumplimiento voluntario de las normas. De allí la importancia de asegurar la independencia administrativa y técnica de dicho organismo, o sea, del AMV en el caso de Colombia.

Una de las características más importantes de los organismos de autorregulación tiene que ver con la forma como se relacionan con los agentes del mercado. Como los participantes aceptan voluntariamente los estándares del autorregulador, se alinean los incentivos en el mercado: por un lado, los agentes operan a través de principios generales de regulación; mientras que, por otro lado, si el autorregulador no hace bien su trabajo, está abierta la puerta para que otros autorreguladores surjan y agrupen a los participantes que van dejando al anterior autorregulador.

Los autorreguladores deben ser entonces instituciones dispuestas a competir en los mercados globales. Deben asumir un papel pragmático frente a sus principales tareas: normativa, de supervisión y lograr la disciplina en el mercado. En esta tarea deben sopesarse cuidadosamente los costos de imponer y supervisar un

* Corresponde a *Enfoque* Anif-Deceval No. 31 de marzo 9 de 2009.

marco regulatorio frente al riesgo de laxitud o exceso normativo. El principio fundamental de una buena autorregulación es “liberar” al regulador de funciones costosas, facilitar la tarea de seguimiento y estar dispuesto a aplicar las sanciones del caso, en ocasiones, con la aplicación de “sanciones morales”.

Claramente, la autorregulación es una actividad enfocada en servir al mercado, por la vía de la competencia regulatoria. No obstante, su implementación puede ser difícil debido a la velocidad con que cambian los instrumentos y las prácticas del mercado financiero. El autorregulador tiene la ventaja de estar “al lado del mercado”, en contraste con antaño, cuando la entidad oficial se enteraba tardíamente de las prácticas peligrosas. La clave está en desarrollar una regulación comprensiva y aplicable, otorgándole el carácter de creíble y disuasiva de prácticas controvertibles. Penas onerosas y con costos morales evitan comportamientos lesivos en el futuro y fomentan la profesionalización del mercado.

Historia de la autorregulación

El esquema de autorregulación se originó tras el colapso del mercado

bursátil norteamericano en 1929-1933. Las bolsas funcionaban como “clubes”, en los que primaba el interés de los especialistas que transaban acciones; en ocasiones, en detrimento de los inversionistas. La Ley de Intercambios de 1934 solucionó parcialmente el problema al obligar a los corredores de bolsa a generar disciplina de mercado, dejándole al gobierno un papel tangencial.

Con el transcurrir del tiempo, esto se tradujo en normas que garantizaban la independencia del autorregulador respecto de su antiguo club. Adicionalmente, el regulador (la Securities Exchange Commission) fue autorizada para supervisar los procesos de vigilancia y aplicar las sanciones. De esta manera se consiguió que el regulador no pudiera “tumbar” las decisiones del autorregulador, dentro del marco legal establecido con posterioridad a la Gran Depresión.

El caso colombiano

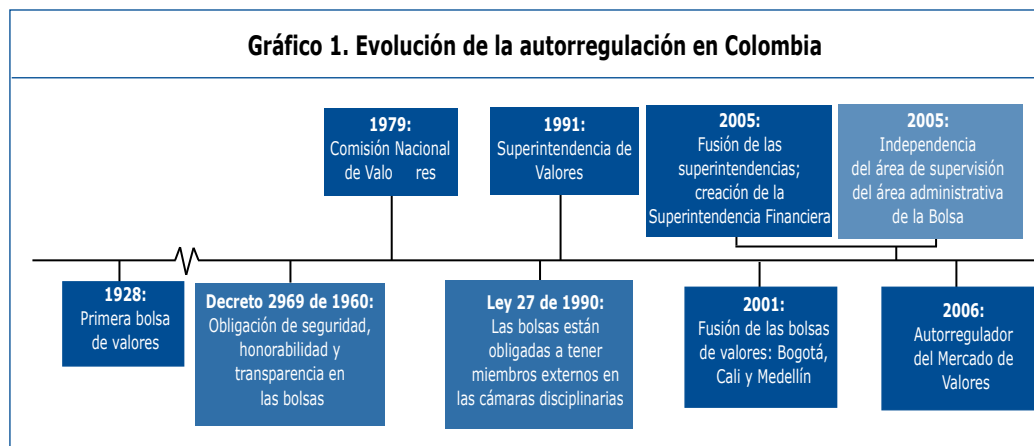
En Colombia, la Ley 964 de 2005 dio vida al autorregulador de valores, desplazando la tarea gubernamental de la Superintendencia de Valores (creada en 1991 por el Decreto 2739, que a su vez sustituyó a la Comisión Nacional de Valores -Ley 32 de 1979) hacia el propio mercado (ver gráfico

1). Los decretos 1565 y 3516 de 2006 detallaron la actividad de autorregulación, inaugurando el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) en junio de 2006. El gráfico 2 resume su proceso normativo.

De hecho, en 2007 la bolsa de Valores de Colombia (BVC) pasó por un proceso de “desmutualización”, es decir, la propia BVC registró sus acciones en el mercado de renta variable, despojándose de muchas de sus tareas disciplinarias. De allí la relevancia del cuerpo de autorregulación a través del AMV. Se han expedido normas claras sobre gobierno corporativo y se han creado relaciones complementarias con la Superintendencia Financiera.

Así mismo, la Superintendencia Financiera también ha pasado por una importante reingeniería que le ha facilitado relacionarse con los participantes del mercado. Antes de 2005, la Superintendencia de Valores vigilaba los agentes del mercado bursátil, mientras que la Superintendencia Bancaria se encargaba del mercado de intermediación. Con la fusión de ambas entidades en 2005, la nueva Superintendencia Financiera ha logrado evitar los arbitrajes regulatorios, reduciendo la ambigüedad y mejorando su capacidad frente al surgimiento de innovaciones financieras.

Colombia cuenta entonces con un modelo de autorregulador independiente del mercado y un único regulador que está en capacidad de supervisar el universo financiero del país. De esta manera, el mercado local ha logrado apuntalar un sistema regulatorio eficiente, que minimiza los conflictos y aprovecha la experiencia del sector. Adicionalmente, la firma de un Memo-



Fuente: AMV.

rando de Entendimiento entre la Superintendencia Financiera y el AMV ha permitido agilizar las tareas de ambos organismos.

Perspectivas del autorregulador

Uno de los temas más importantes que quedan por asegurarse la continuidad de la independencia de la Superintendencia Financiera. Ésta continúa siendo un organismo adscrito al Ministerio de Hacienda y, por esta vía, el Ejecutivo juega un papel central. De allí la importancia de contar con personal técnico, tanto en la Superintendencia como en el propio AMV, lo cual se ha logrado en la corta vida que lleva el autorregulador (2006-2009).

Mucho se ha discutido sobre cómo fortalecer la independencia institucional de la Superintendencia Financiera. En los primeros borradores de la Reforma Financiera, que actualmente se discute en el Congreso, existían ideas constructivas en este sentido, las cuales vale la pena retomar. Tales ideas buscaban rescatar la exitosa experiencia que ha mostrado el Banco de la República en materia de independencia frente al Ejecutivo.

Cabe resaltar que la actual crisis internacional ha llevado a la palestra el delicado tema de capacidad autorreguladora en presencia de innovaciones financieras, complejas y de aplicación universal (como los instrumentos derivados). Por otro lado, es necesario establecer un esquema flexible de comisiones, de modo que el autorregulador

pueda mantener su capacidad en el corto plazo cuando la actividad del mercado se ve disminuida. En ese sentido, una opción es mantener es-

quemas flexibles de comisiones que le permitan al autorregulador adecuarse al ciclo económico.

Conclusiones

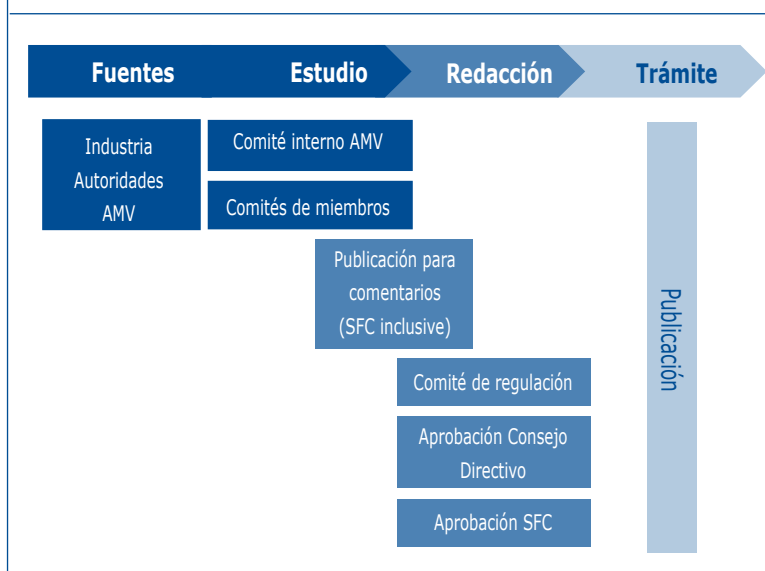
Hemos visto cómo los organismos de autorregulación cumplen un papel clave al interior de los mercados: fomentan conductas de mercado responsables que le sirven al propio mercado y a los inversionistas. Estas entidades deben trabajar mancomunadamente con los organismos oficiales, complementando sus tareas y mejorando la capacidad técnica de todo el mercado de valores.

En Colombia, la historia reciente del AMV (2006-2009) ha demostrado su capacidad para aglutinar a todos los participantes del mercado y mantener el curso en medio de difíciles momentos internacionales y locales. Dicha autorregulación ha permitido mantener un esquema de supervisión más efectivo y transparente.

No obstante, existen retos en diversos campos. De una parte, el AMV debe continuar trabajando conjuntamente con la BVC, la Superintendencia Financiera, el Banco de la República y otros agentes del mercado para agilizar procesos y continuar puliendo el marco regulatorio, el cual ha hecho avances importantes en los últimos años. De otra parte, el tema de la independencia es crucial, tanto para el AMV como para la propia Superintendencia Financiera, pues sus actividades provienen de reglamentos que encierran visiones de largo plazo. 

La historia reciente del AMV (2006-2009) ha demostrado su capacidad para aglutinar a todos los participantes del mercado y mantener el curso en medio de difíciles momentos internacionales y locales. Dicha autorregulación ha permitido mantener un esquema de supervisión más efectivo y transparente.

Gráfico 2. Proceso de emisión de normatividad del AMV



Fuente: AMV.

Financiamiento de infraestructura y mercado de capitales *

El desarrollo de infraestructura apropiada es fundamental para mantener ritmos de crecimiento sostenido superiores al 6% anual en Colombia. Históricamente, el país logró crecer a tasas de 4.5% anual durante los años 1950-1980, siendo el de mejor desempeño en la región. Sin embargo, en la década del noventa el modelo de economía cerrada se agotó y Colombia inició un difícil tránsito hacia una economía más abierta al comercio internacional. Después de los exitosos años 1990-1995, el país experimentó un auge crediticio que terminaría en una crisis hipotecaria de grandes dimensiones durante 1998-2001.

