

- + Crisis financiera **internacional**
- + Entrevista al **Superintendente Financiero**

- + Integración de **mercados bursátiles**
- + Promoción del Mercado de **Valores**

financiera

carta

153

ENERO / MARZO 2011



Tránsito hacia Basilea III



TARIFA POSTAL REDUCIDA NO. 400-256 4 - 72 LA RED POSTAL DE COLOMBIA, VENCE 31 DE DICIEMBRE 2011

COL \$12.000

ISSN 0120-3436



71099981002494

No.153 Enero - Marzo de 2011

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

Resolución No.002012 de 1975
Tarifa postal reducida 2008-256 de Adpostal
ISSN No.0120-3436

DIRECTOR
Sergio Clavijo

SUBDIRECTOR
Alejandro Vera

SECRETARIA GENERAL
Helena Hidalgo

INVESTIGADORES ANIF
Raúl Ávila
Jennifer Carvajal
Karen A. Erazo
Alejandro González
Manuel I. Jiménez
María A. Lozano
María P. Salcedo
Jaime Urrego
Nelson Vera
José Miguel Yemail

EDITORIA
Ximena Fidalgo

DISEÑO Y PRODUCCIÓN ELECTRÓNICA
Luz Stella Sánchez

ILUSTRACIÓN CARÁTULA
Luz Stella Sánchez

IMPRESIÓN
Legis S.A.

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

DISTRIBUCIÓN
DISTRIBUIDORA COLOMBIA

CORREO ELECTRÓNICO anif@anif.com.co
INTERNET www.anif.co

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

**Recogemos documentos
y entregamos negocios.**

**En Coordinadora sabemos
que usted nos entrega
más que un envío.**



**Coordinadora la transportadora de los colombianos,
líder en recogidas sin costo adicional.**

¡Llámenos! **01 8000 520555** o en su Línea Local de Recogidas

Bogotá: 486 80 80 • Medellín: 350 00 40 • Cali: 690 21 21
Pereira: 337 04 40 • Ibagué: 260 03 82 • Bucaramanga: 646 14 80
Barranquilla: 363 80 00 • Sincelejo: 280 14 77 • Cartagena: 661 97 98
Pasto: 730 7600 • Cúcuta: 587-24-66 • Manizales: 889 11 11

COORDINADORA
Recoge y Entrega Contra Reloj

www.coordinadora.com



Gerardo Hernández

78



EDITORIAL

- 4** Desafíos de **política económica de 2011**

ACTUALIDAD ECONÓMICA

- 8** La crisis financiera internacional: **el tránsito hacia Basilea III**
Sergio Clavijo, Carlos Ignacio Rojas y Alejandro González
- 23** **El camino hacia Basilea III:** consideraciones para Colombia
Laura Clavijo
- 33** **Integración de los mercados bursátiles de Colombia, Perú y Chile:** un paso importante en la dirección correcta
Leonardo Villar y Miguel Arango
- 38** **Promoción del mercado de valores:** una contribución al debate
Carlos Alberto Sandoval
- 46** **Mercado de capitales e integración regional:** retos y perspectivas
Jeannette Forigua
- 52** **“Platanización”** de un modelo de asignación de portafolio
Patricio D’Apice

NOTAS DESTACADAS DE ANIF

- 59** **Productividad y Tasa de Cambio Real** en Colombia
- 63** **Remesas y crisis internacional:** su impacto sobre Colombia

NOTAS DESTACADAS DE ENFOQUE

- 66** El mercado de derivados de **electricidad en Colombia**

ENTREVISTA

- 70** Gerardo Hernández
Superintendente Financiero
Globalizando la Superintendencia Financiera

TORRE DE MARFIL

- 78** **La economía política de la política macroeconómica en América Latina:** contexto institucional y distributivo
Libro escrito por Eduardo Wiesner



Desafíos de política económica de 2011

Tras el estallido de la Gran Recesión (2007-2009), el año 2010 se caracterizó por una elevada volatilidad internacional por cuenta de la crisis fiscal, particularmente en Grecia, Portugal e Irlanda. Ello implicó serios ajustes fiscales y disturbios sociales en Gran Bretaña, España y Francia. Los países emergentes continuaron disfrutando de su “semiseparación” respecto de la post-ración económica de los países desarrollados, creciendo los emergentes a tasas superiores al 6% durante el año 2010. Colombia, a su vez, mostró “resiliencia” al pasar de un crecimiento real del 0.8% en el año 2009 (evitando las contracciones de México, Chile o Brasil en dicho año) a un aceptable 4% en 2010. Este último es el nuevo pronóstico de crecimiento que ahora maneja Anif para 2010, una vez se ha conocido el pobre desempeño de sólo un 3.6% anual durante el tercer trimestre de 2010 frente a un proyectado del 4.6%. Es claro que este crecimiento (esperado) del 4% para Colombia en 2010 resulta bajo frente al crecimiento promedio (esperado) para América Latina en ese año (6%). En particular, nos habrían superado: Perú (8.8%), Argentina (8.5%), Brasil (7.5%) y Chile (5.5).

Tal como lo comentamos en el balance que hicieramos de 2010 (ver *Informe Semanal* No. 1055 de diciembre de 2010), dicho año trajo sorpresas que alteraron el ranking de desafíos que habíamos visualizado un año atrás (en diciembre de 2009). En efecto, la lista inicial de desafíos contemplaba el siguiente ranking de problemas (de mayor a menor): 1) recuperación económica; 2) problemas comerciales; 3) riesgos fiscales; 4) desequilibrios cambiarios y 5) rebrote inflacionario (ver cuadro 1).

Sin embargo, la crisis fiscal internacional, la política monetaria en extremo laxa por parte de las economías desarrolladas (causando el masivo influxo de dólares a las economías emergentes) y la aceptable recuperación de la economía colombiana nos llevaron a reacomodar dicho ranking de problemas de la siguiente manera, más acorde con lo observado durante 2010: 1) desequilibrios

cambiarios (agravado); 2) problemas comerciales (sin alteración); 3) recuperación económica (aliviado); 4) riesgos fiscales (aliviado); y 5) rebrote inflacionario (sin alteración).

El propósito de esta nota es elaborar ahora el cuadro de riesgos que Anif visualiza para el año 2011, complementando ese balance de 2010. Como veremos, los mayores riesgos de 2011 estarán proviniendo de: 1) persistencia de la apreciación real del peso frente a nuestros principales socios comerciales; 2) agravamiento del rezago en materia de infraestructura, dados los estragos invernales y las graves fallas de estructuración y corrupción que valientemente ha develado el nuevo gobierno del presidente Santos; 3) debilidades en la recuperación económica, amenazada por un entorno internacional adverso; 4) deterioro de las cuentas fiscales, presionadas por mayores gastos y debilitamiento del recaudo, tan sólo marginalmente contenidas a través de la mini-reforma tributaria (Ley 1430 de 2010) y diversos decretos-ley expedidos en enero de 2011 tendientes a allegar recursos para apoyos humanitarios a favor de los afectados por el invierno y la reconstrucción de infraestructura destruida; y 5) resurgimiento de las presiones inflacionarias, dado el ciclo alcista de los alimentos y el abandono de la prudencia en materia de reajuste del salario mínimo (ahora al 4% frente al 2% que aconsejaba la “fórmula universal”), ver cuadro 2.

Nótese que este ranking de riesgos macroeconómicos para el año 2011 resulta algo similar al de 2010, sólo que ahora le hemos dado mayor preeminencia al tema de la infraestructura frente al del comercio internacional (siendo aristas complementarias de los desafíos de la apertura comercial). Ello indica que continuamos dependiendo de todas estas reformas estructurales (vías de la competitividad, flexibilización laboral y saneamiento fiscal) para llegar a cimentar crecimientos sostenidos a tasas superiores al 5% anual, meta que nos continúa siendo esquiva. Veamos esto con mayor detalle.

1. Desequilibrios cambiarios. Sin duda la mayor preocupación de la política económica en el año 2010 fue la fuerte apreciación de la moneda colombiana. Los bajos niveles de tasas de interés en los países desarrollados (efectos de salvatajes financieros y fiscales) han inducido abundantes flujos de capital hacia las economías emergentes en busca de mayores retornos. En el caso de Colombia, este fenómeno se verá presionado por la Inversión Extranjera Directa (IED), la cual ascendió a cerca de US\$9.500 millones (3.8% del PIB) durante el año 2010, pudiéndose superar dicha cifra en 2011.

Diversos analistas internacionales y locales (incluyendo a Anif) han venido pregonando que existe un “desalineamiento” de la tasa de cambio real (respecto del PPP) del orden del 15%-20%. Difícilmente dicho desalineamiento podrá entrar a compensarse a través de abaratamientos en los costos del transporte o de la mano de obra en el corto plazo. De allí la importancia de que las autoridades se mantengan en guardia frente a las presiones adicionales que ejercerá la llegada de mayores capitales especulativos (no los de la IED), los cuales ascendieron a más de US\$1.900 millones durante 2010.

Esta presión, sin embargo, podría atenuarse ahora que el gobierno ha anunciado su voluntad de capitalizar y posteriormente enajenar acciones de Ecopetrol. Ello debería lograr el doble propósito de inyectar recursos de inversión y después allegar recursos para la infraestructura vial del país. Esto bajo el escenario de que los gastos de reparación de los daños invernales durante el año 2011 (unos \$3 billones) se atenderán desde otras fuentes. De no llegarse a concretar pronto estas privatizaciones y de continuar los flujos de capital, el gobierno se vería en la necesidad de sacar del cuarto de San Alejo sus bates de los controles de capital a la altura del segundo trimestre. Para entonces el mercado ya habría descontado el “otorgamiento del grado de inversión”, en medio de un ambiente de “complacencia

fiscal internacional”. Entre tanto, Brasil y Perú han seguido afinando sus controles de capital para evitar mayores daños a sus sectores productivos.

Así, nuestro pronóstico de TRM a lo largo de 2011 arroja un promedio de \$1.850/dólar, equivalente a una apreciación promedio cercana al 3% anual. Cabe recordar que el valor promedio de la TRM en 2010 fue de \$1.900/dólar (una apreciación del 11.7%).

2. Rezago en infraestructura. Es bien conocido el rezago en materia de infraestructura que presenta el país. En materia vial, Colombia se ubica por debajo de países como Ecuador y Bolivia, contando con sólo 292 kilómetros pavimentados de red vial arterial por cada millón de habitantes. A los consabidos atrasos del túnel de La Línea, la doble calzada a Buenaventura, la autopista del Café, el aeropuerto El Dorado y la calle 26 en Bogotá, ahora debemos añadir los graves destrozos en las vías de Santander, la costa Atlántica y los problemas de dragados en los principales puertos, entre otros. Infortunadamente, Colombia se ha ubicado en el lugar histórico del t-2, donde el t-1 provenía de la desidia de la administración saliente y el t-2 es el legado del peor invierno en cerca de 50 años, donde ha quedado al descubierto la gravedad de haber manejado, por décadas, las corporaciones autónomas regionales (CARs) con criterios de cuotas políticas.

Según el plan maestro de transporte, el sector necesitaría recursos por más de \$17 billones en los próximos ocho años. A este respecto cabe recordar la admonición que ha venido haciendo Anif desde hace ya un par de años: “...para obras extraordinarias, se requieren recursos extraordinarios...” provenientes de la enajenación de activos del Estado; se trata de cambiar un activo empresarial por un activo de infraestructura que arrojará un mayor multiplicador económico. Aun después de los desastres invernales, vemos con algo de preocupación que el gobierno haya postergado la enaje-

Cuadro 1. Riesgos de 2010: pronósticos vs. observados

Ranking pronosticado		Pronóstico (en diciembre 2009)		Ranking observado		Observado (en diciembre 2010)	
Riesgo		Valor		Riesgo		Valor	
1	Recuperación económica	2.3%		1	Desequilibrios cambiarios	\$1.900/dólar, apreciación: 11.7%	
2	Problemas comerciales	Ventas a Venezuela =US\$3.400 mill		2	Problemas comerciales	Ventas a Venezuela =US\$1.500 mill	
3	Riesgos fiscales	4.7% del PIB (déficit de GC)		3	Recuperación económica	4.0%	
4	Desequilibrios cambiarios	\$2.239/dólar, devaluación: 3.5%		4	Riesgos fiscales	4.3% del PIB (déficit de GC)	
5	Rebote inflacionario	3.5%		5	Rebote inflacionario	3.2%	

Fuente: elaboración Anif.

Cuadro 2. Desafíos de 2011

Ranking	Riesgo	Pronóstico
1	Desequilibrios cambiarios	\$1.850/dólar (promedio año), apreciación: 2.7%
2	Rezago en infraestructura	-
3	Recuperación económica	Crecimiento esperado: 4.5%
4	Riesgos fiscales	Déficit del GC: 4.1% del PIB
5	Rebote inflacionario	3.5%-4.0%

Fuente: elaboración Anif.

nación de Ecopetrol y bajado la guardia en materia de estructuración de los grandes proyectos, focalizándose ahora en los temas de reparación, cuando todo ello debería poderse trabajar en paralelo.

3. Recuperación económica. Al cierre de 2010, el Dane informó que el PIB-real había crecido sólo a un ritmo del 3.6% anual durante el tercer trimestre frente a nuestro pronóstico del 4.6%, donde la construcción volvió a dar la sorpresa negativa al contraerse un 10.5% anual. Dado que para el cuarto trimestre de 2010 esperamos una expansión del 3.5% anual, Anif ha revisado a la baja su pronóstico de crecimiento para el año 2010 (como un todo) a un 4% frente al 4.3% anterior.

También hemos revisado a la baja nuestro pronóstico de crecimiento al 4.5% anual para 2011 frente al 5% que veníamos manejando, dándole mayor ponderación a la desaceleración proveniente de un entorno global más complicado y a los daños que nos va dejando este crudo invierno. La crisis fiscal de Estados Unidos y Europa permite prever problemas de apreciación para los mercados emergentes y, en el plano nacional, los programas de apoyo humanitario y reconstrucción de infraestructura tomarán tiempo en estructurarse y los daños afectarán, en cascada, la actividad de sectores como la industria, el comercio, el transporte y el agropecuario.

4. Riesgos fiscales. Los déficits fiscales proyectados para el Gobierno Central (GC) de Colombia durante los años 2010 y 2011 (del orden del 4.3% y el 4.1% del PIB, respectivamente) no lucen alarmantes en el contexto de los graves desbalances poscrisis financiera en los países avanzados (bordeando el 10% del PIB). Sin embargo, en el caso de Colombia se trata de faltantes estructurales con serios riesgos de deterioro hacia el 5% del PIB y una posición en el primario (antes de intereses) del -1% del PIB y con tendencia hacia el -2% del PIB en el período 2012-2014.

La mini-reforma tributaria (Ley 1430 de 2010) tan sólo estará aportando el 0.3% del PIB por año durante el período 2011-2018, claramente insuficiente para cerrar

una brecha del 2% del PIB (valor requerido para llegar a un primario del 1% del PIB). De hecho, el recaudo tributario del GC tan sólo será del 12.6% del PIB en 2011 (+0.4% del PIB respecto de 2010). Así, lo más probable es que la relación deuda pública/PIB continuará deteriorándose del actual 43% del PIB hasta llegar al 50% del PIB al finalizar el año 2014, si es que no se toman correctivos fiscales de mayor profundidad.

El propio gobierno ha estimado que el invierno afectó a 2.2 millones de personas, inundó unas 600.000 hectáreas, destruyó vías importantes; todo lo cual exigiría allegar unos \$10 billones (2% del PIB de 2010) durante 2011-2014 para enfrentar esta situación tan calamitosa. El GC ha hecho bien en utilizar el expediente de mayores recaudos tributarios, al amparo de la Emergencia Económica. Sin embargo, ello se ha hecho a costa de agravar el cúmulo de gravámenes antitécnicos, incluyendo el rezago en el desmonte del 4x1.000 hasta el año 2018 y el redoblamiento de obligaciones por cuenta del impuesto patrimonial a partir de 2011 (aunque, finalmente, se ha hecho caso a nuestro llamado de extenderlo, si fuera inevitable, a patrimonios de menor rango en aras de una verdadera solidaridad).

Como bien sabemos, la Regla Fiscal y la reforma a las regalías tan sólo estarán “aportando” al ajuste fiscal a partir de 2015 y, mientras tanto, las presiones del gasto social (especialmente de seguridad social) seguirán en ascenso. De allí la importancia de diseñar e implementar una reforma tributaria estructural, desmontando los impuestos antitécnicos y profundizando los impuestos tradicionales de imponible e IVA (ver *Informe Semanal* No. 1030 de junio de 2010).

5. Rebote inflacionario. Por último, tenemos el riesgo de alzas en los precios de los alimentos, en parte por un tema del “ciclo” de reversión hacia la media histórica y por efectos climáticos. Anif considera que la inflación se ubicará en el rango del 3.5%-4% al finalizar el año 2011. Esto después de haber cerrado en un 3.2% en 2010, donde finalmente la inflación de alimentos se manifestó con un sorpresivo 4.1%. Contener la inflación en dicho rango le exigirá al BR elevar su tasa repo-central en unos 150pbs a lo largo de 2011, llevándola del 3% al 4.5%, seguramente iniciando su ciclo de ajuste antes de finalizar el primer trimestre de este año. Si bien el BR tendrá a su favor una brecha del Producto cerrándose lentamente y el anclaje de las expectativas, el auge de *commodities* a nivel internacional y los efectos del invierno transmitirán parcialmente algo de inflación de costos, donde el excesivo ajuste en el salario mínimo (4% vs. el 3% recomendado) no ayudará a preservar el legado de la “inflación baja y estable” de largo plazo que se había conquistado en 2010. 

La crisis financiera internacional: el tránsito hacia Basilea III

Sergio Clavijo, Carlos I. Rojas y Alejandro González *

I. Introducción

Hemos completado ya tres años desde el estallido de la crisis financiera internacional en agosto de 2007. Su duración y profundidad han sido inusitadas; sus diagnósticos han sido atropellados y tardíos. Pero, aun así, el G-20, los bancos centrales y las multilaterales, ahora bajo la sombrilla del Financial Stability Board (FSB), han logrado proponer una serie de correctivos globales que apuntan hacia la adaptación global a la “plantilla” Basilea III, divulgada en septiembre de 2010 (BIS, 2010b).