La recuperación del período 2002-2007, creciendo a ritmos de 5.5% anual, fue una afortunada coincidencia del auge internacional y de un “rebote” de la economía local tras la crisis financiera. A través de este redireccionamiento quedó clara la urgencia de consolidar una economía abierta al comercio mundial y de implementar la llamada Agenda Interna, donde la infraestructura juega un papel central.

El esfuerzo de provisión de infraestructura lo han venido compar-

tiendo el sector público y la empresa privada, gracias al desarrollo de los sistemas de concesiones y de servicios públicos, especialmente desde la Ley 80 de 1993. Gracias a ello, Colombia muestra buenos indicadores de provisión de servicios en el contexto latinoamericano: el 81% de la población tiene acceso a electricidad (frente a una media de 79%), el 93% a agua potable (vs. 90%), el 86% a servicios sanitarios (vs. 79%) y el 65% a servicios de telefonía (vs. 62%).

En esta edición de *Enfoque* examinaremos el financiamiento de proyectos de infraestructura a la luz de las características inherentes a este tipo de activos y al esquema de participación entre el gobierno y los agentes privados.

Desarrollo de los activos de infraestructura

El financiamiento de infraestructura encierra cinco características: 1) períodos de larga gestación (3 a 5 años) y duración (10 a 30 años); 2) requerimientos de capital elevados y de alto riesgo; 3) proyectos altamente dependientes del marco regulatorio,

con frecuencia vinculados a la provisión de bienes públicos; 4) encierran bienes y servicios de primera necesidad, con pocos sustitutos cercanos; y 5) se trata de activos inamovibles e indivisibles.

Debido a estas características, la provisión de infraestructura había sido tradicionalmente tarea del Estado. Sin embargo, el peso de estos proyectos sobre las finanzas públicas y la falta de experiencia de los administradores públicos limitaron el desarrollo de la infraestructura en la mayoría de los países en vía de desarrollo durante los años 1950-1980.

El sector privado empezó a jugar un papel clave durante la década del noventa, lo cual requirió profundos cambios en la regulación. En Colombia, el despegue de la inversión privada en infraestructura se dio a través del marco de concesiones de la Ley 80 de 1993 y las leyes 142 y 143 de 1994 de servicios públicos. Los sectores beneficiados fueron los de energía (tras el apagón) y tele-

* Corresponde a *Enfoque* Anif-Deceval No. 32 de abril 6 de 2009.

comunicaciones cuando el Estado fue cediendo su monopolio (ver gráfico 1).

Las grandes necesidades de capital en infraestructura conllevan una combinación de fuentes de financiamiento, incluyendo préstamos sindicados, emisión de bonos y titularizaciones. Durante los años noventa, las economías emergentes carecían de mercados de capitales profundos, de manera que el sector privado debió recurrir a los mercados externos. Este financiamiento externo con frecuencia se vio abocado al llamado *peso problem*, donde la fuerte devaluación de la moneda local frente al dólar implicó moratorias en el servicio de su deuda.

Por ejemplo, la crisis de la deuda mexicana de 1982 y el problema financiero asiático de 1997-1998 desataron devaluaciones pronunciadas de las monedas de los mercados emergentes, con grave contagio sobre América Latina. Esta crisis puso de relieve la importancia de mantener fundamentos macroeconómicos sólidos y la necesidad de reforzar la seguridad jurídica en los contratos de largo plazo. Colombia experimentó una reducción del monto de la inversión privada en infraestructura durante todo el período 1997-2002, lo cual se vio agravado por los problemas de orden público.

En 2001, los riesgos económicos y políticos se materializaron de forma grave en Argentina, cuando la eliminación de la convertibilidad generó una crisis de su sistema financiero y la cesación de pagos, incluyendo los organismos multilaterales. El descalce de los proyectos (ingresos en pesos y deudas en dólares) obligó a las empresas de infraestructura a incrementar sus tarifas, pero el

estrecho límite del poder adquisitivo local generó una alta inestabilidad política. La moratoria de esas deudas con el sector privado provocó el pánico entre los inversionistas institucionales, quienes elevaron sus “castigos de descuento” a diversos títulos relacionados con infraestructura. Esto generó graves traumatismos para el desarrollo de la inversión privada en proyectos de infraestructura en los mercados emergentes.

En años más recientes (2002-2008), América Latina logró controlar la inflación y recargar sus emisiones sobre los mercados locales. No sólo se ha evitado el *peso problem*, sino que esas emisiones han ayudado a desarrollar el mercado de capitales a nivel de países emergentes. Gracias a ello, repuntó la Inversión Extranjera Directa y se desarrollaron rápidamente proyectos relacionados con vías, puertos y telecomunicaciones.

Colombia vio un resurgimiento de la inversión privada a partir de 2005. Aparte de la industria de las telecomunicaciones, las concesiones en el sector transporte han sido otro pilar importante de esa inversión en el país. De hecho, la Inversión Extranjera Directa ha sido la fuente de gran

parte de esos flujos (ver cuadro 1). Los proyectos de transporte alcanzaron más de US\$1.200 millones en 2007, de los cuales un 37% corresponde a nuevos proyectos. Adicionalmente, muchos de estos activos se han financiado a través del mercado de valores, logrando colocaciones de montos importantes de bonos (hasta de \$1.7 billones anuales) y a plazos amplios (hasta de 20 años).

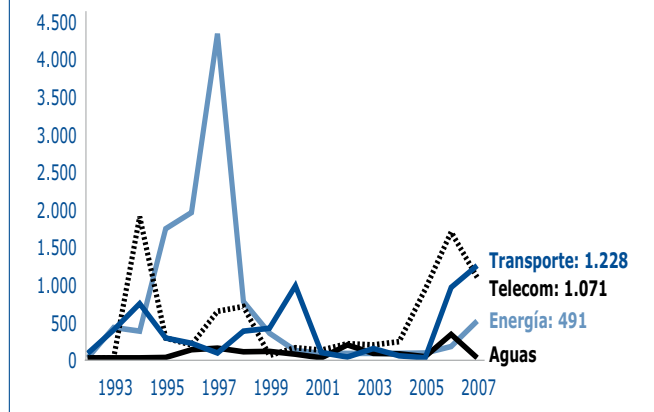
Características de la financiación de infraestructura

Los elevados montos de inversión, los costos hundidos que conllevan y el largo ciclo de los proyectos tienden a generar un elevado grado de apalancamiento financiero. Además, una vez realizado el proyecto, sus flujos de caja implican una lenta recuperación de la inversión. Si bien en el pasado el financiamiento de las multilaterales amortiguaba el descalce fiscal intertemporal, ahora el sector privado debe evaluar con sumo cuidado estos flujos financieros.

Una forma interesante como el sector privado ha solucionado este descalce es a través de asegurar un usufructo extendido en el tiempo de las concesiones y/o de las titularizaciones de los beneficios provenientes de las tarifas de los proyectos. Los pioneros en este tipo de estructuraciones han sido Australia, Nueva Zelanda y Chile. En todos los casos, el éxito ha requerido un marco institucional y legal sólido, estable y de talla internacional (Sheppard, 2003).

Una vez se construya un tinglado legal apropiado, la sindicación de créditos con la banca internacional y la emisión de títulos amparando

Gráfico 1. Inversión privada en infraestructura en Colombia (US\$ millones constantes de 2007)



Fuente: PPI Banco Mundial.

los proyectos se hacen más sencillas y fluidas. Es usual que tales obligaciones se estructuren como deuda *senior*, pagadera antes de cubrir los costos y gastos operacionales, donde la periodicidad de los desembolsos determina los puntos de equilibrio del proyecto. En paralelo, también es frecuente la obtención de pólizas de cumplimiento expedidas por aseguradoras internacionales y garantías de las multilaterales.

Otra figura que se utiliza es la del *Project Finance*. En este caso se crea una compañía destinada a construir, operar y mantener (BOT – *Build, Operate and Transfer*) la nueva infraestructura. De esta manera se exime a los patrocinadores del proyecto de responsabilidades económicas y jurídicas de forma directa.

Conclusión

Hemos visto cómo el desarrollo de proyectos de infraestructura, a partir de la década del noventa, ha contado con un papel de liderazgo en cabeza del sector privado. Esto no habría sido posible sin los cambios estructurales que produjo el nuevo marco jurídico a favor de esquemas concesionales y de fomento a la competencia. En el caso colombiano, este vuelco lo produjo el desarrollo de leyes como la 80 de 1993 y las 142 y 143 de 1994. Este tipo de participaciones ha permitido realizar los proyectos de infraestructura con mayor eficiencia y ha descargado al fisco del problema presupuestal que éstas le generaban.

Sin embargo, el éxito de este esquema descansa sobre dos factores que requieren continuo

trabajo: a) mantener sistemas jurídicos ágiles que le permitan al país competir en la atracción de recursos del exterior; y b) asegurar el “bien público” de buenos diseños básicos en la estructuración inicial de los pro-

Muchos de los activos de infraestructura se han financiado a través del mercado de valores, logrando colocaciones de montos importantes (hasta de \$1.7 billones anuales) y a plazos amplios (hasta de 20 años).

yectos. De no hacerse así, los países corren un elevado riesgo de terminar en pleitos jurídicos de largo alcance en ambos frentes y sin la provisión de la infraestructura que les permita internacionalizar la oferta de sus bienes y servicios.

Aun teniendo éxito en esta parte de reformas estructurales, los mercados emergentes enfrentarán las dificultades propias que encierran los ciclos económicos. Sin ir muy lejos, los años 2008-2010 describen un período de relativa sequía en el financiamiento de infraestructura a nivel mundial y de crecimiento por debajo del potencial. Sólo aquellos con sólida seguridad jurídica y políticas fiscales anticíclicas saldrán adelante sin mayores contratiempos.

La actual crisis financiera internacional se caracteriza por un rompimiento del canal crediticio. Ello representa un gran desafío para los proyectos de infraestructura. Afortunadamente, Colombia muestra en esta coyuntura un significativo espacio para recurrir temporalmente a la banca multilateral y lograr así un buen respaldo para el financiamiento externo durante los años 2009-2010, mientras se restablecen los canales crediticios externos.

Del grado de éxito que se tenga en este frente dependerá el papel de amortiguación que cumplan las obras civiles en estos años, cuando el crecimiento esperado en Colombia estará por debajo del potencial de 5% anual. No obstante, en el período siguiente (2011-2014) Colombia estará en capacidad de regresar a su potencial de crecimiento. 

Cuadro 1. Inversión Extranjera Directa (IED) en Colombia (US\$ millones)

	2006	2007	2008	2009 (py)
Petróleo & energía	1.802	3.429	6.000	4.000
Minas y canteras	1.783	1.047	280	550
Sector financiero	464	1.196	750	320
Telecomunicaciones	1.061	766	570	430
Otros	255	1.676	2.615	1.700
IED Bruta	5.365	8.115	10.215	7.000
(del cual) privatizaciones y petróleo	2.666	3.504	6.675	4.400
IED colombiana en el exterior	1.098	913	2.040	950
IED neta	4.267	7.202	8.175	6.050
IED (% del PIB)	2.6	3.5	3.7	3.1

Fuentes: Banco de la República y cálculos Anif.

Bancarización mediante telefonía móvil: la ‘platanización’ del m-banking en Colombia *

El Gobierno Nacional ha venido promoviendo un mayor acceso al sistema financiero, en especial de la población más pobre, a través de múltiples arreglos institucionales, conocidos como el esquema de “Banca de las Oportunidades” (BdO).