El presente documento ofrece, en su primer capítulo, un breve recuento de lo ocurrido durante 2007-2008 en lo referente al estallido y al riesgo sistémico generado a nivel global. En el segundo capítulo se presenta un diagnóstico que apunta a identificar dónde fallaron los instrumentos y las estructuras organizativas que venían operando bajo Basilea I y II. Paradójicamente, esas “plantillas” regulatorias se habían pulido durante el período 2000-2005, precisamente

**Las entidades
en sus esquemas
de transparencia y
gobierno corporativo,
y el Estado a la hora
de proveer una pronta
y juiciosa supervisión,
hacen evidentes los
problemas de asimetría
de información y de
arbitraje regulatorio.**

para evitar dichos riesgos sistémicos, pero claramente fracasaron frente a ese propósito.

Ha resultado algo embarazoso para las entidades multilaterales y el propio BIS reconocer que, simplemente, bajo los esquemas Basilea I y II no se realizaba una contabilización

adecuada del riesgo consolidado; no se generaban las provisiones de capital y de liquidez requeridas para enfrentar épocas de crisis; y esa “arquitectura financiera” se recargaba en exceso en una valoración de activos que resultaba incestuosa frente a las agencias calificadoras. Como si fuera poco, fallaron las entidades en sus esquemas de transparencia y gobierno corporativo, y el Estado a la hora de proveer una pronta y juiciosa supervisión, haciéndose evidentes los problemas de asimetría de información y de arbitraje regulatorio.

En esta nota presentaremos un resumen sobre el documento que ha elaborado Anif sobre estos temas, cuyo texto completo se encuentra en

* Director, ex subdirector y economista de Anif, respectivamente. Los autores agradecen, sin comprometerlos con lo aquí dicho, las discusiones realizadas con personal del Institute of International Finance (IIF), en particular, aquellas adelantadas con Phil Sutter, Fred Jaspersen, Nader Nazmi y Andrés Portilla. Email: sclavijo@anif.com.co

www.anif.co. Analizaremos el mapa de consistencia que surge entre dicho diagnóstico y los correctivos que se han venido ofreciendo, primero, a manos del Congreso de Estados Unidos (con la Ley Dodd-Frank de julio de 2010) y, segundo, con las propuestas planteadas por el BIS (2010b) para implementar la plantilla Basilea III, donde se ha otorgado un amplio horizonte de transición hacia los nuevos requerimientos (2013-2018).

El mensaje básico es que, tras esta difícil crisis financiera internacional (2007-2010), se ha tenido que replantear a profundidad los criterios de apalancamiento, solvencia, medición de riesgos (crediticios, de contraparte y operativos), y disponibilidad (tangible) del capital. Tanto en materia crediticia como en disponibilidad del capital, la clave hacia el futuro estará en obrar con criterios anticíclicos y de “colchones de liquidez”. Como veremos, el acuerdo de Basilea III otorga un plazo prudencial para que los accionistas de los bancos puedan acopiar el respectivo capital adicional y generar la liquidez del caso. Un primer grupo de medidas relativas al porcentaje y tipo de capital requerido entrará a regir en enero de 2013 y las relacionadas con el capital adicional, que debe servir como “colchón”, entrarán a regir en 2016-2018. La idea es que las autoridades locales, independiente de las “metas volantes”, estén cumpliendo con dichos requisitos a la altura de 2019.

En conclusión, bien sabemos que Basilea II, tras arduos trabajos durante 1999-2004, resultó insuficiente para prevenir una de las peores crisis financieras del mundo moderno. Ahora la regulación confía mucho menos en la “sabiduría” del mercado o en los criterios de las calificadoras de riesgo; a cambio de ello, los reguladores le apuestan a tener a mano suficiente liquidez y capital tangible para enfrentar los insalvables ciclos económicos.

II. Crisis financiera internacional (2007-2010) y sus implicaciones

Los años 1995-2007 marcaron una de las expansiones más prolongadas del mundo desarrollado, tan sólo interrumpida brevemente por los años 2000-2001. Dicho período se caracterizó por disfrutar de bajas tasas de interés real, alto crecimiento económico y relativa tranquilidad financiera. Estados Unidos, por ejemplo, fue capaz de absorber rápidamente la crisis causada por la burbuja especulativa que se creó alrededor de las llamadas inversiones “puntocom” en los años 1997-2000, al igual que

y Fredy Mac) terminó por extender créditos incobrables a una porción de la población antes no bancarizada (estimada en un 15% adicional) y con elevada inestabilidad en sus ingresos (mercados denominados *subprime*). No es sorprendente entonces que las daciones en pago se focalizaran en esta porción del mercado, estimándose que, mientras el índice de calidad de cartera hipotecaria se deterioró a niveles del 9.2% hacia agosto de 2009, el de la cartera *subprime* ascendió al 25.2%.

La elusión a los límites de apalancamiento ocurrió a través de operaciones con terceros por fuera del balance bancario. Éstas fueron particularmente copiosas en el caso de Estados Unidos,

Tanto en materia crediticia como en disponibilidad del capital, la clave hacia el futuro estará en obrar con criterios anticíclicos y de “colchones de liquidez”.

los coletazos creados por la quiebra de Worldcom y de Enron (en 2001).

Sin embargo, hoy resulta algo irónico recordar el inapropiado uso que se le dio entonces al esquema de instrumentos financieros estructurados en el mundo energético de Estados Unidos. Ellos probarían, años más tarde, su potencial efecto desestabilizador a nivel sistémico bajo los formatos de *Credit Default Swaps* (CDS), tanto en lo referente a deuda pública como privada. La laxitud regulatoria y los pobres esquemas de supervisión contribuyeron a agravar una crisis que, de otra manera, no hubiera tenido la connotación global y sistémica que hemos experimentado durante el prolongado período 2007-2010.

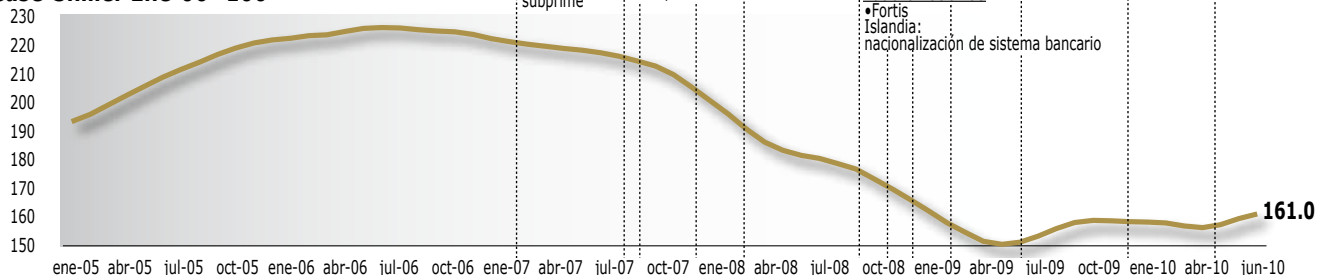
En particular, el afán gubernamental de Estados Unidos de salir de la recesión de 2000 (a través de acelerar las titularizaciones de Fannie Mae

pero no exclusivas de dicho país. También están a mano los casos de Gran Bretaña, Irlanda y España, donde las inmobiliarias jugaron un papel delicado de sobreexpansión crediticia hipotecaria. La laxitud monetaria alimentó un prolongado frenesí financiero.

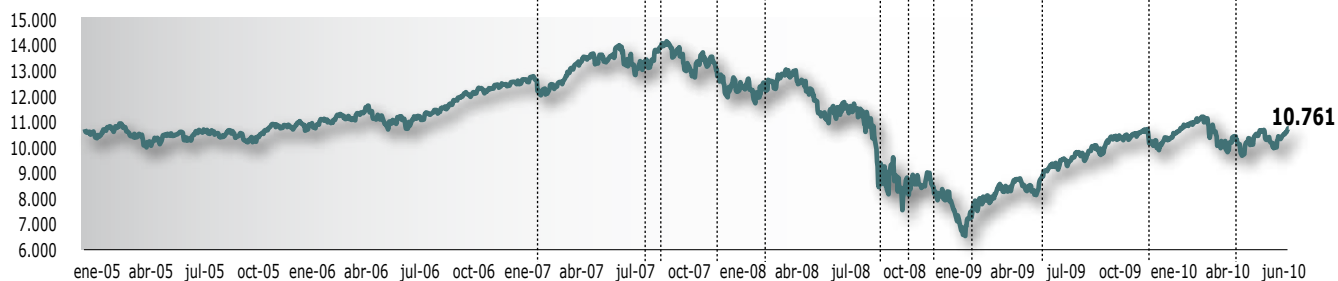
Fue en este contexto de una crisis hipotecaria global en ciernes que ocurrió la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Apenas un año antes, el precio de la vivienda en Estados Unidos (según el Case-Shiller) había llegado a sobrevaloraciones del 50%-60% real por encima de su media histórica, al tiempo que en Gran Bretaña alcanzaban un pico del 75%-100%. El propio mercado europeo estaba sufriendo experiencias de riesgo sistémico, como las del Northern Rock (Gran Bretaña) y la iliquidez de los fondos del BNP Paribas (ver gráfico 1).

Gráfico 1. Línea de Tiempo de la Crisis

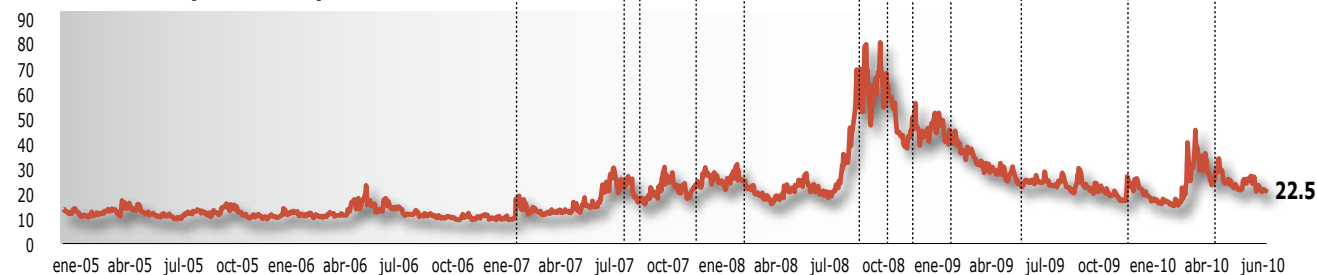
Índice de precios de la vivienda en Estados Unidos Case-Shiller Ene-00=100



Índice Dow Jones



Volatilidad de los derivados sobre el S&P 500 (Índice VIX)



Fuente: elaboración Anif con base en Standard & Poor's y Yahoo Finance.

La Fed le había tendido la mano a JP Morgan para que Bear Stearns enfrentara sus graves problemas de iliquidez en marzo de 2008. Se pensaba que la Fed y el Tesoro instrumentarían algo parecido para salvar a Lehman Brothers, pero se optó por dejarla quebrar en septiembre de 2008, al igual que con Washington Mutual e Indy Mac (la principal titularizadora privada de California). Entre tanto, se le dio respaldo financiero a entidades con mayor riesgo sistémico, como las titularizadoras cuasi públicas y AIG, entidad pivote del sistema de seguros.

Desde junio de 2008, varias calificadoras de riesgo habían empezado a castigar las perspectivas de entidades sin suficiente soporte financiero (los llamados *monoliners*, como MBIA o Ambac), que respaldaban instrumentos estructurados, como los CDS. Por este conducto, rápidamente se vieron afectadas aseguradoras (AIG), titularizadoras y la banca comercial (incluyendo a Citibank, Bank of America y Wachovia). *La música que venía amenizando el baile del sobreapalancamiento, de Chuck Prince y sus colegas, había empezado a silenciarse.*

El mercado finalmente entendió que quien no tenía “padrino con capital” estaba arriesgando su viabilidad financiera en medio de una elevada desconfianza y desvalorizaciones de portafolios en busca de liquidez inmediata. El banco de inversión Morgan Stanley se salvó recurriendo a capitalizaciones por parte de Mistubishi; Goldman Sachs fue apoyado por Sumitomo y por Warren Buffet; y Merrill-Lynch recibió el apoyo del Bank of America (una de las operaciones de “disuasión moral” por parte del Tesoro y de la Fed más controvertidas del período).

A pesar del apoyo cuasifiscal a Fannie-Freddie, sus *spreads* se elevaron a máximos históricos. Ello ocasionó la paralización de la “fábrica” de titularizaciones hipotecarias y, de contera, el colapso de la industria

de la construcción. Entre tanto, el grueso de las operaciones financieras redobló sus exigencias de liquidez y colaterales, paralizando la fluidez del mercado interbancario (mayores detalles en Reinhart y Rogoff, 2009 págs.208-222). El conocido indicador de riesgo transaccional (VIX) llegó a sus picos históricos el 20 de noviembre de 2008, elevándose por encima de 80 (ver gráfico 1).

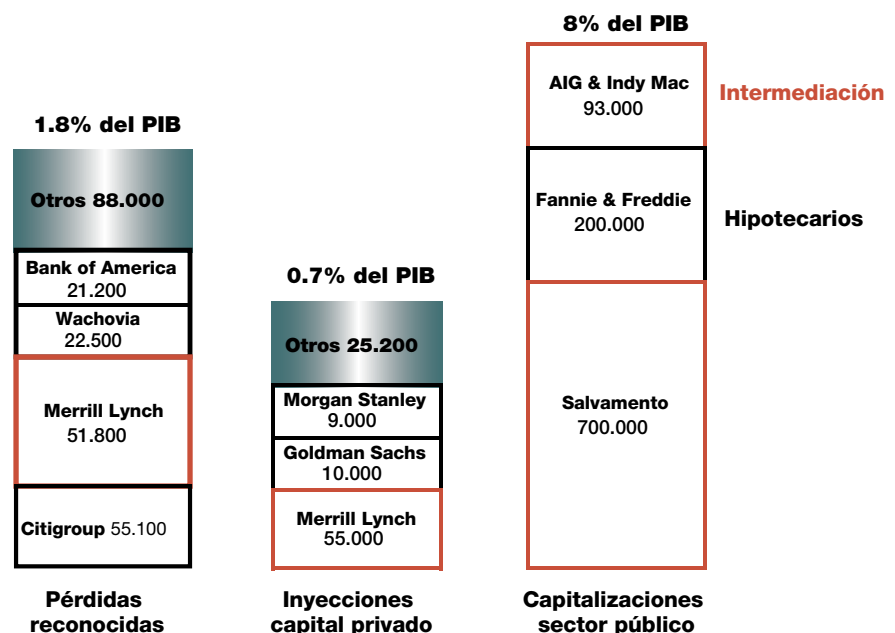
Para entonces, las pérdidas reconocidas por el sistema financiero de Estados Unidos ascendían al 1.8% del PIB, mientras que las intenciones de capitalización tan sólo llegaban al 0.7% (ver gráfico 2). Frente a tal panorama, se volvieron fundamentales los apoyos gubernamentales del paquete conocido como el *Trouble Asset Relief Program* (TARP), con un potencial equivalente al 7% del PIB, el cual entró a operar en octubre de 2008. A través del TARP se le dio aliento a Citibank y a Bank of America, entidades muy grandes como para dejarlas quebrar.

En Gran Bretaña ocurría algo similar, incluyendo la nacionalización del banco hipotecario Bradford & Bingley, el Royal Bank of Scotland, Lloyd's y Northern Rock (cuyos apoyos comprometieron cerca del 6% del PIB). Bélgica, Holanda y Alemania recurrieron a esquemas parecidos, mientras que Islandia, como país, se declaró en bancarota al golpearse simultáneamente sus sistemas financiero y fiscal.

El coletazo de esta crisis internacional aún está fresco y en desenvolvimiento (2008-2010): el desempleo se disparó a cifras de dos dígitos (9.5% en Estados Unidos y cerca del 13% en la zona euro); contracción del Producto (-2.6% en Estados Unidos y -4.9% en la zona euro durante 2009); y ampliación de las brechas fiscales (déficits del 9%-10% del PIB en Estados Unidos y Gran Bretaña).

En particular, la crisis fiscal del período 2010-2012 luce bastante

Gráfico 2. Crisis inanciera: TARP en Estados Unidos (2008-2009, US\$ millones y % del PIB)



Fuente: elaboración Anif.

complicada en los llamados PIIGS (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España) y la falta de una solución sostenible pondría en riesgo la integridad del propio euro. Los países más afectados (Grecia, Portugal y España) ya han visto reducidas sus calificaciones, y sus recientes colocaciones de deuda pública muestran, en algunos casos, *spreads* de riesgo especulativo. Francia y Alemania se han embarcado en sus propios ajustes fiscales preventivos, conteniendo el gasto en seguridad social y elevando su tributación para liderar la sostenibilidad del euro.

III. Diagnóstico instrumental sobre la crisis financiera internacional

La crisis surgió por la acumulación de una serie de factores de riesgo que se materializaron a través del colapso de los precios de la vivienda a partir del primer semestre de 2007. Como veremos, buena parte de los problemas regulatorios está asociada a: i) definición y disponibilidad del capital bancario; ii) gestión de riesgos; y iii) falta de transparencia contable y de gobierno corporativo (ver cuadro 1).

IV. Soluciones preventivas frente a las crisis financieras

Una de las principales consecuencias de la crisis financiera ha sido la necesaria transformación del marco institucional y de los esquemas de supervisión financiera. Las abultadas negociaciones transfronterizas y los riesgos que éstas conllevan han hecho tomar conciencia sobre la importancia de contar con supervisiones consolidadas a nivel global.

La economía política relacionada con estos cambios ha sido compleja y demorada en obtener resultados (ver

Cuadro 1. Diagnóstico de la crisis

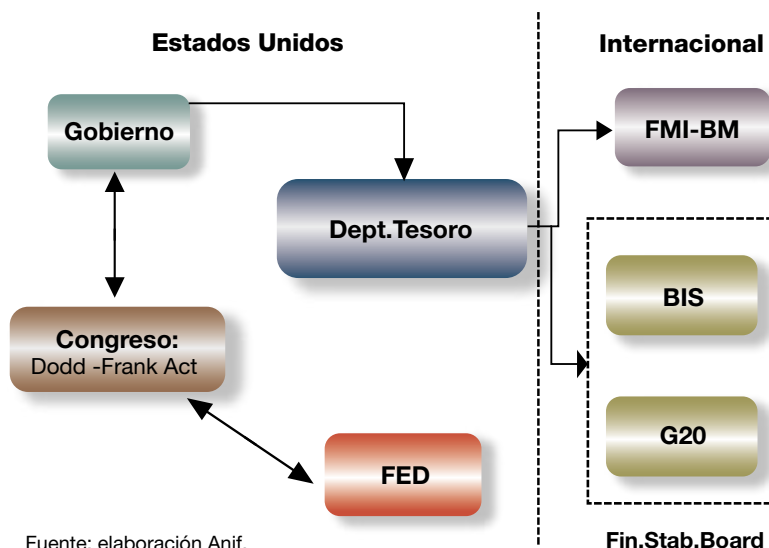
	FMI-BM	Gobierno EE.UU.	BIS	IIF
Adecuación de capital				
Tier 1	X			
Capital subordinado	X			
Liquidez			X	X
Prociclicidad		X		X
Vehículos fuera del balance	X	X	X	X
Consolidación (demasiado grande para fallar)				
Gestión de riesgos				
Mercados hipotecarios				
Brecha fondeo/crédito	X			
Canal del crédito (<i>subprime</i> , <i>resets</i> , etc.)	X	X		X
Instrumentos				
Riesgos de titularización	X	X	X	X
Riesgos de derivados	X	X	X	
Riesgos de crédito y contraparte	X		X	X
Prociclicidad del crédito	X			X
Agencias calificadoras de riesgo (agente-principal)	X		X	X
Arbitraje regulatorio (áreas grises)	X	X		
Gobierno corporativo y transparencia				
Vehículos fuera del balance	X	X	X	
Valoración de los activos (garantías/aseguramiento)	X	X	X	
Compensación a los ejecutivos		X		

Fuente: elaboración Anif con base en cada institución.

gráfico 3). En primer lugar, al gobierno de Estados Unidos le tomó casi dos años aprobar su reforma financiera, la cual enfatizaba dos pilares: i) la defensa del consumidor financiero; y ii) ajustes profundos en materia de gestión de riesgos (tanto del mercado intermediado como de los portafolios de inversión) y el papel de las agencias calificadoras de riesgos. Dicha reforma se conoce ahora como la Ley Dodd-Frank, aprobada en julio de 2010, la cual puso restricciones al uso de los recursos del público en actividades riesgosas y especulativas (tales como los instrumentos derivados), al tiempo que fortalece la supervisión consolidada.

El Departamento del Tesoro y la Reserva Federal han jugado un papel

Gráfico 3. Regulación financiera internacional: su economía política



Cuadro 2A. Principales propuestas de reforma regulatoria

	FMI-BM	Gobierno EE.UU.	Fed
I. Adecuación de capital			
Tier 1	Mayores requerimientos	Mayores requerimientos	Mayores requerimientos
Capital subordinado	Disparador de mercado		
Liquidez	Amortiguadores adicionales		
Prociclicidad	Anticíclico		
Vehículos fuera del balance	Supervisión consolidada	Límites al apalancamiento	Supervisión consolidada
Consolidación (demasiado grande para fallar)	Sobretasa de capital/Testamentos vivos	Sobretasa de capital/FSOC	
II. Gestión de riesgos			
Mercados hipotecarios			
Brecha fondeo/crédito	Política macroprudencial		
Canal del crédito (<i>subprime</i> , <i>resets</i> , etc.)		Cuota inicial/Sin resets	
Instrumentos			
Riesgos de titularización	Parcialmente retenidas	Regla Volcker	Pruebas de estrés
Riesgos de derivados	Capital adicional	Regla Volcker	Pruebas de estrés
Riesgos de crédito y contraparte	Cámaras de contraparte/Valores justos	Regla Volcker	Pruebas de estrés
Prociclicidad del crédito	Anticíclico		
Agencias calificadoras de riesgo (agente-principal)		Contratos indirectos	Contratos indirectos/
Arbitraje regulatorio (áreas grises)	Menos supervisores/Reguladores	Acciones legales	
		Supervisión ampliada	Menos supervisores/Reguladores
III. Transparencia y gobierno corporativo			
Vehículos fuera del balance	IASB-FASB		
Valoración de los activos (garantías/aseguramiento)		Estándares internacionales	
Compensación a los ejecutivos		Aprobación independiente/ <i>Claw back</i>	

Fuente: elaboración Anif.

Cuadro 2B. Principales propuestas de reforma regulatoria

	BIS	FSB	IIF
I. Adecuación de capital			
Tier 1	Mayores requerimientos	Mayores requerimientos	Mejor calidad
Capital subordinado	Disparador de mercado		
Liquidez	Mayores requerimientos	Mayores requerimientos	Amortiguadores adicionales
Prociclicidad	Anticíclico		
Vehículos fuera del balance	Supervisión consolidada	Supervisión consolidada	Supervisión consolidada
Consolidación (demasiado grande para fallar)	Sobretasa de capital		
II. Gestión de riesgos			
Mercados hipotecarios			
Brecha fondeo/Crédito			
Canal del crédito (<i>subprime</i> , <i>resets</i> , etc.)			
Instrumentos			
Riesgos de titularización	Parcialmente retenidas		
Riesgos de derivados	Capital adicional	Capital adicional	
Riesgos de crédito y contraparte	Cámaras de contraparte/ Valores justos	Cámaras de contraparte/ Valores justos	
Prociclicidad del crédito	Anticíclico		
Agencias calificadoras de riesgo (agente-principal)			Calificaciones claras y entendibles
Arbitraje regulatorio (áreas grises)			Coordinación internacional
III. Transparencia y gobierno corporativo			
Vehículos fuera del balance	IASB-FASB	IASB-FASB	
Valoración de los activos (garantías/aseguramiento)	Estándares internacionales	Estándares internacionales	Estándares internacionales
Compensación a los ejecutivos		Disuadir el riesgo moral	

Fuente: elaboración Anif

crucial en la coordinación de estas reformas. Se aprovechó la presencia del mundo desarrollado y del emergente al interior del llamado Grupo de los 20 (G-20) para tener una visión global y el conocimiento técnico que provee el Banco de Pagos Internacional (BIS). Dichas discusiones se fueron canalizando a través del Financial Stability Board (FSB), donde la presencia de los ministros de Hacienda y de los bancos centrales habría de facilitar las tareas de coordinación, incluyendo el papel “ejecutivo” que se le asignó a las multilaterales y al BIS. Los aspectos contables se manejan a nivel del IOSCO y el IAIS.

Todas estas entidades han realizado una serie de propuestas para abordar los distintos aspectos de la crisis (ver cuadros 2A y 2B). Existe un consenso sobre algunos puntos, particularmente la necesidad de mejorar las mediciones de capital y la vigilancia regulatoria, convergiendo hacia la supervisión consolidada. Con ello se espera mejorar la gestión de riesgos y generar confianza entre los inversionistas para revitalizar nuevamente el mercado financiero global.

Ciertamente, la implementación de las reformas tendrá un efecto macroeconómico importante. De hecho, la elevación de los requi-

sitos de capital y las reglas sobre apalancamiento y liquidez reducirán la rentabilidad de las instituciones financieras, lo que restringirá la irrigación de crédito a la economía. La fuerza del impacto depende crucialmente de la dureza de las medidas y del tiempo que se dé a las instituciones para alcanzar los nuevos niveles exigidos.

En este sentido, existen dos estudios que han medido el impacto que puede tener el eventual aumento de 2 puntos porcentuales en los requerimientos de capital bancario a nivel global. De una parte, la industria bancaria (agrupada en el Instituto Interna-

cional de Finanzas – IIF) estima que un incremento del 2% en la relación de capital Tier 1 podría “sacrificar” crecimiento del PIB en cerca del 3.1% al cabo de cinco años (ver cuadro 3), equivalente a un “sacrificio de crecimiento” del 0.6% por año. Adicionalmente, el IIF concluye que las tasas de colocación aumentarán (para mitigar el aumento en el capital) en cerca de unos 132 puntos básicos durante el mismo período (IIF, 2010), pasándole al consumidor parte de los mayores costos de estas reformas financieras. En contraste, el Banco de Pagos Internacionales (BIS, 2010a) estima que la caída del PIB será de apenas el 0.08% anual, correspondiente a un total de “sacrificio de crecimiento” de sólo el 0.38% al cabo de cinco años. Asimismo, el BIS considera que la tasa de colocación de nuevos créditos aumentará apenas un 0.35%, luego

mientos de capital y mejorar la calidad de sus ponderaciones por riesgo. La crisis reveló que los grandes bancos no contaban con capital suficiente para absorber pérdidas y, además, que diluyeron la calidad del capital Tier 1 mediante instrumentos híbridos, especialmente en Europa.

A pesar del esfuerzo en la construcción de una regulación comprensiva a través de Basilea II, el capital requerido falló como amortiguador de pérdidas y desvalorizaciones de los activos. El esquema de Basilea II hizo énfasis en la seguridad del Tier 1, que comprende distintos instrumentos, particularmente las acciones (ordinarias y preferenciales), las utilidades retenidas, los intereses minoritarios en subsidiarias que se consolidan en el balance, las reservas, entre otros.

Sin embargo, el mercado se ha venido concentrando en observar una

De hecho, el Comité de Basilea anunció recientemente que había llegado a un compromiso para proponer cambios en los montos mínimos de capital exigidos (BIS, 2010b). Dicho Comité no tiene ningún poder sobre la regulación local; sin embargo, el hecho de estar conformado por los gobernadores de los bancos centrales y supervisores financieros de los principales países desarrollados hace que sus directrices tengan elevada incidencia sobre las políticas locales que finalmente se adoptan.

La medición de riesgos (crediticios, de contraparte y operativos), así como la disponibilidad (tangible) del capital, han sido tópicos de especial importancia a la hora de prevenir crisis sistémicas, como la experimentada a nivel global. Tanto en materia crediticia como en disponibilidad del capital, la clave está en obrar con criterios anticíclicos y de “colchones de liquidez”.

Para incrementar la credibilidad de un nuevo acuerdo de Basilea, se estableció un plazo prudencial para que los accionistas de los bancos pudieran acopiar el respectivo capital y generar la liquidez del caso. Un primer grupo de medidas relativas al porcentaje y al tipo de capital requerido entrarán a regir en enero de 2013 y las relacionadas con el capital adicional que sirve como colchón, en 2016-2018 (ver gráfico 4). La idea es que las autoridades locales, independientemente de las “metas volantes”, cumplan con los requisitos en 2019.

Si bien la relación de solvencia (=Capital/activos ponderados por riesgo, APR) continuará en el mismo 8% adoptado en 1988, el tipo de capital necesario será más exigente. Ahora el mínimo de acciones ordinarias y utilidades retenidas (capital tangible) deberá elevarse del 2% al 4.5%. A su vez, el capital Tier 1 (capital tangible + intereses minoritarios) deberá elevarse del 4% al 6%. La diferencia entre el capital total y el Tier 1 podrá suplirse con capital de

Cuadro 3. Impacto de un aumento del 2% en la Relación de Capital Tier 1 al cabo de cinco años

	IIF	BIS
PIB-real (diferencia total)	-3.10%	-0.38%
PIB-real (diferencia anual)	-0.60%	-0.08%
Tasa de colocación	+1.32%	+0.35%

Fuentes: IIF y BIS.

el impacto para la clientela sería de menor envergadura.

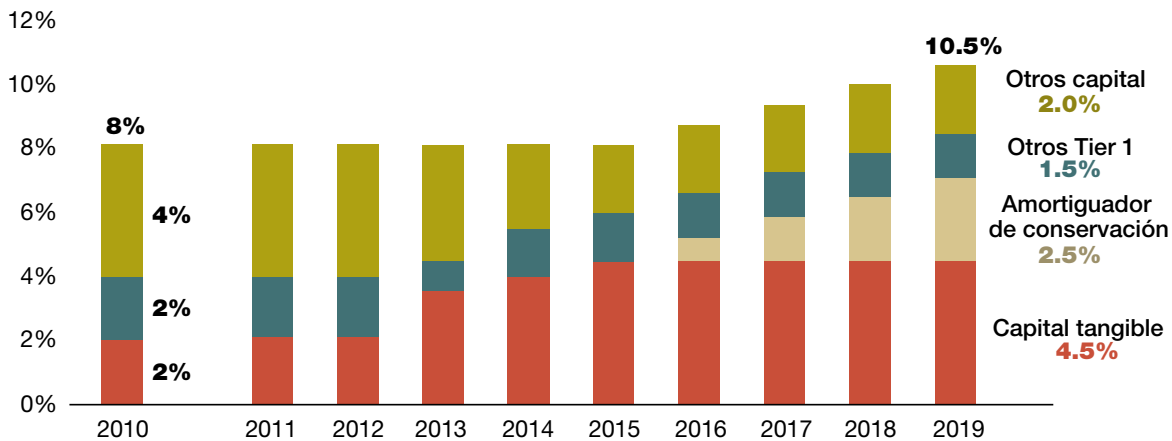
Vale la pena señalar que este debate aún no se ha zanjado, pues estos análisis son muy sensibles a los supuestos que se realizan a la hora de correr sus modelos de equilibrio general. Tampoco es nada clara la forma en que se distribuyen los costos de dichos ajustes regulatorios entre los gobiernos, los bancos y los usuarios.

i) Modificaciones al capital bancario

Tanto el BIS (2010b) como el FMI (2010) sugieren elevar los requeri-

ategoría más estrecha de capital que refleja de manera más precisa el riesgo inherente a la institución, el *capital tangible*. Esta medida, consistente únicamente de las acciones ordinarias y utilidades retenidas, fue analizada ampliamente durante la crisis dado que varios bancos mostraban relaciones de capital Tier 1 ajustadas a la regulación, pero, aun así, mostraban un riesgo enorme de declararse insolventes. El Comité de Basilea, la máxima autoridad en temas de regulación financiera, consciente de esta debilidad, ha puesto en el nuevo acuerdo un énfasis mucho más importante en la medición del capital tangible en el sistema financiero.

Gráfico 4. Transición de los requerimientos mínimos de capital



Fuente: elaboración Anif con base en BIS.

alto poder (Tier 2). Esta migración deberá iniciarse antes de enero de 2013 y continuará ascendiendo hasta 2019 (ver gráfico 4).

Se han introducido dos nuevos conceptos de capital: i) “amortiguador para la conservación del capital”; y ii) “amortiguador anticíclico”. En el primer caso, se contempla un 2.5% adicional de capital representado por capital tangible. Esto para asegurar que los bancos tengan capital disponible adicional para enfrentar momentos de turbulencia financiera. En el segundo caso, se buscará un “colchón anticíclico” en el rango 0%-2.5% del capital, compuesto únicamente por capital tangible. El monto exacto dependerá de las circunstancias propias de cada país.

Aquellos bancos que encierran “potencial riesgo sistémico” (por su tamaño) deberán tener capacidad superior a la del promedio para absorber pérdidas. En la práctica ello implicará contar con capital tangible superior al 7% antes estipulado. Los resultados de las pruebas de estrés (*stress tests*), llevadas a cabo en 2009 y 2010, hicieron evidente la conveniencia de que así sea. Adicionalmente, dado que los problemas de liquidez rápidamente se pueden

convertir en problemas de solvencia, también se introdujo una razón de liquidez (corto plazo) a partir de 2015 y una de fondeo (largo plazo) a partir de 2018 para todo el sistema.

Entre tanto, una de las medidas más interesantes para disuadir la especulación tiene que ver con la llamada “Regla Volcker”. Esta norma, aprobada a través de la Ley Dodd-Frank, establece límites al uso del capital del banco para hacer corretaje (el llamado *proprietary trading*) y para invertir en fondos de cobertura y de capital privado. La Ley acota al 3% el capital disponible para la realización de estas actividades que, adicionalmente, deberán estar registradas ante la SEC.

En conclusión, el reciente anuncio del Comité es la “cuota inicial” de lo que seguramente se conocerá a nivel global como Basilea III. Bien sabemos que Basilea II, tras arduos trabajos durante 1999-2004, resultó insuficiente para prevenir una de las peores crisis financieras del mundo moderno. En esta ocasión la regulación confía mucho menos en la sabiduría del mercado o de las calificadoras de riesgo y le apuesta a tener a mano suficiente liquidez y capital tangible para enfrentar los insalvables ciclos económicos.

Consolidación institucional. Se hace necesaria la introducción de cargos adicionales de capital para enfrentar eventuales impagos o eventos de riesgo en los libros de negociación. La herramienta que sugiere el FMI (2010) para mitigar este riesgo es imponer una suerte de contribuciones preventivas (*capital surcharge*). Esto quiere decir que las entidades con importancia sistémica tendrían que tener colchones adicionales de capital o liquidez establecidos por los reguladores. El objetivo es generar “casos preventivos” frente a riesgos sistémicos y no esperar a que sea el fisco el que tenga que aportar a la hora del salvataje, una vez se hace evidente el *riesgo moral* con que pueden haber actuado los grandes bancos.

Así, gobiernos como el de Suiza han decidido imponer una contribución adicional a sus bancos transnacionales para mitigar el efecto del fenómeno conocido como “demasiado grande como para dejarlo quebrar”. Esta contribución equivale a un capital tangible adicional del 3%, con lo que el requerimiento de este tipo de capital de los bancos suizos ascendería al 10% con las nuevas reglas de Basilea. Sin embargo, gobiernos como los de Fran-

cia, Japón y Alemania se han opuesto con vehemencia a estas contribuciones adicionales, por considerar que castigan innecesariamente a su sistema financiero que sí mantuvo su solvencia durante la crisis. Esto ha llevado a que el Comité de Basilea descarte, al menos por ahora, la imposición de este tipo de medidas a los bancos con implicaciones sistémicas importantes.

Entre tanto, el FMI (2010) propuso el cobro de dos impuestos globales para mitigar, precisamente, los riesgos que las instituciones transnacionales suponen para la estabilidad financiera. El primero de ellos es la *contribución a la estabilidad financiera*, cobrada a todos los pasivos excepto a los depósitos, con el objetivo de disuadir una

que Suiza, ya existen jurisdicciones que están contemplando su implementación. Estas actuaciones individuales pueden ser peligrosas, pues incentivarían los arbitrajes regulatorios que, en principio, fueron uno de los detonantes de la crisis 2007-2009.