Anif ha venido comentando que: “(...) el éxito de iniciativas como la BdO dependerá críticamente de la flexibilización de los límites de las tasas de usura, de la ampliación de los esquemas de corresponsales no bancarios y de la implementación de cambios fundamentales al marco regulatorio colombiano” (ver *Informe Semanal* No. 903 de octubre de 2007). Y concluíamos que: “continuaban siendo obstáculos serios para el sector financiero la aplicación del 4x1.000, las inversiones forzosas, la certificación de la tasa de interés por modalidad de crédito y el manejo de las centrales de riesgo, entre otros”.

También hemos hecho eco de las lecciones del profesor C.K. Prahalad sobre las bondades de aplicar estrategias de mercado dirigidas hacia la

“base de la pirámide”, resaltando el caso particular de la expansión de la telefonía celular (ver *Informe Semanal* No. 977 de abril de 2007): “El mayor acceso a las telecomunicaciones ha permitido que los trabajadores independientes logren portar sus oficinas, ganando mercados y eficiencia,” así como la expansión del microcrédito como valor agregado a todos estos procesos.

Recientemente analizábamos cómo el uso de las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC) se ha convertido en un factor determinante en el desarrollo de la productividad y competitividad de las economías a nivel mundial (ver Comentario Económico del Día 21 de abril de 2009).

Ante este panorama, encontramos que el desarrollo de los instrumentos del *m-banking*, o banca móvil, tiene un gran potencial en Colombia. Dicho esquema ya ha completado más de una década de aplicación en los países desarrollados, dejando útiles lecciones para las economías

emergentes. En esta ocasión nos dedicaremos a profundizar sobre este interesante tema.

¿Qué es la banca móvil?

Los servicios financieros han sido propicios para el desarrollo de tecnología de punta, combinando agilidad y seguridad. Con frecuencia, la legislación ha tenido que adaptarse a las nuevas prácticas transaccionales y evitar que se inhiban dichos desarrollos tecnológicos. Un ejemplo de ello ha sido la creación del concepto de “banca virtual-móvil”; ésta encierra tres formas de utilizar los teléfonos celulares en los servicios financieros: a) para micropagos (comercio móvil); b) como dinero electrónico; y c) como canal bancario. (Grupo Consultivo de Ayuda a la Población Pobre del Banco Mundial, 2009).

En el primer caso, los teléfonos

* Corresponde al *Informe Semanal* Anif No. 978 de mayo 26 de 2009.

celulares están conexos a las tarjetas de crédito o a las cuentas bancarias y se usan para realizar pagos. En general, se trata de pagos de baja suma relacionados con transporte o máquinas expendedoras. En este caso simplemente los teléfonos sustituyen las tarjetas débito o crédito. Esta modalidad es bastante común en Japón y en los países nórdicos.

La segunda forma tiene que ver con “la creación de dinero electrónico”. En Filipinas, por ejemplo, Globe Telecom (un operador de telefonía móvil) admite a sus clientes cargar dinero electrónico (o G-Cash) en sus celulares, a través de tiendas asociadas o establecimientos de Globe que proveen tal servicio. Actualmente, más de un millón de clientes usan G-Cash para depositar y retirar dinero en efectivo. Además, este dinero se puede transferir (giro electrónico) casi a nivel mundial y utilizar para transacciones comerciales.

La tercera expresión de la banca móvil muestra ejemplos como MTN Banking o WIZZIT en Suráfrica. Allí, los usuarios emplean sus teléfonos celulares como el principal medio para entrar a sus cuentas bancarias. Los clientes depositan dinero en ellas accediendo a sucursales, cajeros automáticos o simplemente hacen que sus salarios nutran dichas cuentas directamente. Así, sus teléfonos celulares sirven para realizar todo tipo de transacciones financieras y (... casi se nos olvida mencionarlo)

hasta para hacer simples llamadas telefónicas.

Oportunidades para la banca móvil

En Estados Unidos y Europa, el nivel de bancarización móvil es elevado y todavía tiene capacidad expansiva. De hecho, Sybase 365 reportaba que, en 2008, el 61% de los usuarios europeos estaba dispuesto a utilizar banca móvil si sus entidades se lo ofrecieran. Así mismo, el 21% de los jóvenes norteamericanos usa ya la banca móvil y se observa una tendencia ascendente.

La compatibilidad operacional ha sido importante en el desarrollo del mercado de Estados Unidos, donde la clientela ha elogiado el hecho de que las transacciones se realizan de modo similar a las observadas en Internet. Así, la penetración del *m-banking* depende no sólo de la tecnología sino de su simplicidad. Su rápido desarrollo permitirá explotar las llamadas economías de escala-alcance, reduciendo rápidamente su costo medio de transacción.

En los países en desarrollo, los avances en la banca móvil son aun más importantes que en el mundo desarrollado, pues la carencia de infraestructura adecuada hace que en muchas ocasiones ésta sea la única opción hacia la bancarización de la población más pobre. Ante ello, la banca virtual de los teléfonos móviles

logra derrotar los obstáculos milenarios geográficos y hasta aquellos de carácter cultural.

Colombia

Colombia ha sido uno de los países de América Latina que ha implementado más rápidamente el servicio de banca móvil. Este servicio se inició en 2007 y ya se ha vuelto un referente para México, Chile y Venezuela. En 2008, se llevaron a cabo cerca de 2.5 millones de operaciones (0.22% del total de las transacciones), de las cuales cerca del 20% fueron transaccionales. El valor de las transacciones alcanzó \$12.000 millones (ver cuadro 1). Si bien se trata de desarrollos incipientes, mensualmente se están incorporando unos 11.000 nuevos usuarios.

Dado el atraso relativo que muestra Colombia en penetración bancaria, esta opción de telefonía móvil representa una gran oportunidad de desarrollo. De hecho, cerca de un 30% de los 1.100 municipios carecía de servicios bancarios al finalizar el año 2007. El aumento en el número de cajeros automáticos (ATM), en los puntos de venta (POS) y, especialmente, en los corresponsales no bancarios (CNB, totalizando casi 5.000) ha logrado elevar dicha cobertura municipal a cerca del 93% al corte de marzo de 2009, según información de Asobancaria y la Superintendencia Financiera.

Cuadro 1. Operaciones por banca móvil en Colombia 2008

Entidad	Número de transacciones	Número de operaciones por consulta de saldo	Número total de operaciones	Monto total de transacciones (\$ millones)
Banco mediano	264.608	1.094.970	1.359.578	1.829
Banco grande 1	178.391	980.476	1.158.867	10.057
Banco grande 2	788	7.607	8.395	235
TOTALES	443.787	2.083.053	2.526.840	12.121

Fuente: Superintendencia Financiera 2009.

De otra parte, la amplia penetración de la comunicación celular en Colombia (92% de la población) ha sido un factor-trampolín a este respecto, ver gráfico 1. Más aun, se trata de un desarrollo propobre, dado que la población de menores ingresos cuenta con dicha plataforma para su explotación bancaria, gracias a una cobertura de telefonía celular cercana al 77% en población con ingresos inferiores a 1.5 salarios mínimos.

Todo lo anterior nos hace ser optimistas sobre el potencial de bancarización a través del uso de la telefonía móvil. La tecnología adoptada por las entidades bancarias colombianas ha resultado adecuada para la población más necesitada (ver gráfico 2). Ahora los bancos tienen la tarea de aprovechar la amplia cobertura inalámbrica de los operadores celulares para montar sus “mapas de cobertura bancaria”. La liquidez (conversión de tal instrumento en dinero) constituye un atractivo central en el desarrollo de estos mercados en el futuro inmediato.

Conclusiones

Hemos visto cómo el sistema financiero colombiano tiene una excelente oportunidad al aprovechar el tinglado tecnológico existente en materia de telefonía celular para realizar una gran penetración bancaria. Por primera vez en la historia se podrán derrumbar las barreras geográficas y de falta de infraestructura para llegarle a toda la población, incluyendo la más pobre.

En el caso de Colombia, la banca móvil tiene el desafío de proveer servicios bancarios a ese 30% de los municipios que

han estado abandonados en materia de cobertura financiera. Este esquema de la banca virtual-móvil, “platanizada” para Colombia, viene a unirse a la estrategia de los corresponsales no bancarios. Las condiciones están dadas para que se continúe desarrollando este canal: de una parte, existe una gran demanda insatisfecha por servicios financieros y, de otra parte, ya hemos explicado la existencia de dicha

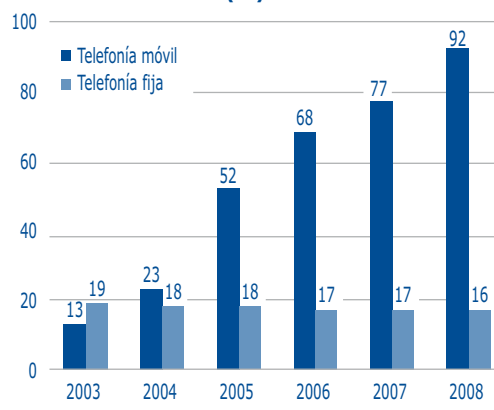
plataforma tecnológica en Colombia.

Si bien la oferta de servicios aún es incipiente y limitada a algunos sectores, la plataforma tecnológica permite rápidos desarrollos. Hasta la fecha, los temas de seguridad y programas antilavado no han representado grandes desafíos, pero éstos vendrán (sin lugar a dudas) a medida que la masificación se vaya imponiendo. De hecho, Colombia, a diferencia de otros países de la región, se ha encontrado de entrada con el obstáculo del Impuesto a las Transacciones Financieras (4x1.000) y el costo que ello representará para la mayor penetración bancaria.

En este sentido, resultará vital que las autoridades manejen con prudencia el alcance de la regulación en materia financiera a través de la telefonía celular, pues excesivas limitaciones o reglamentaciones que deriven en costos excesivos podrían abortar este interesante proceso de bancarización para los más pobres. De particular cuidado serán los temas de salvaguardia de información relativa a clientes que ingresan efectivo en las tiendas minoristas, la regulación de los proveedores de servicios que están fuera del ámbito financiero, la forma de “creación de dinero”, los requisitos de conocimiento del cliente electrónico, entre otros.

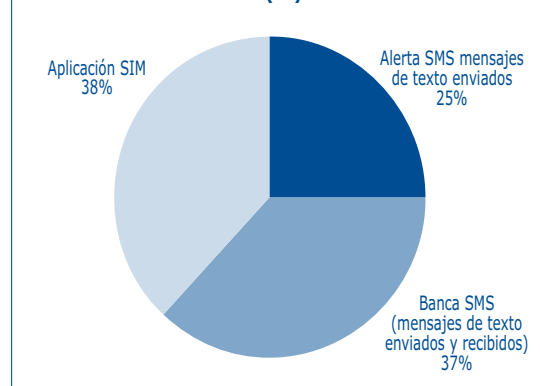
Por último, cabe señalar que se trata de un esfuerzo mancomunado entre el Banco Central, como máxima autoridad monetaria y regulador de los sistemas de pago de alto valor, y el gobierno, a través del Ministerio de Hacienda como regulador y de la Superfinanciera como vigilante de oficio. **ANIF**

Gráfico 1. Cobertura de la telefonía fija y móvil en Colombia (%)



Fuente: Ministerio de Telecomunicaciones, marzo 2009.