Capital contingente. Éste debe funcionar como un *seguro de capital*. El propósito es incentivar el uso de los instrumentos de capital contingente como forma complementaria de fondeo. El capital contingente no es un sustituto para la titularización, porque no implica que los activos por fuera del balance sean transferidos a los mercados de capitales, sino que los riesgos asociados con los activos

nexiones tendrían que emitir cierta porción de su capital como deuda subordinada convertible o como acciones preferenciales con un disparador a acciones ordinarias, que se ejecutarían por decisión de un tercero (el regulador sistémico). Esto se realizaría en caso de una reducción en el capital o debido a la materialización de una crisis sistémica.

Raghuram Rajan (2009) también ha sido partidario de utilizar esquemas basados en “regulaciones contingentes flexibles”. La idea consiste en que a los bancos se les obligue a emitir bonos de deuda comercial especial. En épocas de crisis, el regulador tendría la potestad de obligar a los bancos a convertir esos bonos en capital adicional, para mantener los indicadores de solvencia bancaria dentro de ciertos parámetros “normales”.

Sin embargo, este tipo de fórmulas es complejo de implementar durante una crisis, pues el solo hecho de dar la señal de conversión de dichos bonos en capital podría generar problemas de “estigma” y agravamiento de la crisis. En cambio, consideramos que el pragmatismo mostrado por el esquema de provisiones anticíclicas de España y Colombia ha funcionado bastante bien. Si bien es cierto que el monto relativo de provisiones pudo haberse quedado corto, especialmente en el caso de España, éste puede complementarse mediante la aplicación de la “retención voluntaria de utilidades”, tal como se hizo en Colombia al finalizar 2008.

ii) Sobre la gestión de los riesgos

Agencias calificadoras de riesgo.

El FMI (2010) ha propuesto que estas instituciones refinen sus modelos de calificación. Por ejemplo, algunas instituciones proponen introducir escalas diferenciadas de calificación para los productos de crédito estructurados, posiblemente con denominaciones que indiquen el riesgo de rebaja en calidad (*downgrade risk*).

El capital contingente no es un sustituto para la titularización, porque no implica que los activos por fuera del balance sean transferidos a los mercados de capitales, sino que los riesgos asociados con los activos subyacentes sean retenidos por el emisor.

expansión excesiva de los activos frente a la verdadera solvencia del banco. La segunda corresponde al *impuesto a las actividades financieras*, un tributo sobre la utilidad neta (de donde se pagan los bonos a los ejecutivos). El Fondo estima que el recaudo de estos impuestos podría alcanzar entre el 2% y el 4% del PIB de cada país en un horizonte de mediano plazo (3-5 años).

Si bien estos impuestos buscan disuadir el riesgo moral que surge del llamado “demasiado grande como para quebrar”, es menos distorsionante y más operativo a la hora de diseñar una política de competencia y de capital bancario apropiado. Hasta ahora, los países del G-20 no se han puesto de acuerdo sobre la necesidad o el monto de estos impuestos, aunque, al igual

subyacentes sean retenidos por el emisor. Según el FMI (2010), este capital contingente permitiría solucionar algunos problemas fundamentales de alineamiento de incentivos.

De adoptarse, los reguladores exigirían a las entidades con riesgo sistémico adquirir este seguro de capital, pagando una prima anual o un *spread* sobre la tasa de interés. El valor del seguro se desembolsaría ante la materialización de un evento, con lo que la institución podría usar los recursos para fortalecer su capital. A partir de los aportes de este seguro, se constituiría un fondo para rescatar a la institución en caso de una crisis.

Ésta es también una manera de administrar el riesgo sistémico. Las instituciones con grandes interco-

Gráfico 5. Una propuesta de cuerpo regulador mín/máx: aplicación al caso de las calificadoras de riesgo



Fuente: elaboración Anif.

En el fondo, se trata de resolver el problema de principal-agente que aparece cuando el calificado le paga directamente al calificador. Una de las soluciones propuestas implica la intervención de un tercero, que podría ser el regulador, quien debe interponerse en la operación, garantizando transparencia e independencia a la hora de otorgar dicha calificación (ver gráfico 5). Ello permitiría una reducción en los costos y disminuiría los incentivos perversos de la agencia calificadora a ocultar riesgos del balance del calificado y elevaría la transparencia, especialmente en instrumentos derivados.

Riesgos de titularización y derivados. Los problemas en el mercado de derivados estructurados exigen corregir el modelo de originar y distribuir titularizaciones. Este esquema permitió a muchas instituciones financieras sacar de sus balances el riesgo de crédito que ellos mismos emitieron, con lo cual debilitaron los mecanismos de monitoreo y originación. La nueva regulación asegura que los emisores mantengan una porción del riesgo que ellos originan.

La Ley Dodd-Frank establece que el titularizador y el originador deben retener el 5% de la titularización, con algunas provisiones respecto del subyacente. Si bien esta medida va en el sentido correcto, el monto luce

inocuo para disuadir los excesos en este mercado. Sin embargo, la Ley favorece una política de revelación de información más estricta, lo cual debe llevar a hacer “debidas diligencias” más precisas y a moderar parcialmente el problema de principal-agente en las titularizaciones.

Para establecer una base de inversión más amplia que apoye la transferencia del riesgo por fuera del sector bancario, es esencial que inversionistas como las compañías aseguradoras, los fondos mutuos o los fondos de pensiones regresen a los mercados privados de titularizaciones. No obstante, ello requiere un cambio de paradigma de las firmas financieras, principalmente respecto a la divulgación de información sobre métodos de valoración. En particular, es necesario revisar la valoración de productos de crédito estructurados.

Si los problemas de incentivos son tratados adecuadamente, algunos tipos de productos titularizados, como los *collateralized default obligations squared* deberían desaparecer, ya que estos títulos ocultan graves problemas de fondeo (alto apalancamiento y descalce de madurez) y dificultan las “debidas diligencias” de los subyacentes involucrados (por ejemplo, la calidad de las hipotecas y de su otorgamiento). En general, se requiere la estandarización de algunos compo-

nentes de los productos financieros estructurados. Ellos deben propender por: i) incrementar el entendimiento de los riesgos involucrados; ii) facilitar la liquidez del mercado secundario; iii) mejorar los métodos de valoración; y iv) facilitar el desarrollo de cámaras centrales de contraparte.

Riesgos de crédito y de contraparte. Otro cambio importante que se está considerando es obligar a los establecimientos bancarios a transar sus derivados OTC a través de entidades de contrapartida central. Ello requerirá un mejoramiento sustancial de la infraestructura de mercado. Aunque esta asignación probablemente alivie el riesgo sistémico al reducir el riesgo de contraparte asociado a la negociación de estos contratos, habrá costos de transacción que se deben repensar; por ejemplo, cuando quiera que la contraparte central exija una garantía elevada.

Arbitraje regulatorio. Dadas las fallas en capital bancario y la materialización de distintos riesgos, se hace necesario fortalecer algunas partes en la cadena regulatoria, como la recolección de datos o la supervisión cuantitativa. El refuerzo de la infraestructura financiera requiere de una aproximación centralizada a la supervisión de riesgos sistémicos o macroprudenciales.

De hecho, distintas entidades, principalmente la Reserva Federal (2009) y el FMI (2010), abogan por una regulación macroprudencial. Ello implica que las autoridades deben converger hacia una supervisión consolidada de riesgos que no sólo analice cada entidad en particular. Este nuevo modelo de supervisión debe entonces incluir la predicción macroeconómica, la vigilancia a los establecimientos financieros e, incluso, la administración del sistema de pagos.

Con esta propuesta se pretende que los mandatos de los bancos centrales y de los reguladores y supervisores incluyan explícitamente la estabilidad financiera, además de delinear quién es el líder en regulación sistémica. En particular, el FMI sugiere la creación de un regulador unificado para resolver parte del conflicto de incentivos que crea la separación de las facultades. Esta entidad se encargaría de supervisar problemas de liquidez, solvencia y otros riesgos.

La consecución explícita de la estabilidad financiera redundaría en una mejor capacidad de hacer política monetaria. En este objetivo surgen retos importantes que requieren de una ampliación de la supervisión cuantitativa. En otras palabras, es necesario dotar a los reguladores con herramientas adecuadas para analizar

todos los riesgos de las instituciones bajo su supervisión.

Una pieza clave del monitoreo hacia el futuro tendrá que ver con las llamadas pruebas de estrés (*stress tests*). La Reserva Federal, junto con el Departamento del Tesoro, realizó una prueba de estrés del capital de los principales bancos de Estados Unidos durante el primer semestre de 2009. El *Supervisory Capital Assessment Program* (SCAP) es un instrumento crucial que debería convertirse en una de las guías de la regulación macroprudencial, en la medida en que se evalúan las interconexiones sistémicas de las instituciones. Este análisis permitió determinar las pérdidas que tendrían que asumir las entidades ante choques macroeconómicos adversos y los efectos totales sobre su salud financiera (Anif, 2009). Un ejercicio similar realizaron en Europa la Comisión Europea y el BCE durante el primer semestre de 2010 (ver cuadro 4).

Las pruebas de estrés financiero son muy útiles para los supervisores, pues sólo de esta manera pueden evaluar de forma comprensiva la salud financiera de las instituciones y controlar las expectativas en momentos difíciles. Las pruebas aplicadas en Estados Unidos fueron exitosas en establecer cuáles eran los problemas más graves de los grandes bancos y

así inducir su rápida capitalización. Ello derivó en unos requerimientos de capital por US\$75.000 millones que, en algunos casos, tuvieron que ser completados con recursos gubernamentales a través del TARP.

Sin embargo, las pruebas de estrés en Europa han sido criticadas por no ser suficientemente ácidas. A diferencia de Estados Unidos, la medición de la salud de los bancos europeos se complica por la diversidad de intervenciones gubernamentales y de políticas bancarias. Así, por ejemplo, las pruebas no contemplaron la posibilidad de que algunos países de la zona euro dejaran de pagar su deuda, reemplazando este escenario por un *haircut* de títulos soberanos. Adicionalmente, los supuestos de desaceleración macroeconómica eran más bien suaves, lo cual ha generado suspicacias por parte del mercado.

Los resultados de las pruebas de estrés europeas muestran que el país más afectado fue España. La crisis se transmitió a España debido a que el sistema de provisiones anticíclicas no aplicaba a las llamadas *cajas* (fundaciones financieras sin ánimo de lucro... al menos declarado). Las pruebas revelaron que el sistema financiero español se encuentra débil y ello llama a incrementar su capital.

Entre tanto, el FSB sugiere que los reguladores y supervisores comuniquen tempranamente a cada firma sus consideraciones acerca de la calidad en el manejo de los riesgos y su grado de exposición. En este sentido, la entidad sugiere la creación de un colegio internacional de supervisores para mejorar el intercambio de información y la cooperación entre las autoridades. Todo ello debe redundar en una mejor gestión de los riesgos de las firmas financieras globales.

Asimismo, para mejorar la regulación transfronteriza y transfuncional, es importante fortalecer la infraestructura financiera global para disminuir el riesgo sistémico proveniente de

Cuadro 4. Resultados de las pruebas de estrés al sistema bancario

	Estados Unidos	Europa
Total	19	91
Aprobado	9	56
En riesgo		28
No aprobado *	10	7
Requerimientos de capital (US\$ miles de millones)	75	4.7

* Razón de capital Tier 1 inferior al 6%.

Fuente: cálculos Anif con base en NYTimes y CEBS.

la exposición internacional a contrapartes. Ello implica avanzar en la homologación regulatoria.

iii) Sobre la regulación y la disciplina de mercado

Compensación a los ejecutivos.

Uno de los puntos fundamentales en la gestión de los riesgos de las instituciones tiene que ver con la manera en que se compensa a los ejecutivos. La efectividad de las medidas que se tomen en este sentido depende, en buena parte, de una mayor coordinación internacional. Esto implica unificar puntos importantes en la regulación internacional, dado que se requiere alinear los incentivos entre el desempeño de la firma y la misma asunción de riesgos.

En efecto, el esquema de compensación debe proveer los incentivos correctos para mantener una razón adecuada de capital y amortiguadores idóneos de liquidez. El objetivo debe ser que los ejecutivos tomen decisiones que reafirmen la viabilidad de la firma a largo plazo y se disminuya la probabilidad de materialización de los riesgos sistémicos. En otras palabras, las compensaciones deben tener un control regulatorio fijado a través de estándares de gobierno corporativo, donde las juntas directivas deben supervisar efectivamente lo que realiza la institución.

The Economist (2009) ha insistido en algo que los académicos habían estado sugiriendo de tiempo atrás: que las bonificaciones deberían ser moderadas y estar atadas a criterios de largo plazo, evitando que éstos le den prioridad a los criterios “disparadores” de dichos bonos, tales como las simples ventas brutas o las utilidades de tipo contable. En muchas ocasiones se ha descubierto que los bonos tienen disparadores que en realidad dependen del ciclo económico y no de la gestión adicional que pueda realizar el cuerpo directivo.

De este modo, en abril de 2009, el FSB estableció que los esquemas de compensaciones deben estar alineados con una asunción prudente de riesgos y con un desempeño sostenible de la firma en el largo plazo. En este paquete se incluyen medidas esenciales para crear estos incentivos. Además, se busca asegurar que los bancos tengan un gobierno corporativo sólido, una supervisión efectiva y el compromiso de los accionistas en el diseño y el pago de las compensaciones.

Así, los bonos por desempeño deberían estar reservados sólo a casos excepcionales y comprometer una pequeña porción de los salarios. Para la mayoría de los casos, el esquema más eficiente consiste en dejar que las juntas directivas monitoreen de cerca las presidencias ejecutivas de las firmas y se aseguren de que éstas operan bajo criterios de “salarios de eficiencia”, haciendo redundante el esquema de las bonificaciones. De forma similar, el cuerpo gerencial puede hacer lo propio

al interior de la firma, donde los más capacitados irán escalando posiciones y haciendo carrera dentro de ella.

Vehículos fuera del balance. Es también fundamental incrementar la regularidad en el monitoreo y la evaluación de los vehículos fuera del balance. Ello elevaría la transparencia en el mercado, especialmente si implica la consolidación de esos instrumentos en los estados financieros del banco. Indudablemente, todo esto viene de la mano de una vigilancia regulatoria mejorada sobre estos instrumentos.

Estándares de valoración y divulgación. A los supervisores se les insta a elevar los requerimientos de divulgación. En esos términos, la Junta Internacional de Estándares Contables (IASB) debe acelerar el mejoramiento de los estándares de consolidación y divulgación para los vehículos fuera del balance y debe definir cómo converger a esos estándares internacionales. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anif (2009), “Regulación financiera: características locales en un mundo globalizado”, revista *Carta Financiera* No. 144 de Oct-Dic.
- Bank of International Settlements (2010a), “Assessing the Macroeconomic Impact of the Transition to Stronger Capital and Liquidity Requirements”, *Macroeconomic Assessment Group interim report*, August.
- Bank of International Settlements (2010b), “Group of Governors and Heads of Supervision Announces Higher Global Minimum Capital Standards”, *Press Release*, September.
- Clavijo S., Rojas C.I., Castro M. y Stopher D. (2008), “Adaptación e implementación del Nuevo Acuerdo de Basilea en Colombia”, revista *Carta Financiera* No. 144 de Oct-Dic.
- Institute of International Finance (2010), “Cumulative Impact on the Global Economy of Proposed Changes in the Banking Regulatory Framework”, *Interim Report*.
- International Monetary Fund (2010), *Global Financial Stability Report*, April.
- Rajan R. (2009), “Cycle-Proof Regulation”, *The Economist*, April 11.
- Reinhart C. y Rogoff K. (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
- Reserva Federal (2009), “Financial Regulation in the Wake of Crisis”, Governor Daniel K. Tarullo at the Peterson Institute for International Economics.
- The Economist* (2009), “Easy Does it. Barack Obama Needs to Damp Down the Fury over Bonuses, not Add to It”, en <http://www.economist.com/node/13326168>.

El camino hacia Basilea III: consideraciones para Colombia

Laura Clavijo *

Introducción

La reciente crisis internacional dejó importantes lecciones en materia de estabilidad financiera, incluyendo el riesgo latente que presentan entidades “*too big to fail*”, las dificultades para la medición y control del riesgo sistémico, la importancia de una adecuada gestión de riesgos financieros, excesivo apalancamiento, baja calidad del capital y deficiencias en reservas de liquidez, el riesgo latente circunscrito a vehículos fuera de balance, distorsiones de incentivos (calificadoras de riesgo), y acerca de las bondades de una mayor transparencia y revelación de información.

En el último año, estas lecciones se han traducido en importantes modificaciones al marco regulatorio global, los cuales se encuentran plasmados en el nuevo acuerdo conocido como Basilea III¹, cuyos objetivos fundamentales son los de:

- Mejorar la calidad del capital para que los bancos puedan absorber pérdidas.

- Elevar requerimientos mínimos de capital (especialmente en lo referente a capital ordinario).
- Aumentar la cobertura de activos con alta exposición de riesgo de contraparte (ej. titularizaciones, derivados, vehículos fuera de balance).
- Introducir coeficiente de apalancamiento para permitir su efectivo control.
- Introducir coeficiente de cobertura de liquidez para corto y largo plazo.
- Fortalecer las normas que rigen el proceso supervisor (Pilar 2) y de divulgación de información (Pilar 3).
- Promover la anticiclicidad del capital y del crédito (mediante la definición de un colchón contracíclico y un colchón de conservación).

Este nuevo acuerdo se presentó preliminarmente en diciembre de 2009, y se formalizó un año más tarde con la publicación de Basilea III: A Global Regulatory Framework for more Resilient Banks and Banking Systems². La implementación de dicho acuerdo se enmarca en un cronograma que comienza en 2013 y se extiende hasta el año 2018, año en que entraría

a regir plenamente el nuevo acuerdo para los países que hayan decidido adoptarlo (actualmente se incluyen los países de la Unión Europea y otros países desarrollados).

El camino hacia Basilea III será largo, probablemente costoso y será diferente para cada jurisdicción. En su implementación es importante no perder de vista el camino que el mundo ha recorrido para llegar hasta ahí, las lecciones que dejan las crisis financieras de las últimas décadas y los retos que presupone un sistema financiero globalizado y dinámico.

* Subdirectora de Metodologías de Supervisión y Análisis de Riesgos de la Superintendencia Financiera de Colombia. Email: lclavijo@superfinanciera.gov.co.

Las opiniones aquí expresadas así como los errores u omisiones son responsabilidad exclusiva del autor y no comprometen a la entidad a la que se encuentra vinculada.

¹ BCBS (2010), “La respuesta del Comité de Basilea a la crisis financiera: informe al G-20”, Reporte de Prensa, octubre.

² BCBS (2010), “Basilea III: A Global Regulatory Framework for more Resilient Banks and Banking systems”, Reporte de Prensa, diciembre.

Con esto en mente, y sin desconocer que el camino hacia Basilea III aún no ha sido trazado en Colombia, el momento parece ser oportuno para analizar las recomendaciones que este organismo propone en materia de regulación y supervisión financiera, para comenzar a debatir acerca de cómo podría ser nuestro recorrido hacia un sistema financiero más robusto, transparente y sostenible.

Basilea y su evolución

A continuación se resumen, a grandes rasgos, los hechos históricos que han marcado la evolución de Basilea, y las principales contribuciones que ha dejado cada uno de los acuerdos suscritos (cuadro 1). De esta revisión se desprenden algunas interesantes generalidades que ayudan a entender el contexto en el que

se desarrolla el más reciente acuerdo de Basilea III.

Generalidades acerca de la evolución de Basilea

El proceso de implementación, revisión y adecuación de Basilea es un proceso dinámico y continuo. Generalmente dichos acuerdos cuentan con extensos períodos de transición

Cuadro 1. Evolución de Basilea y su contexto económico

	Basilea I (1988)	Basilea II (2004)	Basilea III (2010)
Contexto histórico	- Desbalances económicos persistentes a finales de los años setenta (alta inflación, estancamiento económico, volatilidad cambiaria). - Notable caída de los niveles de capital de grandes bancos en Estados Unidos en la década de los años setenta, por auge crediticio sin adecuada gestión del riesgo. - Crisis de mediados de los años ochenta en Estados Unidos, conocida como “<i>Savings and Loans Crisis</i>”, desata quiebras bancarias mundiales. - Existencia de asimetría regulatoria promueve reubicación de riesgos a jurisdicciones con menores estándares.	- Crisis cambiarias y bancarias durante los años noventa en distintos países (Rusia, México, sureste asiático) causan estragos en sistema financiero mundial. - Adicionalmente se presenta colapso del mercado hipotecario de economías en recesión. - Innovación financiera y globalización justifican una mejor medición de riesgos. - Crisis financiera “<i>dotcom</i>” de 2001 revela debilidades en sistemas contables de grandes corporaciones.	- Crisis <i>subprime</i> (2007-2009), causada por caída del mercado hipotecario en Estados Unidos y la desvalorización que produjo a instrumentos financieros complejos. - Crisis pone en evidencia una inadecuada gestión de riesgo, fallas en materia de gobierno corporativo, falta de transparencia (vehículos fuera de balance) y excesivo apalancamiento. - Interconexión entre entidades y a través de jurisdicciones evidenció exposición al riesgo sistémico.
Principales contribuciones	- Definición común de capital (Tier 1 y Tier 2). - Requerimientos mínimos de capital para bancos internacionalmente activos. - Armonización de estándares a nivel internacional. - Cargos de capital a activos “fuera del balance”.	- Enfoque basado en tres pilares: (1) Requisitos de capital. (2) Proceso de supervisión. (3) Disciplina de mercado. - Incorpora metodologías para medición y gestión de riesgo de mercado y riesgo operacional. - Adopción de enfoque de modelos internos (IRB).	- Fortalecimiento de la calidad del capital y liquidez para aumentar la resistencia del sector bancario. - Implementación de requisitos mínimos sobre nivel de apalancamiento. - Introducción de colchones adicionales de capital para mitigar el riesgo sistémico y la prociclicidad del capital.
Período de implementación	1988-1992 (5 años)	Período de transición general: 2004-2006 (3 años) Período de transición para modelos avanzados: 2004-2007 (4 años)	Período de observación: 2011-2012 (2 años) Período de transición: 2013-2018 (6 años)
Principales revisiones	1991, 1994, 1995, 1996	2005, 2006, 2009	

Fuente: elaboración propia, basado en Tarullo (2008) y BCBS (2010).

para su completa adopción y reciben numerosas revisiones durante dichos períodos. La extensión de los tiempos de implementación ha sido en ocasiones criticada, pues muchas veces resulta ser ligeramente inferior al tiempo que demora el estallido de una nueva crisis. Según el cronograma establecido, Basilea III estaría completamente implementado en 2018, año en que, según evidencia empírica³, podría estallar una nueva crisis financiera.

El proceso de implementación de Basilea es propio a cada jurisdicción. Precisamente, por tratarse de un proceso de implementación continuo y muchas veces lento, existen jurisdicciones que hasta ahora comienzan la implementación de Basilea I, mientras el mundo comienza a virar hacia Basilea III. Según la más reciente encuesta realizada por el Financial Stability Institute (FSI)⁴, de un total de 112 jurisdicciones entrevistadas, tan sólo 49 (de las cuales 27 tienen obligación de hacerlo por ser miembros del Comité BCBS) dicen haber completado la adopción de Basilea II antes de 2009. Es decir que menos de la mitad de aquellos países que buscaban la adopción de Basilea II no había culminado su implementación cuando la crisis financiera *subprime* comenzaba a poner en duda las bondades de dicho esquema.

La mayoría de grandes modificaciones a Basilea han precedido una crisis financiera internacional. Otra lección que se desprende de revisar la evolución que ha tenido el acuerdo de Basilea es acerca de la estrecha relación que existe entre la ocurrencia de una crisis financiera (generalmente acompañada de caídas del mercado hipotecario) y las grandes modificaciones que posteriormente incorpora Basilea. Incluso cabe preguntar si la causalidad va también en sentido contrario; es decir, que Basilea no

sólo responde a la crisis, sino que posiblemente juega un rol en generarla.

La innovación financiera presenta el reto más grande para la regulación. Uno de los desafíos más grandes en materia regulatoria tiene que ver con el desfase existente entre el rápido desarrollo de nuevos y complejos productos financieros y la capacidad con que el regulador puede responder de manera ágil a dichos avances. Además, en muchos casos la adecuada gestión del riesgo se imposibilita por la existencia de vehículos por “fuera de balance” y carencias en la revelación contable.

Existencia de arbitraje regulatorio ha llevado a la adopción de estándares unificados. La adopción de estándares internacionales propuestos por Basilea cada vez cobra más fuerza en un contexto globalizado. El arbitraje regulatorio en la mayoría de casos es producto de la asimetría presente a través de jurisdicciones, tipo de entidades o inclusive instrumentos financieros.

A continuación se resumen las principales contribuciones que ha tenido cada régimen de capital, lo que permite dilucidar sobre las bondades y debilidades de los distintos acuerdos y contribuye a trazar el camino que conduce a Basilea III.

Basilea I

El acuerdo de capital internacionalmente conocido como Basilea tiene su origen a mediados de la década de los años ochenta, cuando reguladores internacionales se sentaron a definir un esquema para mitigar el latente riesgo de insolvencia que presentaban algunos bancos internacionalmente activos. El acuerdo que fue finalizado en 1988 tenía como objetivo principal determinar una definición común de capital (adoptando un enfoque y estableciendo categorías de ponderación de riesgo). El esfuerzo

fue enorme, pues resultaba ser un genuino intento por unificar estándares de capital a través de distintos países (inicialmente orientado a países del G10), pero sobre todo porque sería la primera vez que un acuerdo de capital tendría “dientes”. Basilea I adoptó un enfoque escalonado para la definición de capital, incluyendo el capital básico (Tier 1), y el capital adicional (Tier 2), y estableció niveles mínimos requeridos.

Basilea II

El proceso de discusión y diseño que forjó el acuerdo de Basilea II fue completamente distinto al desarrollo que tuvo el régimen anterior, principalmente porque en esta oportunidad se contaba con experiencia de más de una década en esta materia y porque los supervisores bancarios coincidían en gran medida respecto a las deficiencias que presentaba Basilea I. Las discusiones que llevaron a la concepción de este segundo acuerdo comenzaron en 1999 con la expedición del primer documento consultivo. Le siguieron dos documentos consultivos adicionales y numerosas revisiones en el transcurso hasta 2004, año en que se publicó el texto final que daba vida a Basilea II.

Conceptualmente, Basilea II significó una reingeniería en su enfoque y el resultado de ello es el esquema de tres pilares que conocemos hoy día (cuadro 2). El objetivo de la estructura adoptada en Basilea II era el de enmarcar la adecuación del capital dentro de un proceso integral, que comprende en la definición del capi-

³ Reinhart y Rogoff (2010) estiman que en promedio ocurre una crisis financiera de talla mundial cada década.

⁴ Financial Stability Institute (2010), “2010 FSI Survey on the Implementation of the New Capital Adequacy Framework”, BIS Occasional Paper No.9, August.

tal y sus niveles mínimos requeridos (Pilar 1), recomienda acerca de las mejores prácticas para el proceso de supervisión (Pilar 2) y promueve mayor transparencia y disciplina de los mercados (Pilar 3).

Una de las principales debilidades que presentaba el acuerdo original tenía que ver con su enfoque simplista frente a la medición de riesgos, no sólo porque estaba orientado exclusivamente hacia el riesgo de crédito, sino por la forma esquemática en que ponderaba dicho riesgo. Si bien Basilea I sufrió una revisión en 1996 que incorporaba cargos de capital por riesgo de mercado, su verdadero desarrollo fue profundizado en Basilea II, y fue en esta oportunidad en que se incluyó por primera vez el capítulo referente a riesgo operacional.

La ampliación del espectro de cargos de capital por riesgos financieros estuvo soportada por un andamiaje metodológico muchísimo

más robusto. Al tradicional enfoque de ponderación de riesgos basados en definiciones estándar, se introdujo el enfoque de modelos internos (“*internal ratings based*” o IRB). En esencia, IRB permite a las entidades realizar sus propias estimaciones de la probabilidad de incumplimiento de sus exposiciones al riesgo. Este nuevo enfoque quizás representa la contribución más importante de Basilea II.

Basilea III: el nuevo acuerdo de capital

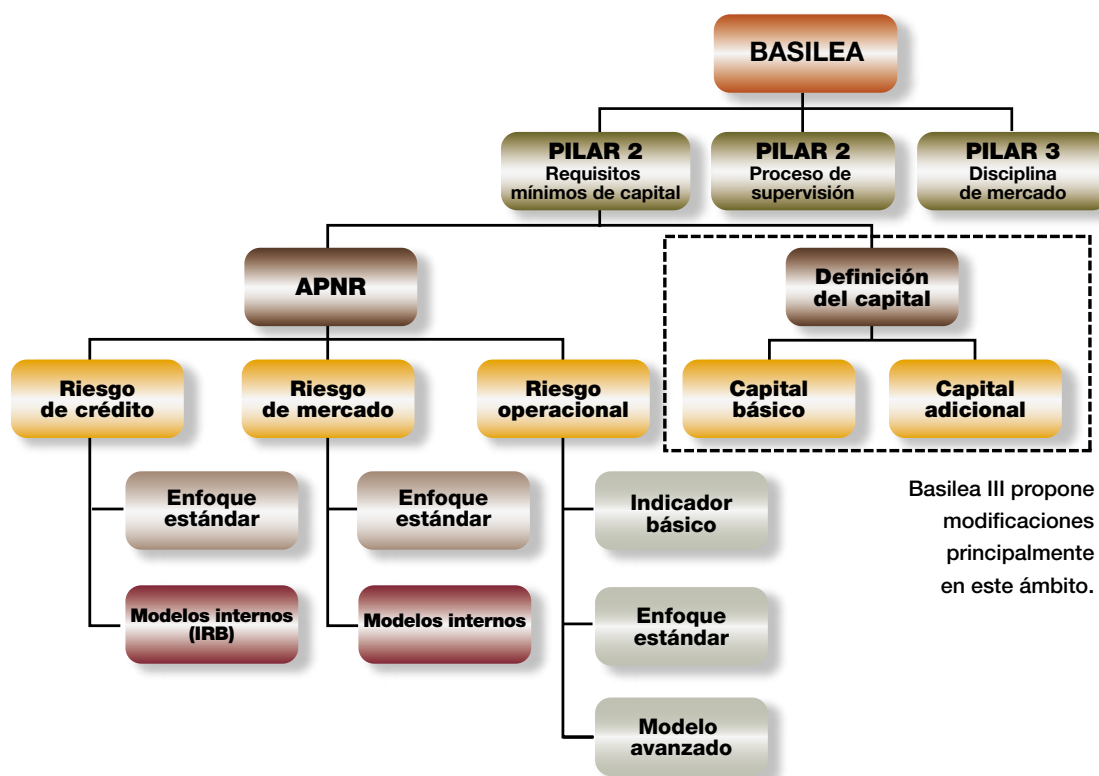
Anterior a los hechos que marcaron la crisis financiera de 2008-2009, el sistema financiero internacional avanzaba en la implementación de Basilea II y continuaba realizando mejoras a dicho acuerdo; sin embargo, el mundo permanecía ciego ante sus temibles debilidades y la erosión de capital de calidad que se desenvolvía. Para no ir tan lejos, la Reserva Federal aprobó la

reglamentación final para implementar Basilea II en Estados Unidos, aplicando obligatoriedad a bancos grandes e internacionalmente activos, tan sólo en noviembre de 2007, esfuerzos que fueron interrumpidos por la crisis que irrumpió a mediados de 2008. El daño estaba hecho: los niveles de capital exigidos por Basilea II probaron ser insuficientes⁵ y de dudosa calidad... y lo demás es historia.

Si bien Basilea III está orientado más hacia el fortalecimiento del Pilar 1 (sobre todo lo referente a la definición del capital y su nivel de requerimiento), dicho acuerdo hace parte de un paquete más completo

⁵ Según estimativos, el capital regulatorio de los 20 mayores bancos estadounidenses, los cuales representan casi dos tercios del total de activos bancarios, se ubicó en un promedio del 11.7% en 2007, equivalente a casi el doble de lo exigido por Basilea del 8%.

Cuadro 2. Los tres pilares de Basilea



de recomendaciones, incorporando mejoras en distintos aspectos. A continuación se resumen las principales misivas de Basilea III.

Fortalecimiento del capital

Como se mencionó anteriormente, uno de los principales objetivos del nuevo acuerdo de Basilea es el de robustecer la capacidad del capital de absorber pérdidas, lo cual implica no sólo una limpieza del capital, sino también un endurecimiento de los niveles mínimos requeridos y una mejor cobertura de los activos por riesgo.

$$\frac{\text{Calidad Capital}}{\text{R. Crédito} + \text{R. Mercado} + \text{R. Operacional}} \geq 8\%$$

Cobertura del riesgo

El cuadro 3 proyecta la evolución que ha tenido el capital y resume la nueva definición de Basilea III, para la que se plantean los siguientes grandes cambios:

Calidad del capital: atendiendo las debilidades expuestas por la definición anterior de capital, Basilea III redefine los componentes de Tier 1, enfatizando el papel del “*common equity*”⁶, o capital tangible, y limitando las deducciones admisibles. Por el lado del Tier 2 se simplifica la definición y se limita a instrumentos con verdadera absorción de pérdidas. Por último, se elimina la categoría de nivel Tier 3.

Cobertura del riesgo: para mejorar la cobertura de los activos por riesgos, Basilea III introduce mejoras en la ponderación de riesgos para titularizaciones complejas y exposiciones de vehículos fuera de balance e imparte nuevas reglas sobre la cobertura del riesgo de crédito de contraparte. Además introduce mejoras a la metodología

de cálculo del “valor en riesgo” (VaR).

Requerimientos mínimos: a pesar de mantener el nivel total requerido de capital del 8%, Basilea III es mucho más exigente (gráfico 1), pues establece niveles mínimos de Tier 1 “*common equity*” de por lo menos el 4.5% (contrario al 2% contemplado por el acuerdo anterior).

A diferencia de Basilea II, el nuevo acuerdo complementa el régimen de capital mediante límites al apalancamiento y la definición de colchones (*buffers*) adicionales, permitiendo que los requerimientos de capital asciendan por encima del 8% hasta niveles del 13% (o incluso más, de

tratarse de entidades sistémicamente importantes).

Coefficiente de apalancamiento: propone la calibración preliminar de un coeficiente de apalancamiento de Tier 1 de mínimo el 3%, incluyendo exposiciones por dentro y fuera del balance, y exposiciones incurridas con instrumentos derivados.

Colchón de conservación de capital: el propósito de este componente de capital es el de asegurar que los bancos mantengan su capacidad de absorber pérdidas durante períodos de tensión financiera. La metodología para su cálculo está aún por definirse y podría ser distinta según la jurisdicción.

Colchón de capital contracíclico: su objetivo es de carácter macroprudencial y consiste en proteger al sector bancario frente a períodos de crecimiento excesivo del crédito agregado. De acuerdo con las necesidades nacionales, se implementará capital adicional en un rango del 0% al 2.5%,

compuesto por acciones comunes u otros elementos con capacidad de absorción de pérdidas.

Cargo adicional para bancos sistémicamente importantes: actualmente Basilea se encuentra desarrollando una metodología para determinar cargos adicionales imputables a entidades que presentan riesgo sistémico. Ésta ha sido una de las propuestas que actualmente genera más interrogantes.

Estándares de liquidez

La estrecha relación entre solvencia y liquidez se hizo manifiesta en la crisis reciente, ya que la escasez de liquidez en momentos de tensión terminó por ahondar los problemas de aquellas entidades que incluso permanecían solventes. Por esta razón, Basilea introduce dos coeficientes de cobertura de liquidez, uno de corto y otro de más largo plazo.

Coefficiente de cobertura de liquidez (LCR): este indicador identifica la cantidad de activos líquidos, no comprometidos y de alta calidad, que mantiene una institución, que pueden ser empleados para compensar salidas de efectivo que podrían presentarse durante un escenario de estrés de corto plazo (30 días). Estos activos deben tener características como bajo riesgo de crédito y de mercado, facilidad y certidumbre en la valoración, baja correlación con activos riesgosos y ser listados en mercados de valores reconocidos y desarrollados. Asimismo, deben contar con mercados amplios y activos, presencia de hacedores de mercado comprometidos, baja concentración de mercado y estar asociados con comportamientos de “*flight to quality*” (considerarse activos refugio ante eventos de mayor aversión al riesgo).