Gráfico 2. Tecnología de banca móvil usada en los bancos colombianos (%)



Fuente: Latinia Intelligentia. La banca móvil de Latinoamérica, marzo 2009.

Pobreza en Colombia: ¿cuál es la verdadera situación? *

El pasado mes de mayo se divulgaron los importantes resultados de la Encuesta Social Longitudinal de Fedesarrollo (ESLF), la cual cuenta con el apoyo del BID. Dicha encuesta hace seguimiento al comportamiento socioeconómico de los hogares colombianos desde 2004 y constituye una interesante fuente de análisis dinámico. Se trata de una muestra de 4.500 hogares y 18.000 individuos de la zona urbana.

Uno de los principales hallazgos de la reciente encuesta (datos de 2008) fue la notoria reducción del grado de pobreza relativa, cayendo a niveles de 44% (en trece áreas metropolitanas) frente al 61% reportado por la Encuesta de Calidad de Vida (datos del Dane de 2003). Aunque estas cifras no son estrictamente comparables (a nivel estadístico), Anif confía en que los datos consolidados a nivel nacional del Dane pronto confirmarán movimientos en esa misma línea: una importante reducción de la pobreza, donde probablemente la fuerza principal habría provenido del propio auge económico del período 2003-2007.

Pero dado que ahora nuestra economía ha entrado en una fase de estancamiento durante los años 2008-2010, cabe preguntarse: ¿cuál debe ser la estrategia a seguir para mantener estos logros en la lucha contra la pobreza? Claramente la dinámica productiva y la “red social” encontrarán serios limitantes durante estos años. Por esta razón será crucial adoptar reformas estructurales laborales y tributarias para recuperar el empleo y la formalidad, como única manera de asegurar continuidad en estas políticas propobres hacia el mediano plazo.

El panorama 2003-2006

Anif había realizado una evaluación del gobierno de Uribe-I (2002-2006), que obtuvo buenos resultados en la lucha contra la pobreza (ver *Informe Semanal* No. 883 de junio de 2007). En particular, vimos cómo la pobreza absoluta se había reducido en 11 puntos porcentuales, al pasar de 56% a 45% durante los años 2002-2006. De forma similar, la pobreza

extrema se redujo en 10 puntos porcentuales, al caer del 22% al 12% de la población. Adicionalmente, la concentración del ingreso, medida a través del coeficiente de Gini, se había reducido de 0.58 a 0.54, aunque claramente estos niveles aún resultaban preocupantes (ver gráfico 1).

Sin embargo, ese panorama de indicadores sociales se vio truncado para el período 2007-2008 debido al mal manejo estadístico que le dio el Dane a las encuestas de hogares del momento, lo cual le costó el puesto al director de marras. Mientras que el DNP y el Dane, con la asesoría del Banco Mundial, continúan depurando las cifras oficiales de pobreza y desigualdad, Anif considera importante evaluar los progresos alcanzados en materia de educación, salud e informalidad laboral a la luz de los últimos resultados de esta relevante ESLF, ya comentada.

* Corresponde al *Informe Semanal* Anif No. 985 de julio 13 de 2009.

Características de la encuesta: datos panel

La ESLF permite hacer seguimientos dinámicos en el tiempo a hogares e individuos y monitorear el impacto de programas sociales (tipo Familias en Acción y Banca de las Oportunidades). Desde 2004, Fedesarrollo ha logrado mantener una tercera parte de los “mismos” hogares en su muestra estadística, convirtiéndola de transversal en longitudinal. Sin embargo, ésta tiene la limitante de referirse únicamente a hogares urbanos.

Avances en salud

La salud presentó uno de los mayores avances durante 2007-2008. En Bogotá, Cali y Bucaramanga, la población afiliada al régimen contributivo creció 8 puntos porcentuales y la del régimen subsidiado 5 puntos porcentuales. A su vez, la población vinculada (sin seguro de salud) se redujo de 12% a 6% (ver cuadro 1). Empero, esto generará mayores presiones fiscales hacia el futuro, pues ello se dio principalmente por expansión del régimen subsidiado en los estratos bajo y medio.

En el año 2008, el 55% de los afiliados al sector salud correspondía al régimen subsidiado y el restante 45% al contributivo. Anif ha calculado que dicha expansión del régimen subsidiado, en un horizonte de cincuenta años, representará un valor presente neto equivalente al 97% del PIB de 2007 (ver revista *Carta Financiera* No. 143 de julio-septiembre de 2008).

En materia de calidad-atención, la ESLF encontró que, en 2008, el 92% de las personas que se

sintieron enfermas pudo acudir a un médico. Sin embargo, mientras que el 84% de los pacientes de estrato alto con alguna enfermedad crónica acudió al médico regularmente, en el estrato bajo sólo lo hizo el 68%. Los servicios fueron calificados de buena calidad por la mayoría de los usuarios (81%).

No obstante, estos resultados de asistencia médica parecen altos al cotejarlos con los de la Encuesta Nacional de Salud de 2007 (ENS). Allí sólo el 55% de los afiliados al régimen contributivo y el 45% del subsidiado asistieron a consulta médica al sentirse enfermos. Seguramente estas discrepancias obedecen al énfasis en la cobertura urbana de la ESLF frente a la inclusión de lo rural en la ENS.

De otra parte, la ESLF reveló que el gasto de bolsillo en salud continúa siendo elevado, pues dos terceras partes tuvieron que complementar sus gastos al acudir al médico (aunque falta por aclarar aquí la incidencia de los copagos). En el estrato bajo

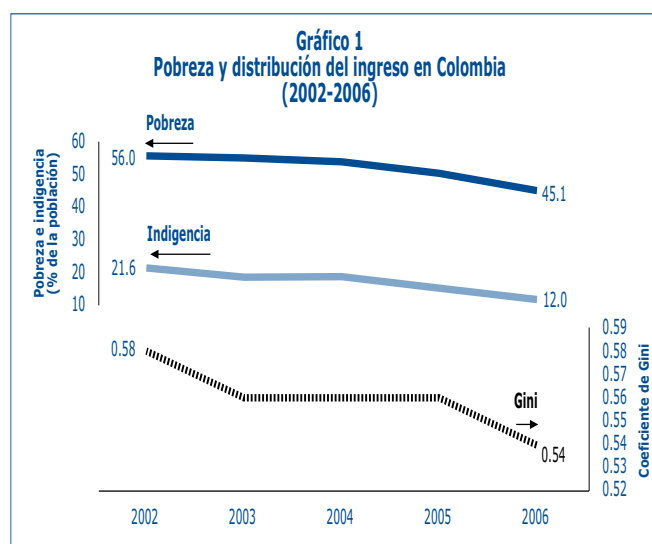
el gasto promedio fue equivalente a un 15% del SMLV y en el alto a un 70% del SMLV. Por último, la ESLF encontró que, en 2008, tan sólo un 10% del régimen subsidiado dejó de ir al médico por falta de dinero, mientras que en la ENS se había reportado un 8.6% en el subsidiado y un 3.9% en el contributivo.

En materia de rezago educativo, la cuestión es preocupante entre la población de 12 a 17 años en los estratos bajos: el 56% asiste a educación básica secundaria y sólo el 35% a básica media.

Avances en educación

Durante 2004-2008, los años de educación promedio se elevaron de 8 a 10.5 años (en población entre 15-24 años). La escolaridad general aumentó, especialmente en estratos bajos (hasta 8 puntos porcentuales). Sin embargo, se encontraron deficiencias en calidad educativa y atraso escolar, en línea con lo vaticinado por las llamadas pruebas PISA (Colombia ocupó el puesto 53 entre 57 países).

En materia de rezago educativo, la cuestión es preocupante entre la población de 12 a 17 años en los estratos bajos: el 56% asiste a educación básica secundaria y sólo el 35% a básica media. El acceso a educación universitaria en estratos altos es de 81% (para edades entre 18-24 años), pero en estratos bajos es de 45%. Un dato para destacar es que la asistencia



Fuentes: DNP (2006) y cálculos Anif.

en educación técnica ha mejorado, alcanzando 30% de asistencia en estratos bajos.

Si bien en los últimos años se ha hecho un esfuerzo por aumentar la capacidad de absorción del sistema educativo, lo cual se refleja en coberturas brutas superiores a 100%, los rezagos en calidad son preocupantes. En este sentido, Anif ha mencionado la importancia de mejorar la planta de docentes y el material pedagógico (Ver *Informe Semanal* No. 920 de marzo de 2008).

Informalidad laboral y seguridad social

La ESLF obtuvo información clave en materia de seguimiento a la informalidad laboral en Colombia. Por ejemplo, dicha encuesta encontró un preocupante aumento de “trabajadores cuenta propia”, llegando a 38% (diez áreas metropolitanas) en 2008. Entre tanto, el número de trabajadores asalariados se había estancado en el 48% del total. Más aun, la inestabilidad de estos últimos se agravó, pues sólo un 24% lleva entre dos y cinco años en su trabajo actual y un 48% lleva menos de dos años. Así mismo, la inestabilidad es creciente a medida que se reduce el estrato social: un 24% de los de estrato bajo lleva menos de seis meses en su actual trabajo.

No es sorprendente que los “cuenta propia” muestren baja afiliación a las cajas de compensación y poca contribución a la seguridad social. En el año 2008, cerca del 45% de los trabajadores “cuenta propia” de estratos altos contaba con un seguro de salud, pero sólo el 5.4% en

los estratos bajos. La inestabilidad laboral es tan alta, que cerca del 45% de los trabajadores informales prefiere mantener ese estatus, con acceso al Sisbén, en vez de aventurarse en el mundo inestable de la formalidad. Lo anterior es consistente con el hallazgo de preferencia por un régimen subsidiado en salud (a valor de UPC), en vez de destinar recursos al régimen contributivo, aún teniendo los recursos.

La inestabilidad laboral es tan alta, que cerca del 45% de los trabajadores informales prefiere mantener ese estatus, con acceso al Sisbén, en vez de aventurarse en el mundo inestable de la formalidad.

Conclusiones

Hemos visto la importancia de la Encuesta Social Longitudinal de Fedesarrollo (ESLF), especialmente cuando el propio Estado ha fallado garrafalmente en coordinar al DNP y al Dane para producir estadísticas vitales en materia de bienestar social. Mientras que el BID apoya dicha ESLF, el Banco Mundial trata de enmendar la plana dañada por funcionarios locales que no estaban capacitados para realizar esas delicadas tareas de empalme técnico en las encuestas de hogares.

¿Por qué será que los técnicos nacionales bien capacitados deciden emigrar hacia las multilaterales (Banco Mundial-BID) para intentar arreglar desde allí lo que des-hace el personal local poco capacitado? ¿Cuándo entenderán los Estados, el G-7, las multilaterales y el DNP que es indispensable remunerar adecuadamente al personal altamente capacitado a nivel local para evitar los fiascos del DNP-Dane del período 2004-2006? Por cuenta de ello, hoy

Colombia no sabe qué pasa con sus pobres (ver *Informe Semanal* No. 965 de febrero de 2009).

Anif está a la expectativa de las cifras (enmendadas) sobre pobreza y desigualdad que pronto publicará el DNP, bajo la asesoría del Banco Mundial. De allí que resulte tan importante este esfuerzo que vienen realizando entidades como Fedesarrollo y la Universidad de los Andes para monitorear directamente la evolución e impacto de los programas sociales. 