⁶ Corresponde a acciones comunes más utilidades retenidas.

BASILEA III: CONSIDERACIONES PARA COLOMBIA

Cuadro 3. Requerimientos mínimos de capital (Pilar 1)

	Basilea I	Basilea II	Basilea III	Colombia
	(1988)	(2004)	(2010)	(vigente)
Requerimiento de capital	$\frac{\text{Capital}}{\text{R. Crédito} + \text{R. Mercado}} \geq 8\%$	$\frac{\text{Capital}}{\text{R. Crédito} + \text{R. Mercado} + \text{R. Operacional}} \geq 8\%$	$\frac{\text{Capital}}{\text{R. Crédito} + \text{R. Mercado} + \text{R. Operacional}} \geq 8\%$	$\frac{\text{Patrimonio técnico}}{\text{R. Crédito} + \text{R. Mercado}} \geq 9\%$
Capital	(Tier 1 + Tier 2) - D	(Tier 1 + Tier 2 + Tier 3) - D	(Tier 1 + Tier 2) - D	Patrimonio técnico - D (P. Básico + P. Adicional)
Tier 1 (T1)	Incluye: capital ordinario, acciones preferentes (perpetuas y no acumulativas), utilidades retenidas y reservas declaradas. Requerimiento: mínimo nivel del 4% de APNR.	Igual a Basilea I	Tier 1 Common equity Incluye: capital ordinario, acciones comunes y utilidades retenidas y reservas declaradas. Requerimiento: mínimo nivel del 4.5% de APNR. Tier 1 adicional Incluye: elementos adicionales que cumplan criterio de permanencia y capacidad de absorción de pérdidas. Requerimiento: mínimo nivel del 6% de APNR en capital Tier 1 (common equity y adicional).	Patrimonio básico Incluye: capital suscrito y pagado; reserva legal y demás reservas, ajuste de cambios y revalorización del patrimonio, utilidades retenidas, acciones representativas de capital garantía, dividendos decretados en acciones, bonos subordinados suscritos por Fogafin, interés minoritario.
Tier 2 (T2)	Incluye: reservas no declaradas, reservas para revalorización de activos, provisiones generales, instrumentos híbridos de deuda/capital y deuda subordinada. Requerimiento: mínimo nivel del 8% de APNR entre T1 y T2.	Igual a Basilea I	Incluye: igual a Basilea I, aunque limita los instrumentos elegibles, cumpliendo criterio de permanencia y capacidad de absorción de pérdidas. Requerimiento: mínimo nivel del 8% de APNR entre T1 y T2.	Patrimonio adicional Incluye: provisiones generales, ajustes por inflación, valorización de activos, bonos obligatoriamente convertibles en acciones (Boceas), superávit por donaciones.
Tier 3 (T3)	No aplica.	Incluye: instrumentos de deuda subordinada de corto plazo para cubrir riesgo de mercado. Requerimiento: mínimo nivel del 8% de APNR entre T1, T2 y T3.	Se elimina.	No aplica.
Deducciones (D)	Incluye: goodwill, inversiones en subsidiarias no consolidadas.	Incluye: se adiciona la deducción por aumento del capital producto de exposición a titularizaciones.	Incluye: se adicionan varias deducciones principalmente afectando Tier 1 Common equity (ej. impuestos diferidos (DTA), reserva por cobertura al flujo de caja, inversión en acciones propias, etc.).	Incluye: pérdidas de ejercicios anteriores y de ejercicios en curso, ajuste por inflación, inversiones en subsidiarias del exterior que no sean objeto de consolidación, inversiones en otras entidades vigiladas por la SFC que no sean objeto de consolidación.
Activos por riesgo	$\text{R. Crédito} + \frac{100}{\text{APNR}} \text{ R. Mercado}$ VaR	$\text{R. Crédito} + \frac{100}{\text{APNR}} (\text{R. Mercado} + \text{R. Operacional})$ VaR		$\text{R. Crédito} + \frac{100}{\text{APNR}} \text{ R. Mercado}$ VaR
Riesgo de crédito (APNR)	Metodología: se establece un esquema de ponderación de activos por nivel de riesgo (APNR) sencillo, utilizando cinco posibles pesos (0%, 10%, 20%, 50% y 100%).	Metodología: considera la calidad crediticia de los prestatarios (subyacentes y mitigadores), mediante dos posibles enfoques: i) <i>Estándar</i> : se adiciona al esquema Basilea I ponderación del 150%. ii) <i>Modelos internos (IRB)</i> : se estima exposición crediticia propia a cada entidad (probabilidad de incumplimiento). Se introduce metodología para exposición a titularizaciones.	Metodología: se realizan algunos ajustes a los ponderadores del APNR.	Metodología: se utilizan ponderaciones estándar (0%-130%) y se establecen por categorías generales de exposición incluidos derivados y contingentes. La aplicación de los ponderadores establecidos sobre cada exposición.
Riesgo de mercado (VaR)	Metodología: aunque inicialmente no se incluye, en la revisión del acuerdo de 1994 se define la metodología "valor en riesgo (VaR)" para calcular cargos por capital por riesgo de mercado.	Metodología: se permite, adicional al factor de riesgo establecido, factores calculados basados en modelos internos.	Metodología: se permite usar además del factor del riesgo establecido, factores calculados por la entidad (modelos internos).	Metodología: se han incorporado las recomendaciones que hasta 2008 el comité hizo en la materia. Las entidades deben incorporar escenarios de estrés en sus modelos internos.
Riesgo operacional	No se incluye.	Metodología: se establecen tres alternativas para su cálculo (básico, estándar y avanzado).	Igual a Basilea II.	No se incluye actualmente. Sin embargo, existen pautas para la recopilación de información de eventos de pérdidas.

Fuente: elaboración propia, con base en BCBS (1988), BCBS (2004), BCBS (2010) y Decreto único 2555 de 2010.

Coefficiente de financiación estable neta (NSFR): este coeficiente complementa el LCR, ya que se trata de un indicador estructural a largo plazo, orientado a corregir desajustes de liquidez.

Supervisión del riesgo (Pilar 2) y disciplina de mercado (Pilar 3)

Por último, si bien Basilea III se centra en robustecer ese primer pilar, éste no desconoce la importancia del segundo y tercer pilar. Algunas de las mejoras propuestas en esta materia se listan a continuación:

- **Pilar 2:** Basilea III busca fortalecer la gestión y supervisión de riesgos, especialmente aquellas exposiciones por fuera de balance o que generan una excesiva concentración del riesgo, reforzando mejoras en prácticas de valoración y de ejecución de pruebas de tensión. Adicionalmente, promueve las prácticas de buen gobierno y define prácticas de remuneración adecuadas.
- **Pilar 3:** atendiendo las deficiencias de revelación de información que evidenció la crisis, Basilea III exige la divulgación de datos que faciliten el control de las mejoras propuestas a los demás pilares (componentes del capital, exposiciones a vehículos fuera de balance, remuneración, etc.).

Consideraciones para Colombia

Algunos mensajes del BIS

Entendiendo que la adopción de recomendaciones de Basilea no es garantía de inmunidad ante choques financieros, el nuevo marco de Basilea III propone mejoras importantes al sistema anterior y cuenta con amplia aceptación mundial. Por ejemplo, Caruana

recomienda la adopción de Basilea III en América Latina, argumentando que se trata de una plataforma con evidentes ventajas por el lado microprudencial (fortalecimientos del capital, gestión de riesgos, divulgación de información y prácticas de supervisión), pero con novedosas herramientas para robustecer la función macroprudencial (riesgo sistémico, políticas contracíclicas y mitigación de arbitraje regulatorio).

A medida que el mundo comienza a virar hacia Basilea III, el BIS recomienda disponer de una estrategia clara y planificada para su implementación, permitiendo períodos de transición acordes a las particularidades de cada jurisdicción. Además, este proceso debe venir acompañado de una sólida supervisión, prácticas de buen gobierno y coordinación transfronteriza para minimizar los riesgos de arbitraje regulatorio. Pero incluso la implementación parcial de Basilea III - o su no adopción - también es un modelo viable y vale la pena mantener presente los siguientes mensajes emitidos por el BIS⁷:

- Basilea II NO ha muerto – tampoco lo ha hecho Basilea I (ambos continúan siendo estándares de capital viables).
- Basilea III NO reemplaza Basilea II ni Basilea I – más bien sirve de complemento a ambos estándares.
- Basilea III va más allá de los ratios de capital.

Requerimientos de capital en Colombia

Las normas adoptadas en Colombia en el espíritu de Basilea se remontan a 1989, cuando la entonces Junta Monetaria expidió las resoluciones 80 al 83, definiendo los componentes del patrimonio primario y secundario, y ordenaba que los activos ponderados por nivel de riesgo (APNR) no excedieran 12 veces el patrimonio técnico.⁸ Posteriormente, el Decreto 673 de 1994 introduce la relación

de solvencia y fija su cumplimiento mínimo del 9%, tanto de forma individual (establecimientos de crédito) como de manera consolidada con sus filiales y subsidiarias. Este mismo decreto proponía además un aumento del requisito de solvencia a niveles del 10% a partir de 2006, estándar que permaneció vigente hasta 2001 cuando fue expedido el Decreto 1720.

El Decreto 1720 de 2001 representó un acercamiento importante hacia los estándares internacionales que se discutían en el tiempo previo a Basilea II, especialmente por la introducción de cargos de capital por riesgo de mercado (VaR). Actualmente, el indicador de solvencia se calcula como la relación entre el patrimonio técnico ajustado por deducciones, y los activos por riesgo de crédito (APNR) y riesgo de mercado (VaR); esta razón debe ser como mínimo del 9% (cuadro 3).

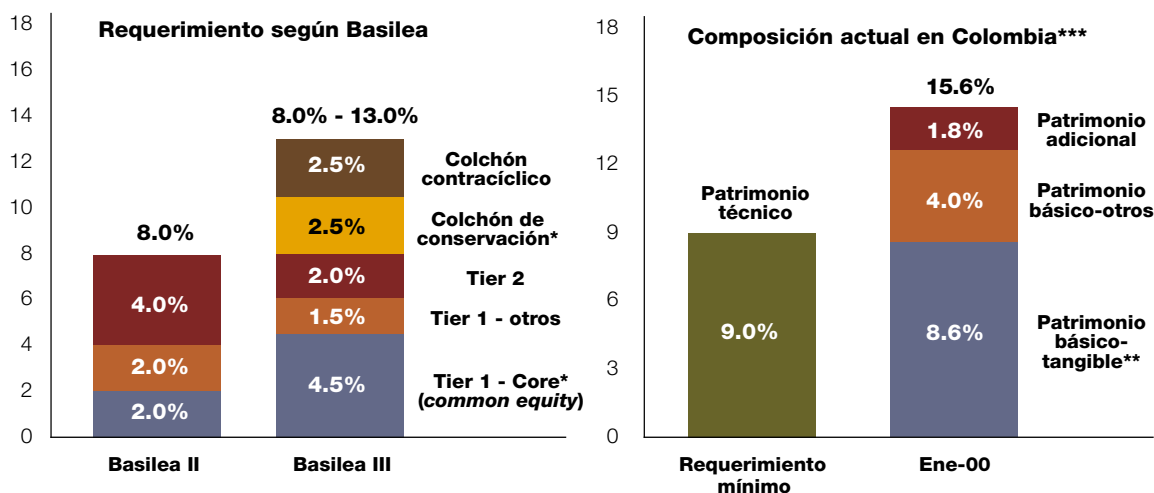
$$\frac{\text{Patrimonio técnico - Deducciones (P. Básico + P. Adicional)}}{\text{R. Crédito + } \frac{100}{9} \text{ R. Mercado (APNR) (VaR)}} \geq 9\%$$

El gráfico 1 descompone los requerimientos de capital propuestos por Basilea, y lo que actualmente opera en Colombia. Como se mencionó anteriormente, Basilea III no sólo robustece los componentes y requerimientos mínimos de capital de más alta calidad, sino que además introduce colchones adicionales. De esta manera, el nivel mínimo requerido del 8% podría ascender hasta un 13% (o incluso más, de tratarse de entidades sistémicamente importantes). En Colombia, la relación de solvencia de los establecimientos de crédito se ubicó en el 15.6% en septiembre de 2010, superando de forma amplia el requerimiento mínimo del 9%. Ade-

⁷ Roberts (2010), "The 'Basel Process' and the Recent Work to Address Financial Stability Issues", BIS Presentation, octubre.

⁸ Esto es equivalente a un indicador de solvencia cercano al 8.3%.

Gráfico 1. Composición del capital y niveles requeridos (%)



* Corresponde a acciones comunes más utilidades retenidas ("common equity").

** Corresponde a capital suscrito y pagado, más reserva legal, más utilidades retenidas.

*** Composición del patrimonio técnico de los establecimientos de crédito, como porcentaje de los activos por riesgo, definido como (APNR+100/9VeR).

Fuente: elaboración propia, con base en BCBS (2010) e información de la Superintendencia Financiera de Colombia.

más, se observa que el componente de patrimonio básico "tangible" (análogo al llamado "common equity") arroja un indicador del 8.6%, casi duplicando el estándar propuesto por Basilea III.

Aunque actualmente estos niveles parecen holgados, la situación bien podría tornarse muy distinta en un momento de deterioro o eventual crisis. Algunas de estas consideraciones se describen en la última sección.

En resumen, el régimen de capital actualmente vigente en Colombia nos ubica en algún lugar entre Basilea I y Basilea II. A comienzos de la década pasada se avanzó bastante en la adopción del esquema de pilares propuesto por Basilea II, fortaleciendo especialmente el Pilar 2, con la implementación de los sistemas de administración de riesgo (SAR) y el Pilar 3, mediante la obligatoriedad de mayor revelación de información. Sin embargo, el marco actual permanece rezagado en lo que se refiere a metodologías de ponderación de los APNR, cargos de capital por riesgo operacional y actualización del patrimonio adecuado y sus deducciones para robustecer su capacidad de absorción de pérdidas.

Carpe diem...

Aunque el camino hacia Basilea III aún no ha sido trazado en Colombia, e incluso la implementación de Basilea II no ha finalizado, el momento actual parece ser oportuno para comenzar el enrutamiento hacia un acuerdo de capital que garantice un sistema financiero robusto, transparente y sostenible. Varios motivos llevan a pensar esto.

Por un lado, en los últimos años, el país goza de mayor estabilidad macroeconómica, incluso soportando de forma decidida la reciente desaceleración mundial. El ciclo económico actualmente nos embarca en una senda de crecimiento cercana a la de largo plazo, sustentada en baja inflación y desempleo decreciente. El buen desempeño económico se ha traducido en un importante desarrollo del sistema financiero colombiano, sector que presenta excelentes utilidades en años recientes, acompañadas de sólidos niveles de solvencia (gráfico 2). En esta medida, es sensato pensar que la implementación de modificaciones al régimen de capital en tiempos buenos resulte menos costosa que en tiempos de crisis.

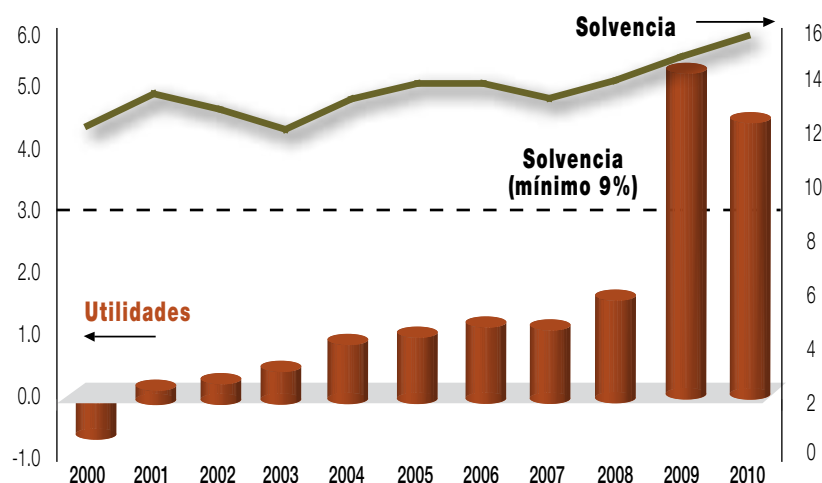
Por otro lado, se podría argumentar que los niveles actuales de solvencia de las entidades son suficientes; sin embargo, no hay plena certeza de ello. Lo cierto es que el actual régimen de capital, vigente desde comienzos de la década pasada, aún no ha sido puesto a prueba, y como consecuencia desconocemos sus debilidades. En este sentido, vale la pena examinar en detalle los componentes del patrimonio, con el objetivo de robustecer su capacidad de absorción de pérdidas.

Por último, como se argumentó anteriormente, Basilea III tiene como objetivo atacar otra serie de debilidades que evidenció la crisis. En este sentido, Colombia tiene un gran reto por delante para poder encaminarse a gestionar el riesgo de contraparte de los activos, promover holgados niveles de liquidez, controlar excesivos niveles de apalancamiento, identificar entidades con riesgo sistémico, entre otros.

Conclusiones

La reciente crisis internacional dejó importantes lecciones en materia de estabilidad financiera y evidenció

Gráfico 2. Indicadores de los establecimientos de crédito
Utilidades (Cop billones, eje izq.) y solvencia (en %, eje derecho)



Nota: dato de 2010 a septiembre. Establecimientos de crédito incluye cooperativas, pero excluye IOE.
Fuente: Superintendencia Financiera. Estados financieros sujetos a revisión por la SFC.

nece rezagado en lo que se refiere a metodologías de ponderación de los APNR, cargos de capital por riesgo operacional y actualización del patrimonio adecuado y sus deducciones para robustecer su capacidad de absorción de pérdidas.

Aunque el camino hacia Basilea III aún no ha sido trazado en Colombia, e incluso la implementación de Basilea II no ha finalizado, se podría aprovechar este momento actual de mayor estabilidad del sistema financiero y consolidación de la recuperación económica para adelantar modificaciones en línea con Basilea III; pero eso sí, en un espacio de tiempo prudente, considerando las particularidades de nuestro sistema financiero y evaluando los estudios de impacto de su implementación. **ANIF**

grandes debilidades en materia de regulación. En el último año, estas lecciones se han traducido en importantes modificaciones al marco regulatorio global, a cuales se encuentran plasmadas en el nuevo acuerdo de capital conocido como Basilea III.

Si bien Basilea III está orientado más hacia el fortalecimiento del capital (cantidad y calidad), dicho acuerdo hace parte de un paquete más completo de recomendaciones que incluyen nuevos estándares de liquidez, mejoras al proceso de supervisión y gestión de riesgos, y mayor disciplina y transparencia del mercado.

El régimen de capital actualmente vigente en Colombia nos ubica en algún lugar entre Basilea I y Basilea II. A comienzos de la década pasada se avanzó bastante en la adopción del esquema de pilares propuesto por Basilea II, fortaleciendo especialmente el Pilar 2, con la implementación de los sistemas de administración de riesgo (SAR), y el Pilar 3, mediante la obligatoriedad de mayor revelación de información. Sin embargo, el marco actual perma-

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BCBS - Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (1988), "International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards", *Press Release*, July.
- BCBS - Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2004), "International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework", *Press Release*, June.
- BCBS - Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2009), "Strengthening the Resilience of the Banking Sector", *Consultative Document*, December.
- BCBS - Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2010), "La respuesta del Comité de Basilea a la crisis financiera: informe al G-20", *Reporte de Prensa*, octubre.
- BCBS - Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2010), "Basel III: A Global Regulatory Framework for more Resilient Banks and Banking Systems", *Reporte de Prensa*, diciembre.
- Caruana J. (2010), "La importancia de Basilea III para los mercados financieros de América Latina y el Caribe", BIS Discurso sobre "El marco emergente para reforzar la estabilidad financiera y las prioridades regulatorias en las Américas", noviembre 19 de 2010, Antigua, Guatemala.
- Clavijo S., Rojas C.I., Castro M. y Stopher D. (2008), "Adaptación e implementación del Nuevo Acuerdo de Basilea en Colombia", revista *Carta Financiera* No. 144 de Oct-Dic.
- Clavijo S., Rojas C.I. y González A. (2010), "La crisis financiera internacional: el tránsito hacia Basilea III", publicación Anif, octubre.
- Roberts E. (2010), "The 'Basel Process' and the Recent Work to Address Financial Stability Issues", *BIS Presentation for the "WB/IMF/Federal Reserve Seminar for Senior Bank Supervisors from Emerging Economies"*, octubre 18 de 2010, Washington DC.
- Scott Hal S. (2005), *Capital Adequacy beyond Basel: Banking, Securities, and Insurance*, Oxford University Press.
- Tarullo D. K. (2008), *Banking on Basel: The Future of International Financial Regulation*, Peterson Institute.

Integración de los mercados bursátiles de Colombia, Perú y Chile

Un paso importante en la dirección correcta

Leonardo Villar Gómez y Miguel Arango Ospina *



Introducción

El 9 de noviembre de 2010 se llevó a cabo en Lima el lanzamiento de uno de los procesos de integración regional más audaces que han tenido lugar en los últimos años en los mercados financieros de América Latina. Las bolsas de Valores y los depósitos centralizados de Colombia, Perú y Chile definieron los procedimientos necesarios para que las acciones inscritas en cualquiera de los tres países puedan ser transadas en los otros dos. Si las pruebas operativas que se iniciaron ese día avanzan sin problemas, en el primer semestre de 2011 deberá estar funcionando el sistema integrado, con todos los beneficios que ello conlleva en materia de economías de escala y aumento de liquidez. El mercado integrado será el mayor de América Latina en número de emisores listados, el segundo por volumen de capitalización y el tercero en volumen negociado.

El proceso de integración del mercado de renta variable entre Colombia, Perú y Chile es una apuesta que compromete a diferentes actores en un esfuerzo de mediano y largo plazo con un objetivo común. Este proceso se produce cuando apenas se cumple una década desde el

momento en que las bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente se fusionaron en la Bolsa de Valores de Colombia, lo cual constituyó otro hito fundamental en la historia de nuestros mercados bursátiles.

La evidencia internacional muestra que, una vez se aísla el impacto de otros factores, los países con mayor profundidad financiera y mayor desarrollo de sus mercados de capitales tienen mejores perspectivas de crecimiento. Desafortunadamente, América Latina se encuentra fuertemente rezagada en esta materia, incluso en relación con otras regiones del mundo en desarrollo con niveles de ingreso *per cápita* similares o inferiores a los de nuestros países.

Este artículo pretende poner en contexto el estado de subdesarrollo de los mercados de capitales de América Latina, precisamente para destacar la importancia de avanzar en procesos como el de la integración bursátil regional. Esto se

* Leonardo Villar es economista jefe y vicepresidente de Estrategias de Desarrollo y Políticas Públicas de la Corporación Andina de Fomento, CAF. Miguel Arango es ejecutivo principal y coordinador del Programa de Apoyo a la Regulación y el Desarrollo de los Sistemas Financieros en la misma entidad.

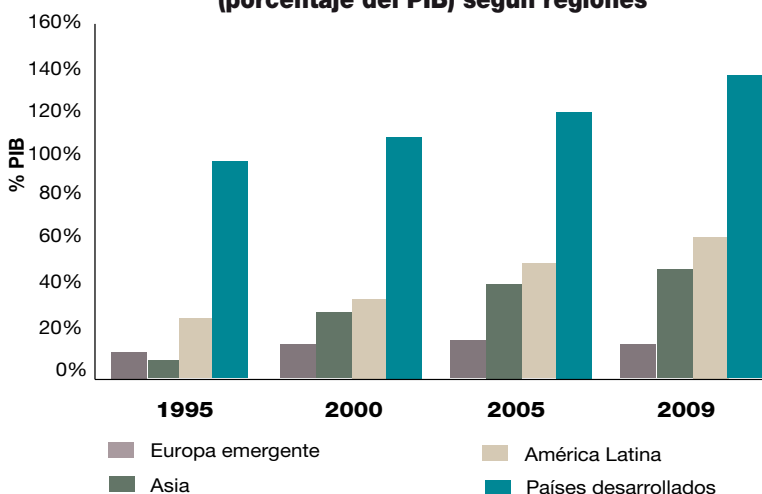
hace en la sección 2 antes de pasar a comentar, en la sección 3, algunas de las características de dicho proceso de integración, tales como el pragmatismo con que se ha llevado a cabo, que lo hacen particularmente atractivo y promisorio.

Una mirada en perspectiva a los mercados de capitales en la región¹

Tanto en Colombia como en el resto de América Latina, los mercados de capitales han tenido un notable desarrollo desde la década de los años noventa, el cual se refleja de manera particularmente clara en los bonos de renta fija. En un entorno de tasas de inflación a la baja y reducción en los desbalances fiscales de la mayor parte de los países, los gobiernos de la región lograron aprovechar el mercado de capitales para reducir su dependencia del financiamiento externo y “pesificar” porciones importantes de su deuda, manteniendo a la vez perfiles de plazos y tasas de interés adecuados. Ese proceso -unido a un mayor financiamiento en el mercado de capitales por parte de las empresas privadas que, como veremos, fue mucho menos significativo-, implicó que, en promedio para América Latina, el saldo de bonos pasara de ser inferior al 5% del PIB en 1995 a cerca del 50% del PIB en la actualidad. Pese a este notable crecimiento, el mercado de renta fija latinoamericano sigue siendo más pequeño que el de los países asiáticos, donde la relación entre el saldo de bonos y el PIB supera el 60%, y que el de los países desarrollados, donde dicho porcentaje supera el 140% (gráfico 1).

Lo que resulta particularmente preocupante desde la perspectiva del desarrollo de los mercados de capitales de América Latina es que el crecimiento de los bonos privados constituye una porción extremadamente baja del crecimiento total en

Gráfico 1. Valor de los bonos (públicos y privados) vigentes en los mercados internos (porcentaje del PIB) según regiones



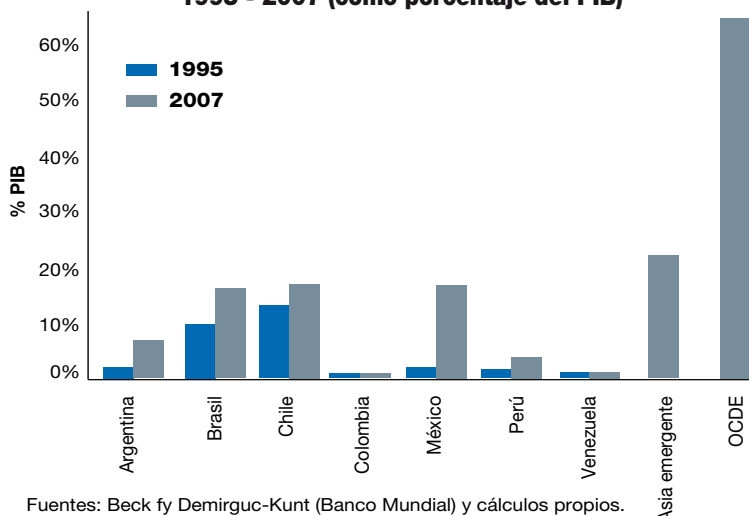
Fuente: Bank for International Settlements, cálculos propios. América Latina incluye: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela RB.

el mercado de renta fija. De acuerdo con cifras del Bank for International Settlements (BIS), la deuda corporativa representa menos del 5% de la deuda total emitida en los mercados de capitales internos de América Latina, mientras que en Asia ese porcentaje se acerca al 20%. Incluso en Chile, Brasil y México, donde los bonos privados han alcanzado un mayor desarrollo, éstos representan

poco más del 10% del PIB (gráfico 2), lo cual contrasta con más del 20%

¹ Esta sección utiliza información del capítulo 2 del Reporte de Economía y Desarrollo (RED), de la CAF, el cual será publicado en el primer semestre de 2011. Los autores agradecen a Adriana Arreaza y Pedro Rodríguez, quienes tienen bajo su responsabilidad la elaboración del mencionado capítulo.

Gráfico 2. Valor de los bonos privados vigentes en América Latina 1995 - 2007 (como porcentaje del PIB)



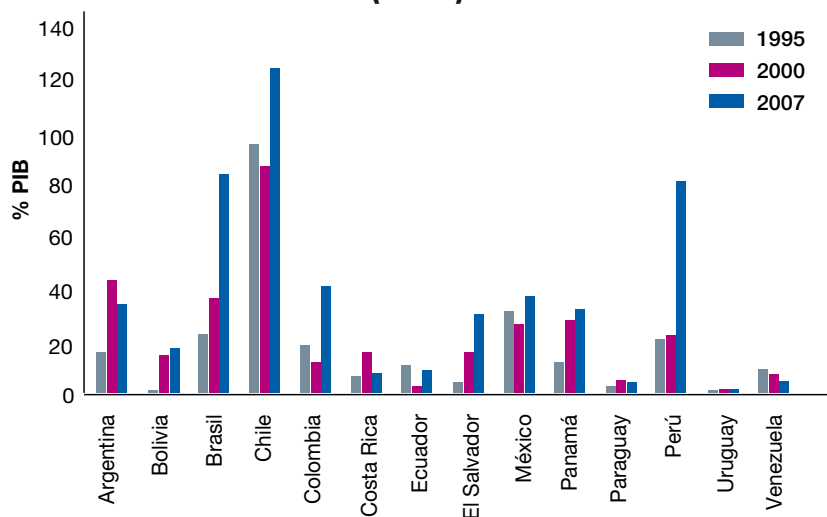
Fuentes: Beck y Demiguc-Kunt (Banco Mundial) y cálculos propios.

del PIB en Asia y alrededor del 60% del PIB en los países avanzados. En Colombia, ese porcentaje sigue siendo insignificante.

En lo que se refiere al mercado accionario, América Latina presenta avances en términos de los indicadores de capitalización de las empresas listadas en bolsa, los cuales resultan particularmente significativos para la última década en Brasil, Chile, Perú y Colombia (gráfico 3). Ello obedece en parte al ingreso a la Bolsa de Valores de empresas de gran tamaño, algunas de ellas de carácter mayoritariamente público, como es el caso de Ecopetrol en Colombia. Debe anotarse sin embargo que la porción de acciones de esas empresas que se transa en bolsa es relativamente pequeña (10% en el caso de Ecopetrol), razón por la cual el indicador de capitalización puede resultar engañoso. En parte, también, el aumento en los indicadores de capitalización de las bolsas de valores de la región se relaciona con el gran aumento en los precios de las acciones, especialmente de empresas asociadas a los sectores minero-energéticos que se han beneficiado del auge de precios de productos básicos a nivel mundial.

Pese a los enormes avances en materia del indicador de capitalización bursátil, el promedio latinoamericano se ubicó en 2007 en el 46% del PIB, muy por debajo de los porcentajes correspondientes para los países de la OECD (124%) o de las economías de Asia emergente (129%) y por debajo incluso del África subsahariana (cuadro 1). Ciertamente, la enorme dispersión entre los países hace poco relevante el promedio latinoamericano. Vale decir, sin embargo, que Chile, el país con el mayor indicador en la región, se ubica por debajo del promedio de Asia emergente. El indicador de Colombia, por su parte, no alcanza una tercera parte de esos niveles.

Gráfico 3. Capitalización de las compañías listadas (% PIB)



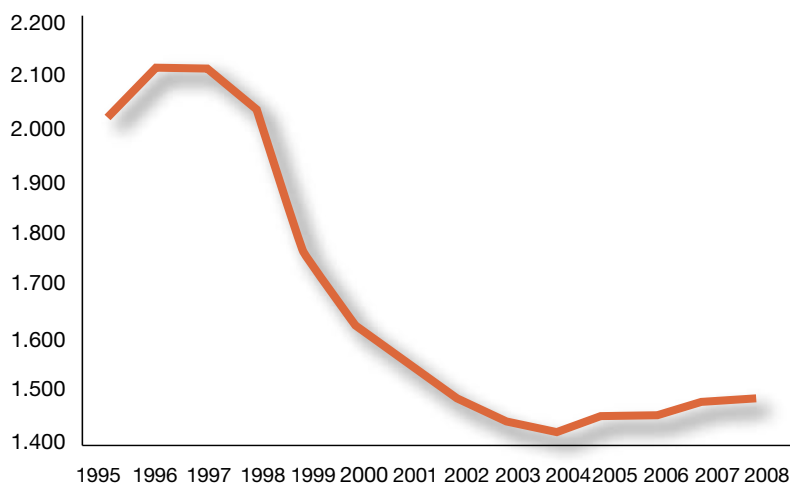
Fuente: World Development Indicators, Banco Mundial.

Cuando se observa el número de empresas listadas en las bolsas latinoamericanas, el panorama es aún menos alentador. En efecto, ese número era considerablemente inferior en 2007 frente al que se tenía en 1995 (gráfico 4).

En cualquier caso, donde se observa un peor desempeño relativo de

América latina es en lo relacionado con la liquidez de los mercados accionarios. Cuando se mide el valor de las acciones intercambiadas en relación con el PIB (cuadro 2), el índice correspondiente es del 11% para América Latina, inferior al de cualquier otra región del mundo y menos de una décima parte del indicador

Gráfico 4. Número de compañías listadas en América Latina 1995-2007



Fuente: World Development Indicators, Banco Mundial.

Cuadro 1. Indicadores de capitalización de las Bolsas por regiones, 2007

Región	Capitalización de las Bolsas de Valores (% del PIB)
OCDE	124
América Latina	46
Asia emergente	129
Europa emergente	53
Medio Oriente y África del Norte	107
África subsahariana	61

Fuente: World Development Indicators, Banco Mundial.

Cuadro 2. Valor de las acciones intercambiadas vs. PIB

Región	Valor de las Acciones
OCDE	150
América Latina	11
Asia emergente	114
Europa emergente	16
Medio Oriente y África del Norte	48
África subsahariana	19

Fuente: World Development Indicators, Banco Mundial.

La integración de las bolsas permite enfrentar simultáneamente dos de las áreas en las cuales se detectan mayores problemas en la región: la baja liquidez y profundidad de los mercados accionarios, por un lado, y la concentración de las acciones transadas en pocas empresas y pocos sectores, por el otro.

correspondiente para Asia emergente o para los países de la OECD, donde alcanza un 150% del PIB.

Nuevamente, existen grandes diferencias en materia de liquidez al interior de América Latina, como

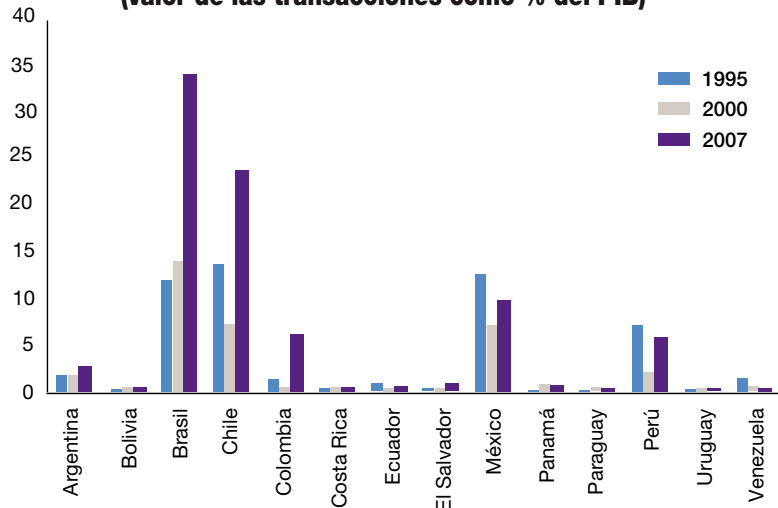
se puede ver en el gráfico 5. Brasil y Chile tienen indicadores considerablemente superiores a los de cualquier otro país de la región, pero aun así, no alcanzan una tercera parte de los promedios de Asia emergente.