Cuadro 1. Resultados Encuesta Social Longitudinal de Fedesarrollo (ESLF)

	2007	2008
Salud		
Afiliados Régimen Contributivo (%)	54	62
Afiliados Régimen Subsidiado (%)	25	30
Vinculados (%)	12	6
Otro (%)	9	2
Educación		
Años de educación	10.0	10.5
Asistencia escolar (5-17 años, %)	88	91
Asistencia escolar (18-24 años, %)	37	40
Mercado laboral		
Ocupados asalariados (%)	53.0	53.0
Ocupados cuenta propia (%)	31.0	35.0
Ocupados empleadores (%)	2.1	1.2
Ocupados sin remuneración (%)	13.9	10.8

Fuente: Fedesarrollo ESL.

Reforma financiera: multifondos, leasing, beneficios económicos periódicos y derechos del consumidor *

Al finalizar el primer semestre de 2009, el Congreso de la República aprobó una reforma financiera, la Ley 1328 de julio 15 de 2009, cuyo principal baluarte fue la creación de los llamados multifondos pensionales. A través de ellos, se pretende flexibilizar el manejo de los portafolios de las administradoras de fondos de pensiones (AFP), adoptando criterios generacionales que permitan optimizar la relación riesgo-retorno.

Ésta no fue una reforma de carácter estructural que apuntara a mejorar la arquitectura financiera del país. Las señales de mejor explotación de economías de escala y alcance se limitaron a permitir que los bancos ofrecieran, bajo el mismo techo, los servicios de leasing. De hecho, poco se recogió de las propuestas conjuntas realizadas en el año 2005 por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), el Banco Mundial y Anif, tendientes a consolidar el esquema de multibanca (ver revista *Carta Financiera* de Anif No. 134, junio/agosto de 2006). En ese entonces se había sugerido que los bancos pudieran voluntariamente realizar operaciones

fiduciarias, de *leasing* y venta de seguros, al tiempo que se fortalecía la “muralla china” regulatoria entre el mercado de intermediación, de una parte, y las actividades de banca de inversión y manejo de carteras colectivas (tipo AFP), de otra parte.

En este informe analizaremos los alcances de esta reforma financiera. Aparte de las modificaciones a la estructura de las AFP, veremos temas relacionados con la defensa del consumidor financiero, la autorización al Banco de la República (BR) para emitir sus propios títulos y la creación de los Beneficios Económicos Periódicos (BEP).

Multifondos-AFP. A través de este sistema se crearon tres esquemas de manejos de riesgo financiero, según la edad de los afiliados al régimen privado de pensiones. La nueva ley crea tres carteras generacionales que pretenden explotar de mejor manera el llamado β financiero: la relación riesgo-retorno.

Los ahorradores jóvenes podrán recargar sus portafolios en activos de alto retorno hacia el largo plazo, como los de renta variable (incluidos

los índices de acciones locales e internacionales). Los cotizantes de edad media equilibrarán los activos en renta variable con aquellos de renta fija (bonos públicos y privados), mientras que los aportantes que se acercan a la edad de pensión optarán por portafolios más conservadores (minimizando la porción más riesgosa).

La reglamentación de esta ley mostrará los límites específicos en edades y composición de instrumentos, pero es muy probable que se sigan los criterios internacionales: los portafolios jóvenes (hasta los 40-45 años) podrán destinar máximo entre 60% y 70% a activos de alto riesgo; los de edad media (hasta los 45-50 años) podrán invertir hasta 40%-50% en tales activos; y los de edad madura (más de 50-55 años) tendrán un límite de 20%-30% en instrumentos de alto riesgo. La reforma contempla un cuarto portafolio para el manejo de los recursos en la fase de retiro programado.

* Corresponde al *Informe Semanal* Anif No. 986 de julio 21 de 2009.

Colombia está siguiendo las experiencias de Chile, México y Perú en lo relativo a la creación de multifondos (ver cuadro 1). Allí se han tenido experiencias positivas, no sólo en la explotación eficiente del β financiero, sino en acompañar de mejor manera las necesidades de inversión en infraestructura, entre otras áreas. Por esta vía se logra un mejor “calce”

des mínimas, abandonando su atadura al desempeño reciente de las AFP y ligándolo a conceptos relacionados con la rentabilidad del capital de largo plazo (o, alternativamente, al WACC. Ver *Informe Semanal* No. 925 de abril de 2008).

Difícilmente la adopción de esquemas flexibles en el cobro de comisiones podrá superar la sobre-determinación que ejerce el principio de rentabilidad mínima a la hora de asignar los portafolios de las AFP. Dicho de otra manera, la “presión de grupo” o efecto “manada” (vía rentabilidad mínima) domina el “*asset class/security selection*” que se derivaría de una optimización bajo los portafolios generacionales.

Colombia probablemente enfrentará, a la vuelta de un par de años, un efecto de “tres manadas”, a menos que las rentabilidades mínimas se deslinden efectivamente del comportamiento reciente de los portafolios de las AFP.

Reforma bancaria. En línea con lo sugerido por Anif y el Banco Mundial en 2005, la reforma aprobó el llamado “crédito mercantil” en las fusiones y adquisiciones financieras. También se les autorizó a los bancos a realizar operaciones de leasing y de arrendamiento sin opción de compra, “universalizando” este tipo de servicios respecto de la especialización histórica heredada de las ahora denominadas “compañías de financiamiento”.

Nótese que, durante 1995-2008, el número de entidades financieras se redujo de 201 a tan sólo 81, al tiempo que los bancos pasaban de 42 a 18, donde la absorción de la banca hipotecaria jugó un papel central (ver cuadro 2). Curiosamente, el valor de los activos en 2008 es similar al de 2005, señalando que la profundización financiera se ha estancado en Colombia debido a los altos costos de transacción, incluyendo el generado por el gravamen a los movimientos financieros (ver cuadro 3). Ahora bien, la reforma también dejó pendientes los temas de fortalecimiento institucional de la Superintendencia Financiera (*Informe Semanal* No. 926 de abril de 2008). En síntesis, la idea de relativo consenso sobre las bondades de moverse voluntariamente hacia un esquema más dinámico de banca universal quedó (una vez más) postergada.

Protección del consumidor financiero. La nueva legislación detalla los principios bajo los cuales se construye la relación entre las instituciones financieras y sus clientes: debe haber garantía de atención apropiada, libertad de elección, responsabilidad en la atención de quejas, manejo de los conflictos de interés y transparencia en el manejo de información.

En línea con lo anterior, el Congreso modificó el régimen del defensor del cliente, dándole independencia respecto de la institución financiera que ayuda a vigilar y supervisar. Sin embargo, sus decisiones sólo serán vinculantes cuando ambas partes así lo acuerden o lo establezca el reglamento de la entidad. Así, se refuerzan los derechos de los usuarios, pero sin vulnerar el equilibrio de las partes y pudiendo optar por mecanismos parecidos a los de un tribunal de arbitramento.

La nueva legislación detalla los principios bajo los cuales se construye la relación entre las instituciones financieras y sus clientes.

entre la disponibilidad generacional de los recursos de ahorro pensional y la maduración de los proyectos de inversión.

La reforma también introdujo cambios importantes en el esquema del cobro de las comisiones por parte de las AFP, que hasta el momento tenían un carácter fijo. Así, el Gobierno Nacional deberá reglamentar esquemas flexibles que tengan en cuenta el desempeño de los portafolios, estimulando así la mejor gestión financiera de los administradores (ver *Informe Semanal* No. 955 de noviembre de 2008).

La mala noticia es que el nuevo sistema de multifondos podría ver limitadas sus bondades debido a que se mantuvo el régimen de rentabilidades mínimas atadas al desempeño de los portafolios. Esta política ha sido la “madre” del comportamiento “manada” en materia de administración de portafolios de las AFP. De hecho, Anif había sugerido reenfocar el tema de las rentabili-

Cuadro 1. Esquema de multifondos a nivel latinoamericano. Cifras a 2009.

País	Número de fondos	Tamaño (% del PIB)
Chile	5	81.3
México	5	8.4
Perú	3	13.6
Colombia	3	13.2

Fuentes: cálculos Anif con base en SAFF, CONSAR, SBS, SFC, Banco Central de Chile, FMI, BCRP y Dane.

Emisión de títulos del BR. La reforma financiera derogó el párrafo del Artículo 53 de la Ley 31 de 1993, donde se le ordenaba al BR utilizar exclusivamente títulos de deuda pública en sus operaciones de mercado abierto. Hacia el futuro, el BR quedó entonces habilitado para emitir sus propios títulos en dichas operaciones.

Anif había mencionado que esto resultaba innecesario, pues existen suficientes títulos de deuda pública en circulación (a diferencia de lo que ocurre en Chile), y hasta riesgoso desde el punto de vista de “activismo cambiario”, como el del período 2005-2006. La prohibición al BR de emitir sus propios títulos no sólo había ayudado a desarrollar el mercado de deuda pública, generando un referente de largo plazo para la deuda hipotecaria, sino que había colaborado a disciplinar al fisco (ver Comentario Económico del Día 19 de mayo de 2009).

Beneficios económicos

Periódicos (BEP). La reforma financiera, en desarrollo de la Reforma Constitucional de 2005, aprobó el esquema de los BEP. Para acceder a ellos, los beneficiarios deberán generar un Ahorro Programado de Vejez (APV), inicialmente administrado por el Fondo Nacional del Ahorro y, eventualmente, por las AFP. El gobierno no les generaría un *pari passu* a partir del séptimo año, en el rango 5%-20%, tratando de inducir alguna fidelidad y evitar el oportunismo asistencial.

Si bien dichos BEP son un avance en términos sociales y jurídicos para

promover el ahorro pensional, el problema de fondo sigue sin solucionarse. Los costos de contratación formal en Colombia son elevados (con multiplicadores hasta de 55% sobre el salario mínimo) y, mientras que en Colombia la relación salario mínimo/ingreso per cápita es de 52% (inclusive de 80% al incluir parafiscales), en Chile esta relación es tan sólo de 36%. Queda entonces por hacer una reforma estructural en el mercado laboral que promueva esquemas más flexibles, favoreciendo la competitividad del país (ver Comentario Económico del Día 23 de junio de 2009).

Conclusiones

Como vimos, la parte más destacable de la reforma financiera tiene que ver con la creación de los multifondos al interior de las AFP, permitiendo un mejor manejo de los portafolios. A través de ellos se pretende flexibilizar el manejo de las carteras pensionales, adoptando criterios generacionales que permitan optimizar la relación retorno/riesgo.

Sin embargo, las bondades de los multifondos podrían verse limitadas debido a la prevalencia de las

rentabilidades mínimas atadas a las utilidades promedio recientes del sistema. Ésta ha sido la fuente del comportamiento “manada” en materia de administración de portafolios de las AFP. Anif considera que es indispensable abandonar esa atadura y volcarse sobre conceptos de rentabilidad del capital de largo plazo.

De no superarse el tema de la rentabilidad mínima atada, la “presión de grupo” continuará y es posible que Colombia enfrente entonces un fenómeno de “tres manadas” (en lugar de una).

Es poco probable que la adopción de esquemas flexibles en el cobro de comisiones ayude a vencer esa limitación. De no superarse el tema de la rentabilidad mínima atada, la “presión de grupo” continuará y es posible que Colombia enfrente entonces un fenómeno de “tres manadas” (en lugar de una).

Claramente, ésta no fue una reforma estructural que apuntara a mejorar la arquitectura financiera de Colombia. Las señales de mejor explotación de economías de escala y alcance se limitaron a permitir que los bancos ofrecieran, bajo el mismo techo, los servicios de leasing. La idea sobre las bondades de moverse voluntariamente hacia un esquema más profundo de banca universal ha quedado entonces pospuesta. 

Cuadro 2. Número de entidades del sector financiero colombiano

	1995	2005	2008
Bancos	42	20	18
Corporaciones financieras	24	2	3
Compañías de financiamiento	74	25	28
Generales	31	15	18
Leasing	43	10	10
Otras entidades	61	34	32
AFP	14	6	6
Fiduciarias	47	28	26
Total	201	81	81

Fuente: cálculos Anif con base en SFC.



Entrevista al presidente de Deceval

Jorge Hernán
Jaramillo

“Agilizando la arquitectura del mercado de capitales”

CARTA FINANCIERA: ¿El ámbito financiero habla mucho de agilización del mundo transaccional? ¿Qué papel juega en todo esto el Depósito Central de Valores?

JORGE HERNÁN JARAMILLO: Por lo general, los depósitos jugamos un papel fundamental porque llevamos las transacciones financieras a través de registros electrónicos. Hacer esto significa darle fluidez a algo que antes no la tenía: en el mundo físico de los valores, una transacción tomaba horas; en el mundo electrónico, toma segundos. Y no sólo es el manejo del cumplimiento y la liquidación de los valores, sino cómo esa transacción se hace más segura, más eficiente y de más bajo costo. Esa es la esencia de una entidad depositaria.

CF: Es bien conocido el tema de las economías de escala-alcance en el sistema bancario. ¿Son extendibles

estos conceptos al campo del mercado de capitales en Colombia?

JHJ: Indudablemente sí. Las infraestructuras de los mercados de capitales tienen altos costos fijos, en particular por las exigencias de niveles de seguridad, contingencia, un término que en inglés se llama *resilience*, el mantener la capacidad aun en los momentos de estrés. De hecho, las entidades de infraestructura debemos tener una capacidad para responder a altos volúmenes, a momentos dramáticos de cambio de mercado. Cuando hablo de eso, estoy hablando de pasar de 1 a 3 veces o a 4 veces, o a 5 veces el volumen. Es natural que eso pueda pasar en un mercado financiero y uno requiere esa infraestructura. A mayor volumen, claramente puede uno empezar a hablar de costos unitarios más bajos por transacción. Estas entidades requieren masa crítica: significa tener la capacidad de

aprovechar los volúmenes en función del beneficio del usuario final y es la meta. Existen estándares de industria, donde la infraestructura de mercados de capitales, llámese bolsa de valores, depósitos de valores, centrales de contraparte, tienen que hacer el esfuerzo de administrar muy bien sus costos para poder transferir beneficios a sus usuarios. A pesar de ser entidades que podrían llamarse monopolios naturales, donde una de las consecuencias de ser proveedores de un servicio es garantizar el costo unitario más bajo por transacción. ¿Cómo puedes tener esas dos posiciones? Pues te toca, porque los mercados requieren de ese aseguramiento.

En una actividad de esta naturaleza, usted puede movilizar activos financieros con la seguridad de un sistema electrónico que está destinado a eso, con la certeza de que usted puede usar el activo inmediatamente se lo transfieran. En una transacción libre de pago, obviamente no la descalifico, la más segura, que mitiga el riesgo de contraparte, es la de entrega a contraparte, pero pueden darse eventos donde uno mueve los valores sin pago. El pago fluye a través de un circuito del sistema de pagos, pero el ciclo no es controlado por la entidad depositaria. Esa transferencia vale \$1.980. Cuando sacar \$500.000 de un cajero electrónico le puede valer dos y media veces ese valor. Ahí es donde está el poder del mundo electrónico: el crecimiento y la masa crítica deben trasladarse en beneficios en costos para los usuarios finales.

CF: ¿Qué papel cumple la tecnología en ese logro de alcanzar el punto mínimo en la función de costo medio?

JHJ: La tecnología es el mecanismo a través del cual las entidades de infraestructura de los mercados de capitales cuidan sus servicios. Una inversión tecnológica respalda a la entidad depositaria, con todo lo que

significa mantener la contingencia y seguridad de sus sistemas, pues no solamente se está haciendo una inversión en un centro de cómputo, sino que tienes centros de cómputo redundantes, comunicaciones redundantes, tecnologías redundantes, porque a través del sistema de un depositario central se mueven los flujos de capitales del país. No estás moviendo temas que no sean trascendentes a riesgo financiero global o a riesgo financiero del mercado: te estás moviendo a través

Hoy por hoy en el mercado financiero se mueven \$16 billones, sumando el consolidado. El saldo de TES son \$112 - \$120 billones. Estamos rotando ese gran cúmulo, ese gran *stock*, varias veces en el día.

de riesgo financiero local. Entonces, la tecnología es esencial para poder hacer la distribución de un servicio que es vital para la economía.

Se ha demostrado que hay una correlación entre la eficacia y la efectividad de una entidad de infraestructura de posnegociación, o sea, un depósito de valores, con el crecimiento económico. Hay estudios realizados en Europa donde un sistema eficiente de compensación y liquidación tiene la capacidad de aportar hasta 1 o 1.5 veces el PIB en crecimiento si hace su tarea bien. Hay una correlación entre tecnología, crecimiento económico y rotación. Se genera el crecimiento económico producto de la rotación de

los valores, producto de la generación de mayores circuitos económicos referidos a las transacciones de un mercado financiero. Sería muy distinto si estuviéramos transando hoy con el físico. ¿Cuántas veces podríamos rotar el mismo activo financiero en manos de titulares? En Colombia se rompió el tema de rotación: un depósito central de valores como el del Banco de la República puede movilizar el saldo de TES, de los \$118 billones, en diez días o en doce días. ¡Imagínese eso en el mundo físico!

Hoy por hoy en el mercado financiero se mueven \$16 billones, sumando el consolidado. El saldo de TES son \$112 - \$120 billones. Estamos rotando ese gran cúmulo, ese gran *stock*, varias veces en el día, producto de sistemas electrónicos que facilitaron la rotación de los valores. Eso es generación de producto. Ahí es donde hay una correlación entre sistemas de infraestructura y sistemas de generación de producto.

CF: Generalmente cuando se habla de toda la tecnología de los registros electrónicos entra el tema de la seguridad ¿Qué grado de seguridad le dan a los usuarios estos procesos de registro, historia, transferencia, siempre electrónica?

JHJ: Las centrales depositarias generamos, ante todo, protección a nivel de control de acceso: saber identificar quién está en el otro lado. Eso es vital: saber quién está originando la transacción de la compraventa. Entonces, lo primero es identificar perfectamente quién está en el otro lado dándonos una instrucción y cómo esa instrucción se cumple para satisfacer el flujo económico de la cadena de valor. Una vez que la persona accede, sólo tiene las operaciones que ahí le fueron asignadas. Tú tienes que garantizar que la persona sólo pueda hacer lo que está destinada a hacer. Eso en el nivel de acceso. Estando

en el sistema, que las transacciones que el usuario ordena sean válidas, es decir, que a las centrales de depósitos, a los sistemas de negociación o a los sistemas de pago llegue la información completa para efectuar la transacción y que la transacción sea completa respecto del usuario que la ordenó. Cuando hablo de completa, esto significa que esa transacción llegue y se cumpla de principio a fin. Uno tiene que garantizar en su sistema que esa información que viaja a través de la red viaje segura, que no sea intervenida, que la comunicación no sea modificada. Entonces viene el segundo pilar: protección de los datos y del viaje de los datos. Yo llegué, entré, logré acceso, tengo mi perfil de operación, pero ahora necesito transmitir esa información a una central de información para que se procesen unas transacciones. Ese viaje de datos debe ser seguro.

Viene la protección del viaje de los datos. Después de que han viajado los datos y llegan a Deceval, viene la seguridad del proceso: ejecute lo que tiene que ejecutar sobre esos datos que usted ha recibido. De otra manera el sistema no sería viable. Uno debe manejar, en el intradía, ese circuito de operaciones. En el caso de Deceval, por ejemplo, arrancamos a las 7:00 a.m. recibiendo transacciones financieras, terminamos a las 9:00 p.m. En ese circuito se han movilizado \$1.5 billones en el día, entre operaciones sobre valores y operaciones de pago de los derechos patrimoniales sobre esos valores. Ese es el punto más alto de lo que podemos gestionar en un día: hasta \$1.5 billones, eso es Deceval. El otro depósito, por donde está la deuda pública, tiene que gestionar varias veces ese volumen. La deuda pública representa el 85% del mercado global, entonces, si aquí estamos hablando de \$1.5 billones, allá estamos hablando de \$15 o \$16 billones en el día. ¿Qué tienes que garantizar? Que esas operaciones fluyan y fluyan con

la capacidad y robustez de mantener el mercado operativo.

Además de la eficiencia del proceso y de la seguridad del mismo, se requiere disponibilidad. Tenemos que mantenernos disponibles siempre, activos, recibir las transacciones en el intradía para evitar un riesgo de liquidez en el mercado. Si uno atrapa \$1.5 billones porque no puede operar, la velocidad del dinero se ve impactada. Ésta es esencial para la generación de recursos económicos. Si uno se quedara quieto y eso no

La continuidad de negocios es: pase lo que pase, tratar de que dentro de esos eventos, la entidad depositaria los pueda controlar y los pueda gestionar de tal manera que asegure que, en el día en que las transacciones fueron pactadas, éstas se cumplan.

podiera fluir, es decir, si la entidad depositaria no tuviera la capacidad de permitir la velocidad y la rotación de los valores, causaría un impacto serio sobre la liquidez.

Otro hito importante: a través de nosotros se administra parte de la liquidez del sistema. Nuestro propósito fundamental es mitigar los riesgos de liquidez, los riesgos de contraparte y los riesgos sistémicos. Ese es otro de los objetivos centrales de una entidad depositaria. Miramos entonces en el entorno, controles y protección de acceso, controles de disponibilidad, controles y eficiencia del proceso, administración de riesgos de liquidez,

de contraparte y sistémico, porque todo termina en que una entidad de éstas es capaz de producir un efecto de riesgo financiero si no tiene la capacidad para cumplir con las operaciones en el día en que fueron pactadas. Tú puedes llegar al colapso del sistema si una de las entidades que se llaman “sistémicamente importantes” no logra cumplir sus transacciones. Por eso, estas entidades, desde el punto de vista de disponibilidad, deben garantizarle a los mercados el 99.8% de disponibilidad en el año. Además, deben tener la capacidad de recuperarse, en caso de un siniestro, dentro de las dos horas siguientes de haber caído. Los estándares también tienen que ver con poder administrar eficientemente el proceso de continuidad de los negocios. La continuidad de negocios es: pase lo que pase, tratar de que dentro de esos eventos, la entidad depositaria los pueda controlar y los pueda gestionar de tal manera que asegure que, en el día en que las transacciones fueron pactadas, éstas se cumplan. Eso es vital y ese es el objetivo central de una entidad depositaria en el mundo.

CF: Se viene hablando mucho de integración de mercados de capitales en la región. ¿Qué oportunidades ve para que Colombia se convierta en un epicentro regional? ¿Cómo van los procesos con Brasil y Perú?

JHJ: Iniciativas de integración en las que participan los depósitos son esenciales: es a través de estas entidades que se logran la compensación y la liquidación de las operaciones transfronterizas. Hay vías o mecanismos establecidos por el Banco de Pagos Internacionales a través de los cuales usted puede liquidar las transacciones financieras transfronterizas o a través de mecanismos de custodios, o haciendo una red de depósitos de valores interconectados, que manejen cuentas recíprocas y los

valores que están listados en cada uno de los países. Iniciativas como éstas se empezaron con México, Brasil, y obviamente se están trabajando con Perú. El tema de cualquier integración supone una serie de barreras. Las principales son las legales: del manejo de la inversión extranjera, de la intermediación y de la negociación de valores en los respectivos países, el tratamiento que se le da a la inversión extranjera y a la administración de esa inversión extranjera en los países, cómo se canalizan los recursos, de qué manera se pagan los recursos. Cuando hablo de esto es si hay acceso directo, o si es a través de un fondo o de un administrador de dicha inversión.

Voy a dar el ejemplo de la zona euro, y voy a mirar América Latina para mostrar cuáles son las dificultades que uno enfrenta en la integración regional vs. un modelo integrado donde hay una única moneda y donde se “rompió la frontera” con un único sistema de pagos global. La zona euro busca un mercado único común, con base en una moneda común. Allí se creó la iniciativa MIFID, que permite que si usted logra listar el valor en cualquiera de los países de la región, automáticamente tiene el derecho de compensar, liquidar y negociar esos valores en los demás países de la región. Esa iniciativa busca, precisamente, la integración de mercados. Es en torno a ella que el Banco Central Europeo y la Comisión Europea crean el rompimiento de todas las barreras. Entonces es un mercado prointegración: hay una iniciativa común de tener un único estándar en el mercado. Esa iniciativa regional está respaldada por una legislación que le está siendo favorable. Entonces, tú tienes en el mercado europeo todo un entorno orientado a la consolidación de mercados, a hacer más eficientes los mercados para que las transacciones transfronterizas se puedan liquidar de manera oportuna y a bajo costo. Para darte un ejemplo, una iniciativa del

Banco Central Europeo, que se llama *Target-2-Securities* (T2S en inglés), es que, a través suyo, se van a liquidar todas las transacciones financieras de la zona euro, en valores y en efectivo, para hacer absolutamente eficiente el proceso. Obviamente esto implica que el Banco Central Europeo se está metiendo en el negocio privado de atender la liquidación de todos los instrumentos. Esto cambia el paradigma.

Por otro lado, lo que se está dando en varios países de Europa es una asociación que se llama *Linked-up*

**Los más grandes
depositantes de Europa
están creando un
sistema centralizado que
adquiera todas las
transacciones transfron-
terizas entre ellos. Estos
modelos son los que
estamos tratando de
importar a la región.**

Markets o enlace entre mercados, donde los más grandes depositantes de Europa están creando un sistema centralizado que adquiera todas las transacciones transfronterizas entre ellos. Estos modelos son los que estamos tratando de importar a la región, un nuevo modelo privado de integración entre depósitos para hacer mercados regionales. Pero necesitas foros de negociación, listado de valores para poder hacerlo y claramente que el país sea afín a la inversión extranjera de portafolio.

La complejidad de América Latina parte de que no tengamos una moneda de referencia única,

y eso dificulta el proceso de tasa de cambio, porque toca hacer transacciones financieras sobre la moneda del país destino y origen, y esto supone un riesgo de cambio. Entonces, primera consideración, riesgos de cambio. Todo el tema de tratamiento de inversión extranjera: cómo se trata al local y cómo se trata al no-local o al no-residente; de qué manera entran los flujos y cómo se registra la información en cada país, esto puede ser una barrera enorme. Colombia tiende a ser más cerrado y tiene unos vehículos específicos a través de los cuales la inversión de portafolio puede llegar, y requieren de una autorización y de un fondo y de una constitución y de un administrador que esté detrás vigilando esto. Entonces, si tú quieres integrar mercados y requieres realmente superar la barrera de que yo en Colombia pueda comprar, a través de un sistema de negociación, papeles de Perú, Chile o México, existe un mercado global. Por ejemplo, en México existe uno que se llama Sistema del Mercado Global, donde se cotizan valores extranjeros. El depósito Indeval opera la compensación y liquidación con un custodio en cualquier mercado donde se haya decidido listar. La Bolsa de Valores Mexicana tiene valores extranjeros listados; los mexicanos compran esos valores a través de la bolsa, y, en un proceso de interacción entre ese depósito y un custodio internacional, tienen acceso a *n* mercados del mundo. Eso es lo que se está pensando para Colombia en un decreto sobre listado y negociación de valores extranjeros que está en camino. Tratándose ya de inversiones, de integración regional, entonces hay que pensar primero ¿qué se va a listar? ¿Qué vamos a negociar? ¿Dónde están los procesos de intercambio? ¿Dónde está el interés económico? El interés económico es: ¿se requiere oferta o demanda de capital en estos países? Porque no

es simplemente crearle un mercado secundario a las acciones, es tener movilidad de recursos. Poder surtir el hito económico del mercado, que es oferentes-demandantes. Entonces ahí viene la primera pregunta: ¿Qué es lo que tenemos cada uno de estos países para ofrecer? Recordemos que nuestros mercados son de tamaños muy pequeños, de muy baja oferta, no hay diversificación, claramente tenemos problemas de tasas de referencia, profundidad en nuestros tramos de emisión, muy bajo nivel de emisores listados. Entonces ¿cuál es el *economicus* que hay detrás de un proceso de integración? ¿Qué vamos a lograr? ¿Vamos a crecer y va a haber masa crítica para nuestros mercados? ¿Va a haber una oferta diversificada? ¿Vamos a listar un número importante de emisores para responder a esas exigencias de interacción? Son todos cuestionamientos importantes, que toca tenerlos en cuenta porque ahí es donde se tipifica que integrar por integrar a veces no es posible si no hay masa crítica. ¿Qué va primero? Si simplemente fortalecemos el mercado local y lo preparamos para internacionalizarse o lo internacionalizamos sin haberse preparado. Es una pregunta de fondo. ¿Cuántos emisores hay en Colombia hoy listados que tendríamos la capacidad de ofrecer a un mercado regional? ¿Cuántos tiene Perú? ¿Cuántos compradores hay en Colombia, Perú, México o Chile si los integráramos a todos? ¿Cuál es el conjunto total de emisores listados elegibles que tengan liquidez y un volumen apreciable que nos permita garantizar la liquidez de entrada y la liquidez de salida? Eso también es importantísimo. Esas son las preguntas que hay que resolver en un proceso de integración regional. ¿Cuál es el caso que viene detrás? ¿Qué vamos a lograr y cuál será el logro general del mercado si uno se puede interconectar de manera regional? ¿Vamos a competir por fondos que de hecho

ya son escasos? ¿Vamos a aumentar los flujos? No hace sentido si no aumentan los flujos, no hace sentido si no mejora el crecimiento económico, porque la finalidad última del mercado es esa. Preguntas en el tema regional creo que hay muchas. Hay que trabajar, porque Colombia no se puede quedar atrás en el proceso de globalización.

Sinergias desde el punto de vista de continuidad, de disponibilidad, para disminuir el riesgo general del mercado y, obviamente, de una posibilidad de riesgo sistémico. Trabajando conjuntamente puede lograrse ese tipo de eventos.

CF: Y en el ámbito local, ¿qué sinergias se pueden lograr con otras instituciones del mercado de capitales como la Bolsa de Valores de Colombia, la Bolsa Nacional Agropecuaria y el Depósito Central de Valores del Banco de la República?

JHJ: Indudablemente se deben buscar las sinergias. Tenemos una cadena de costos que afectan el flujo de las transacciones. Debemos trabajar todos por lograr un costo más bajo por transacción. ¿Qué procesos debemos desarrollar? Obviamente afinamientos en el lado operativo, en el lado tecnológico, en el lado de mejorar los procesos de la industria como un todo. Hacer que esta industria opere automatizada plenamente,

disminuyendo procesos manuales que impactan costos. Sinergias desde el punto de vista de continuidad, de disponibilidad, para disminuir el riesgo general del mercado y, obviamente, de una posibilidad de riesgo sistémico. Trabajando conjuntamente puede lograrse ese tipo de eventos, mejorar la liquidez del mercado, porque hacemos neteo. Mejorar la liquidez título porque creamos, de manera conjunta, un producto de préstamo de valores o de transferencia temporal de valores que facilita que el mercado tenga mayor posibilidad de intercambio de títulos y pueda manejar y administrar mejor el riesgo de cumplimiento de las transacciones. También se puede pensar en procesos que lleven a nuevos ordenamientos de la industria. Esto, obviamente, será parte de las sinergias que uno debe construir.

CF: En los últimos cinco años, el mercado de capitales ha experimentado alta volatilidad. Después de las sobrevaloraciones de 2005 vino el estallido de la burbuja de 2006 en Colombia y, más recientemente (2007-2008), el colapso internacional de la renta variable. Pero ahora se ven señales de recuperación. ¿Qué estrategias está implementando Deceval en esta fase de recuperación?

JHJ: Esencialmente una entidad depositaria debe tener la capacidad de observar los volúmenes, los choques extremos. ¿Qué quiere decir esto? Normalmente, cuando caen los mercados hay llamados al margen, mayor movilidad de las garantías, las operaciones se multiplican a pesar de que el mercado está cayendo. Hay necesidad de incrementar el volumen de operaciones y administrar mejor los riesgos de esas operaciones. Los depósitos y las centrales de contraparte son esencialmente infraestructuras que tienen que trabajar y administrar esos riesgos en los momentos de

choque de los mercados. En el caso de Deceval, no somos una entidad que asuma riesgo de contraparte, pero sí tenemos que asegurar que, si hay crecimiento de volumen, tenemos la capacidad de manejarlo; que si un día las transacciones pasan de 100.000 en un mes a 200.000 el siguiente, como pasa, tenemos que dar la garantía de que eso es posible. Esa garantía significa tener la capacidad de responder segundo a segundo a cada transacción que nos llega.

Personal

CF: A pesar de su juventud, usted es el decano en el tema de la infraestructura del mercado de capitales ¿Cómo se siente al ver los avances en este tema, especialmente desde la expedición de la Ley 964 de 2005?

JHJ: Muy satisfecho realmente. El esfuerzo que hemos hecho es construir una nueva cultura en el manejo y administración de valores. Si hablamos del año 2000 a la fecha, hemos convertido el 80% del mercado en desmaterializado. Hemos hecho un esfuerzo pedagógico de nueva cultura, de cómo podemos hacer transacciones financieras y ejercer nuestros derechos sin el título valor. Hemos transformado la manera como se liquidan las operaciones, tal como ha evolucionado la industria financiera con los pagos electrónicos: la gente estaba acostumbrada a transar con el cheque, a transar con el billete directamente (salvo la distorsión del 4 por mil), hoy los mercados son electrónicos. Usted no concibe que se hagan pagos de grandes volúmenes de dinero transportando el físico. No lo concibe, no obstante hay modelos para eso, porque se ha creado una necesidad. Pero lo ideal no sería eso; lo ideal sería, para permitir una mayor velocidad de dinero y una mayor eficiencia en los mercados, que se hicieran en el mundo electrónico.

Nosotros creamos esa situación en el mercado colombiano. El grupo que ha trabajado en Deceval durante muchos años creó cultura, generó algo nuevo para este país, hizo una transformación fundamental. A ellos se debe esta transformación fundamental: es un grupo humano orientado al cambio. Ha cambiado e innovado la forma como se hacen los valores. La emisión primaria es remitida desde una oficina bancaria, desde su tesorería, a través de un archivo electrónico y aquí se están constituyendo primarias mientras hablamos. Proceso de emisión primaria vía electrónica, convenios con emisores para la emisión primaria de CDT, para la emisión primaria de otros instrumentos, de bonos. Ese es un cambio radical: anteriormente tocaba ir a la oficina, negociar por teléfono el CDT, ir a recogerlo, transportarlo. Hoy, si yo negocio un CDT, en un segundo ese CDT está constituido y está circulando en el mercado. Eficiencia, eficiencia. Eso es rapidez en las negociaciones, fluidez en los procesos gracias a las centrales de depósito que se han creado en Colombia, el DCV y Deceval. Claramente el mercado ha evolucionado, pero nos falta mucho terreno. Necesitamos no solamente que crezcan los volúmenes operados, necesitamos que crezcan los emisores, la masa total de títulos en circulación. Que crezca la oferta. Esas infraestructuras están allí para que ese crecimiento se dé, pero no somos la única fuerza que genera el crecimiento: somos entidades que posibilitan que ese crecimiento sea administrado de una manera eficiente y segura.

CF: Su cargo lo obliga a viajar con frecuencia. ¿Cómo hace para balancear su vida familiar con esa agenda tan agitada?

JHJ: Difícil. Tal vez es uno de los temas más complicados de la vida empresarial. Ésta es una entidad que opera, podría uno decir, desde muy temprano en la mañana hasta muy

tarde en la noche. En un sentido de vigencia uno debe tener la tranquilidad de que el sistema operó y que el mercado pudo hacer lo que pudo hacer. Obviamente hay procesos de robustez gerencial en donde cada quien hace lo que tiene hacer. Pero uno de los efectos más grandes de haber hecho este esfuerzo ha sido el impacto familiar. Tengo la convicción de que mi familia ha entendido, en todos estos años, cuál es el reto de su acompañamiento minuto a minuto.

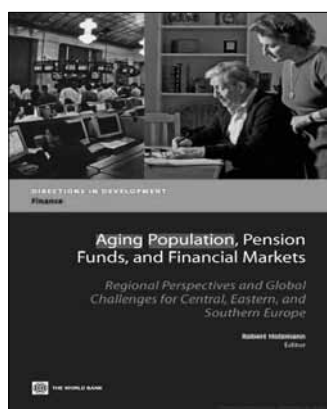
CF: Lo hemos visto disfrutar bailando música tropical. Pero no siempre se puede. ¿Qué otras actividades hace para relajarse? ¿Cuáles son sus *hobbies*?

JHJ: Fundamentalmente yo cocino, y hago cocina en familia. Uno de los *hobbies* es entrar a la cocina con todos ellos, abrir una botella de vino para mi esposa y mis amigos, tomarme un whisky y preparar algo con una creación propia. A eso me dedico los viernes y los sábados. Salir los sábados a las casas de mis hermanos que quedan fuera de Bogotá y compartir con ellos una buena parrillada. Me gusta mucho el cine. A veces puedo salir de la oficina a las 9:00 p.m. y me voy para cine. No da mucho tiempo para la lectura, porque ya a esa hora tiene uno cansancio, pero quisiera también poder disfrutar de la lectura distinta a aquella del negocio en el que estoy. En general es eso, creo que la cocina me da un buen momento para relajarme, para hacer algo que es positivo. Ahí disfruto en familia, lo que en ocasiones no puedo hacer entre semana. Es normal que hoy en día los padres de familia salgamos muy temprano en la mañana, cuando empieza el alba, y terminemos muy tarde en la noche, cuando el sol se ha ocultado. La realidad es que aquí pasamos de diez a catorce horas diarias en tarea. Eso es lo que hay que manejar, y es una realidad. 

Envejecimiento poblacional, fondos de pensiones y mercados financieros *

Libro escrito por Robert Holzmann

Comentado por: Sergio Clavijo



Ya es un lugar común que la población del mundo desarrollado (Estados Unidos, Europa y Japón) se está envejeciendo rápidamente. Por ejemplo, *The Economist* (2009) reporta un gran colapso en la tasa media de fertilidad, cayendo de 2.5 a sólo 1.3 hijos por madre durante las tres últimas décadas. Adicionalmente, allí se señala que las expectativas de vida (al nacer) también se han incrementado sensiblemente, pasando de 68 a 78 años en dicho período.

La combinación de estos dos factores (descenso en fertilidad y alza en expectativas de vida) está ocasionando una “inversión de la pirámide poblacional”. Dicha “inversión” se manifiesta en un disparo en la porción de la población superior a los 60 años de edad: ésta representaba 15% en los años setenta y ahora llega a 25%. Más aun, “los viejos” podrían llegar a constituir el 32% del total de la población del G-7 hacia mediados de este siglo XXI (año 2050).

Estos tópicos constituyen también el centro de análisis de este interesan-

te libro sobre “Envejecimiento...”, editado por Robert Holzmann, reconocido investigador del Banco Mundial. La novedad estriba en haberse focalizado en varios “países capitalistas cero-kilómetros” de Europa central y oriental, para analizar desde allí los desafíos de tipo pensional. Tras la caída del muro de Berlín en 1989 y el viraje de varios de estos países hacia sistemas capitalistas, se ha hecho evidente que estos desafíos pensionales son verdaderamente globales y atañen tanto al mundo desarrollado del G-7, como al mundo emergente de occidente (América Latina), de oriente (China) o de Europa central. Se trata de asegurarse que habrá cobertura poblacional amplia y garantía de recursos pensionales a través de promover el ahorro temprano y el manejo eficiente de los portafolios, evitando precisamente el desborde de los gastos fiscales en seguridad social.

Uno de los temas que más nos llamó la atención de este libro se

* R. Holzmann (2009) *Aging Population, Pension Funds, and Financial Markets*, The World Bank & ERSTE Stiftung, Washington D.C.

refiere a la disparidad de retornos reales de los portafolios pensionales. Por ejemplo, la experiencia del período 1970-1995 muestra que los retornos en los países desarrollados ha promediado 1.4% real anual por encima del crecimiento del PIB-real anual (aproximadamente $3.4\% = 1.4\% + 2\%$). Esta cifra, que luce satisfactoria, es ampliamente superada por los retornos obtenidos en los países emergentes, donde el capital es escaso. Allí, el retorno real de dichos portafolios ha superado el crecimiento del PIB-real en más de 2.8% (aproximadamente $6.8\% \text{ real} = 4\% + 2.8\%$). Dicho de otra manera, en los países emergentes, con “capital escaso”, el retorno real de los portafolios prácticamente duplica aquel de los países desarrollados, con “capital abundante”, tal como lo predice la ciencia económica (según las teorías tipo Harberger).

Pero aun antes de la actual crisis (2007-2009), los analistas anticipaban descensos seculares en las tasas de retorno real de estos portafolios. En parte, estos ajustes provienen de la “maduración del mercado financiero” y en parte del propio cambio poblacional. De hecho, esta combinación de factores podría llegar a explicar ajustes a la baja en dichos retornos reales en cerca de 50 a 100 puntos básicos hacia el mediano plazo. Esto significa, por ejemplo, que los retornos reales en los países emergentes podrían caer a niveles de 6% real anual, lo cual coincide con algunos de los pronósticos que hemos venido divulgando, ver Anif (2009) y Clavijo (2009). En el caso de los países desarrollados los

retornos reales podrían converger hacia el 2% real anual.

El otro elemento interesante que presenta Holtzmann es el papel que ha jugado el desarrollo de los mercados locales en el mundo emergente, principalmente a través de los títulos de deuda pública. Probablemente por la misma carencia de vehículos financieros para lograr una globalización eficiente, los países en vía de desarrollo se dedicaron a crear sus propios títulos.

En el caso de América Latina éste fue el expediente que siguieron México, Brasil, Colombia y, en menor medida, Chile, pues este último aplicó saneamientos fiscales desde 1984 en adelante. Gracias a dicho saneamiento fiscal, Chile logró crear mercados relativamente profundos de bonos privados, títulos de renta variable y, lo más importante, ayudó a generar estructuraciones de proyectos de larga duración y elevados retornos. Aunque los resultados han sido variados

Pero aun antes de la actual crisis (2007-2009), los analistas anticipaban descensos seculares en las tasas de retorno real de estos portafolios. En parte, estos ajustes provienen de la “maduración del mercado financiero” y en parte del propio cambio poblacional.

a nivel del mundo emergente, el principio de diversificación se ha visto ratificado como beneficioso en materia de ahorro pensional.

Por último, este interesante libro analiza la relación entre población ahorradora/población desahorradora para evaluar el tema del apalancamiento/desapalancamiento poblacional. Por ejemplo, mientras que los sistemas públicos se apalancaban en relación de 7 a 1 (7 ahorraban para sostener la pensión de 1) en sus años mozos, ahora la

Se había creado un sistema público pensional basado en una “pirámide financiera especulativa”, cuya viabilidad pensional dependía de que no ocurriera una transición demográfica abrupta.

abrupta, como la que ha venido dándose en Europa occidental.

De allí la crisis de los sistemas pensionales públicos. El pronóstico que se hace para el caso de Europa central-oriental es que su

ahorro máximo lo alcanzarán a la altura del año 2030, pero habrá un desapalancamiento poblacional, aunque seguramente no tan catastrófico como el que ya se experimenta en España o Gran Bretaña y, en menor medida, en Estados Unidos.

En síntesis, el desafío de los países de Europa central y oriental es que logren apuntalar sistemas pensionales autosostenibles, basados en esquemas de contribución definida, cuyos beneficios vendrán dados por los retornos de sus portafolios. Si son exitosos en esa tarea, el siguiente paso será prepararse para la fase de desahorro, a través de organizar un esquema de “rentas vitalicias” y/o “retiros programados”, en lo cual América Latina y Colombia en particular han tropezado con serias dificultades de tipo legal (Anif, 2009b). 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anif (2009), “El sistema pensional colombiano: diagnóstico y soluciones”, *Informe Semanal* No. 980 de junio de 2009.
- Anif (2009b), “Rentas vitalicias y activismo de las Cortes”, Comentario Económico del Día 12 de febrero de 2009.
- Clavijo S. (2009), “Social Security Reforms in Colombia: Striking Demographic and Fiscal Balances”, IMF *Working Paper*, WP/09/58, March.
- The Economist (2009), “A Slow-Burning Fuse: A Special Report of Ageing Population”, June 27th.
- Holzmann R. (2009), *Aging Population, Pension Funds, and Financial Markets*, (Editor), The World Bank & ERSTE Stiftung, Washington D.C.