Características del proceso de integración de las bolsas

A manera de resumen de la sección anterior, puede decirse que América Latina ha mejorado sus indicadores de mercado de capitales desde los años noventa, pero, evidentemente, ello no ha sido suficiente para ponerse a la par con otras regiones, incluso del mundo en desarrollo. Esta situación hace particularmente justificable el adelantar acciones tales como la integración de los mercados de renta variable que se definió el pasado mes de noviembre entre las bolsas de Colombia, Perú y Chile. Ello, por supuesto, no será la solución de los problemas, pero constituye un paso importante en la dirección correcta. El proceso de integración que se inicia coincide además con un entorno macroeconómico propicio para lograr avances importantes en materia de desarrollo de los mercados de capitales en la región.

La integración de las bolsas permite enfrentar simultáneamente dos de las áreas en las cuales se detectan mayores problemas en la región: la baja liquidez y profundidad de los mercados accionarios, por un lado, y la concentración de las acciones transadas en pocas empresas y pocos sectores, por el otro. En efecto, la integración amplía el tamaño del mercado y la gama de valores ofrecidos en términos de empresas y sectores, al igual que amplía y diversifica la base de inversionistas y la magnitud de la demanda potencial por acciones. Por ello mismo, genera mayor liquidez para los valores y reduce en menores costos de transacción, incrementa la información, y brinda grandes posibilidades de aprendizaje para intermediarios y reguladores en los países participantes en la integración. Con la integración de Chile, Perú y Colombia, el mercado será el más grande de América Latina en

**Gráfico 5. Indicadores de liquidez por países
(valor de las transacciones como % del PIB)**



Fuente: World Development Indicators, Banco Mundial.

número de emisores listados, el segundo por volumen de capitalización y el tercero por volumen negociado.²

Pero, sobre todo, lo más interesante de este proceso es que se trata de una iniciativa pragmática y realista liderada por el sector privado con la anuencia y colaboración de las autoridades. Por ello se concentra inicialmente en el mercado accionario para no entrar en conflicto con regulaciones cambiarias que serían difíciles de modificar en el corto plazo. Demuestra prudencia, planeación y visión de largo plazo al empezar por lo que se ha denominado el “enrutamiento intermediado”, un proceso en el cual los comisionistas de cada país mantienen sus funciones y relacionamiento con las bolsas respectivas, de tal forma que en esta etapa no se generen problemas graves asociados con competencia entre intermediarios de distintos países. Ello constituye el reto de la segunda fase, de “prestación transfronteriza de servicios”, la cual en cualquier caso será fundamental en el mediano plazo para aumentar la eficiencia. Adicionalmente, el inicio de la integración de renta variable podría abrir las puertas

para la integración futura de renta fija.

Finalmente, el proceso se inicia con acercamientos técnicos y operativos que paulatinamente van llevando a otros temas que hacen parte de fases posteriores del proceso, como son la regulación del mercado integrado, la promoción conjunta de buenas prácticas de gobierno corporativo de las empresas listadas y la adaptación de políticas públicas en un sentido más amplio, tales como las normas cambiarias, el régimen de inversiones de los fondos de pensiones y el régimen tributario aplicable a operaciones vinculadas con el mercado integrado. 

² El mercado integrado de Colombia, Perú y Chile tendrá 564 emisores, frente a 406 de Brasil y 386 de México. En términos de capitalización de esas empresas inscritas, con cifras de 2009, el mercado integrado alcanza US\$442.000 millones, por detrás de Brasil (US\$1.337 mil millones), pero por encima de México. Finalmente, los montos negociados en las tres bolsas que se integran sumaron en 2009 US\$57.000 millones, muy por debajo de Brasil (US\$645.000 millones) y México (US\$85.000 millones).





Carlos Alberto Sandoval *

Promoción del mercado de valores: una contribución al debate

Introducción

Este artículo recoge algunas reflexiones del autor, quien actuó como moderador del panel “¿Cómo balancear la regulación y la autorregulación con la promoción?”, evento que se llevó a cabo en septiembre de 2010 en el marco de un foro sobre el desarrollo del mercado de valores organizado por Anif-CAF y AMV.¹

El artículo se divide en cinco secciones. La primera destaca la evidencia empírica sobre las relaciones de causación y/o correlación entre el desarrollo económico y social de un país y la dinámica de su mercado de valores. La segunda resalta que pese a la positiva evolución del mercado valores de nuestro país en la última década, las distancias frente a otros mercados son todavía enormes. La tercera discute el concepto de promoción del mercado y el papel que juegan diferentes actores. La cuarta explica cómo la autorregulación puede apoyar aun más la promoción del mercado con base en una normativa que detalle los principios que defina la regulación estatal. La última sección presenta las conclusiones.

En un mundo con mercados imperfectos y asimetrías de información, los intermediarios financieros juegan un rol preponderante para movilizar el ahorro y reducir los costos de transacción.

1. La promoción del mercado y el desarrollo económico

En un mundo con mercados imperfectos y asimetrías de información, los intermediarios financieros juegan un rol preponderante para movilizar el ahorro y reducir los costos de transacción. Con sistemas financieros sólidos, el intercambio de bienes y servicios es más eficiente y las tasas de crecimiento económico son mayores.

La relación entre el desarrollo financiero y la prosperidad económica ha sido objeto de múltiples estudios.² Una de las referencias más citadas es King y Levine (1993)³, quienes

* Presidente del Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. El autor agradece los aportes y comentarios de Ana María Prieto, Felipe Rincón, Albert Vera y Felipe Gaviria, funcionarios de AMV, para la elaboración de este artículo. E-mail: csandoval@amvcolombia.org.co

¹ Este artículo incorpora varias ideas expresadas por los panelistas participantes: César Prado Villegas, Emilio José Archila Peñalosa, y Augusto Acosta Torres, a quienes el autor les expresa su gratitud y reconocimiento. Como es usual, el único responsable por el contenido de este escrito es su autor.

² Levine R., Loayza N. y Beck T. (1999), *Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes*, World Bank Policy Research Working Paper No. 2059; La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. y Vishny R., *Law and Finance*; Beck T. y Levine R. (2001), *Stock Markets, Banks, and Growth: Correlation or Causality*.

³ King R.G. y R. Levine R. (1993), “Finance and Growth: Schumpeter Might be Right”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 3.

encuentran que el tamaño de los pasivos bancarios dentro del Producto Interno, el porcentaje de la cartera crediticia que se asigna a la empresa privada y el volumen de este crédito dentro del Producto están fuertemente correlacionados con la acumulación de capital y su asignación eficiente.

Otros autores han llegado a conclusiones similares al estudiar el mercado de valores. Khan M. S. y Senhadji A. S. (2000)⁴, por ejemplo, encuentran que la capitalización del mercado accionario y del mercado de renta fija inciden de forma positiva en la senda de crecimiento económico. Aquellos países en donde las empresas acceden al mercado bursátil con facilidad registran las mayores tasas de crecimiento económico (Demirguc-Kunt y Maksimovic (1996).⁵

Diversos estudios resaltan que el efecto es mayor cuando la regulación busca proteger los derechos de los inversionistas y los sistemas judiciales hacen valer los contratos de forma eficiente. Estudios recientes destacan la necesidad de una política pública de bancarización y de educación financiera enfocada en ampliar el acceso y uso de los servicios financieros.⁶

Hay evidencia adicional de los efectos favorables que el mercado de valores trae sobre la innovación tecnológica, la mejor gobernabilidad de las empresas, la redistribución del ingreso y la reducción de la pobreza.⁷

portafolios de los principales inversionistas institucionales. La dinámica de estos indicadores evidencia que ha habido un crecimiento sostenido del mercado de valores de Colombia en la última década.

El volumen negociado en los diferentes instrumentos de renta fija, acciones y derivados estandarizados ha aumentado de manera importante en los últimos diez años (cuadro 1). Como porcentaje del PIB, el volumen promedio diario pasó de representar un 0.47% en 2000 al 3.7% en 2009, jalonado fuertemente por la dinámica del mercado de renta fija.

El volumen promedio mensual transado en renta fija en sistemas transaccionales creció de \$92 billones en 2003 a \$231 billones en 2010, mientras que, en igual período, el volumen en los sistemas de registro pasó de \$28 billones a \$101 billones.

En el mercado accionario también ha habido un crecimiento significativo en la última década. El volumen promedio diario transado pasó de \$39.277 millones en diciembre de 2000 a \$240.349 millones en octubre de 2010. Este crecimiento ha venido acompañado de importantes valorizaciones en el principal índice del mercado local (IGBC), el cual registró una valorización del 1.334% frente al cierre de su primer año de operación en 2001⁸ (gráfico 1).

La capitalización bursátil se elevó de \$25 billones en 2001 a \$430 billones en noviembre de 2010. Este valor, que como porcentaje del PIB corriente representaba un 11% en 2000, pasó al 58% en 2009.

La dinámica del mercado también se observa en término del número de operaciones. Mientras que, en promedio al mes, en 2003 se realizaban 7.924 operaciones en el mercado de acciones, en 2010 el número ascendió a 53.025⁹. El mercado de renta fija pasó de 48.539 a 141.395 operaciones en el mismo período.

⁴ Khan M. y Senhadji A. (2000), Financial Development and Economic Growth: An Overview, Fondo Monetario Internacional, *Working Paper* 209.

⁵ Demirguc-Kunt A. y Maksimovic V. (1996), Stock Market Development and Financing Choices of Firms, *World Bank Economic Review*, Vol. 10.

⁶ Beck T., Demirguc-Kunt A. y Martínez-Pería M. (2005), Reaching out: Access to and Use of Banking Services across Countries, Banco Mundial.

⁷ Un análisis de esta literatura puede encontrarse en “Los mercados de capitales en Colombia como un elemento fundamental para el desarrollo económico del país”, Ernesto Aguirre, mimeo, agosto de 2010.

⁸ Con corte a diciembre 15 de 2010.

⁹ En 2010 se refiere al promedio de operaciones mes en el período enero-noviembre.

El desarrollo del mercado de valores en Colombia

Las cifras

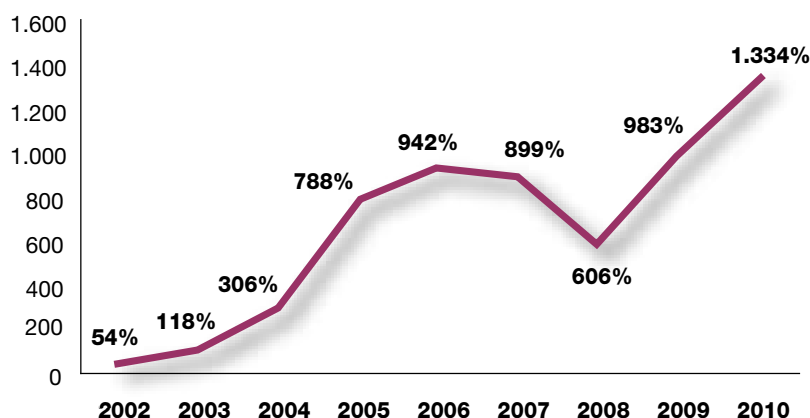
La evolución del mercado de valores se puede observar a través de variables tales como el volumen negociado, el número de operaciones realizadas y la cantidad de emisores e inversionistas que interactúan en el mercado, así como la evolución de los

Cuadro 1. Volumen promedio diario transado/PIB corriente (%)

Año	Renta fija	Acciones	Derivados y OPCF	Total
2000	0.46	0.01	0.00	0.47
2007	1.80	0.02	0.04	1.86
2008	1.76	0.02	0.03	1.81
2009	3.69	0.02	0.04	3.75

Fuente: Cálculos AMV con datos de la Bolsa de Valores de Colombia y Banco de la República.

Gráfico 1. Crecimiento del IGBC frente al año 2001 (%)



Fuente: cálculos AMV con datos de Bloomberg.

En condiciones de inestabilidad en los índices de precios, tasas de interés y tasas de cambio, es difícil que los mercados se desempeñen favorablemente, en particular cuando están en una etapa incipiente de desarrollo.

Al final de esta década surgió el mercado de derivados estandarizados. Mientras que en 2008 se realizaron en promedio catorce operaciones mensuales, en 2010 la cifra fue de 1.007. Actualmente en este mercado se negocian futuros sobre acciones, TES, TRM y recientemente sobre contratos energéticos.

Los portafolios de inversión también reflejan una dinámica importante. Los portafolios de terceros, administrados por fondos de pensiones y fiduciarias, principalmente, pasaron de \$13.8 billones en diciembre de 2000 a \$199 billones a septiembre de 2010. Los portafolios por cuenta propia de los principales intermediarios de valores¹⁰, por su parte, pasaron de \$23 billones en 2000 a \$99 billones en agosto de 2010.

En relación con el número de empresas que buscaron financiamiento a través de los mercados de renta fija y

acciones, la cifra es mayor, pero su crecimiento es moderado. De 189 emisores existentes en 2003 se pasó a 275 en 2009.

Una fuente importante de dinámica en el mercado local ha sido el flujo neto de inversión extranjera de portafolio. Mientras que en el período 2000-2004 ese valor era irrelevante, a noviembre de 2010 éste ascendió a US\$1.334 millones.

Hay también un incremento significativo en el número de inversionistas (personas naturales) que realizan operaciones en el mercado accionario. Mientras que en 2005 75.736 inversionistas hicieron operaciones, esa cifra pasó a 130.840 en 2009. Conviene resaltar lo sucedido en 2007, cuando gracias al proceso de colocación de acciones de Ecopetrol, el número de inversionistas que operó superó el medio millón de personas (576.239)¹¹.

Algunas explicaciones

Diversas razones podrían explicar la favorable dinámica del mercado de valores. Entre ellas habría que destacar las condiciones favorables de carácter político y económico que han generado mayor confianza a los agentes de la economía, así como elementos de ajuste institucional que han apuntalado el mercado de valores.

Usualmente se ha reconocido que el entorno macroeconómico juega un papel preponderante sobre la evolución de los mercados financieros. En condiciones de inestabilidad en los índices de precios, tasas de interés y tasas de cambio, es difícil que los mercados se desempeñen favorablemente, en particular cuando están en una etapa incipiente de desarrollo.

Conviene destacar que el Emisor ha contribuido de manera decisiva al desempeñar su función constitucional en forma técnica e independiente. Sus objetivos de reducir los niveles de inflación (que han caído del 30% en 1990 al 3% en la actualidad) y de lograr la estabilidad financiera han arrojado frutos evidentes. En 2006, por ejemplo, el Banco Central conjuró la formación de una burbuja en los activos financieros a través de la combinación de un aumento en las tasas de interés de intervención y en los encajes. Si el Banco no hubiese actuado, como era la posición mayoritaria de la industria financiera en ese momento, los efectos de la crisis financiera internacional habrían sido mucho más severos tanto para el sector real como para los mercados financieros.

¹⁰ Total del portafolio de establecimientos de crédito, administradoras de fondos de pensiones y cesantías, sociedades fiduciarias, sociedades comisionistas de bolsa, aseguradoras, capitalizadoras y sociedades administradoras de fondos de inversión.

¹¹ Fuente: Informe anual de gestión de la Bolsa de Valores de Colombia 2009.

**Cuadro 2. Índices de capitalización bursátil
(millones de US\$)**

Mercado	2003	2006	2009
NYSE Group	11.328.953	15.421.168	11.837.793
Nasdaq	2.844.193	3.865.004	3.239.492
São Paulo	226.358	710.247	1.337.248
Mexican Exchange	122.533	348.345	352.045
Santiago	86.291	174.419	230.732
Colombia	14.258	56.204	140.520
Lima	14.125	40.022	71.663
Buenos Aires	34.995	51.240	45.745

Fuente: Federación Mundial de Bolsas.

Dos aspectos institucionales específicos de la última década tuvieron un impacto favorable sobre el mercado de valores. De una parte, la integración de la supervisión estatal bancaria, de seguros, pensiones y valores en la Superintendencia Financiera de Colombia, que ocurrió en 2006. La posibilidad de evaluar en forma conjunta la dinámica de los agentes, productos, servicios y conductas ha facilitado el ejercicio de una supervisión más efectiva.

De otra parte, la separación de las funciones comerciales, gremiales y

de autorregulación que tenía la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) también ha contribuido al desarrollo del mercado. Esto, porque ha permitido que la BVC se concentre, con una visión comercial, en su actividad como proveedor de infraestructura. Gracias a ello, probablemente ha estado en capacidad de liderar y/o participar en importantes iniciativas como la Cámara de Riesgo Central de Contraparte, la integración de los mercados de renta variable con Chile y Perú, el mercado global colombiano, y en

general el ofrecimiento de nuevos productos y servicios a los agentes económicos. Igualmente, porque las funciones gremiales fueron asumidas por Asobolsa, eliminando los eventuales conflictos de interés que se podrían presentar entre miembros de la Bolsa y los demás accionistas luego de que la acción de la BVC fue listada en el mercado público de valores. Finalmente, porque gracias a la separación ordenada por la Ley 964, las funciones de autorregulación encaminadas a proteger a los inversionistas y a buscar la integridad del mercado son ejercidas ahora por una entidad independiente, el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV).

Lo que nos falta

Si bien se observa una dinámica importante cuando se compara con la historia reciente, persiste una notable diferencia de tamaño y profundidad frente a otras economías.

La capitalización bursátil de Colombia, por ejemplo, representa tan sólo el 1.2% frente a la capitalización del NYSE, el 10.5% de la Bolsa de São Paulo y el 40% de la Bolsa de México (cuadro 2).

En relación con el volumen anual negociado en acciones, NYSE, São Paulo y la bolsa mexicana superan los montos transados en la BVC en 955, 34 y 5 veces, respectivamente (cuadro 3).

El número de emisores del mercado accionario es otro indicador con diferencias importantes. Los 87 emisores colombianos equivalen al 3% del total de entidades inscritas en Nasdaq, el 4% de la NYSE y el 21% de los inscritos en la bolsa mexicana (cuadro 4).

La promoción del mercado y sus actores

La “promoción” de un mercado supone que es posible su impulso

**Cuadro 3. Volumen anual negociado en acciones
(millones de US\$)**

Mercado	2003	2006	2009
Nasdaq	7.068.213	11.807.491	28.951.349
NYSE Group	9.691.335	21.789.471	17.784.586
São Paulo	66.428	276.150	626.222
Mexican Exchange	25.868	96.918	84.255
Santiago	6.647	29.620	38.103
Colombia	806	14.845	18.632
Lima	1.140	5.486	4.532
Buenos Aires	3.078	5.277	2.994

Fuente: Federación Mundial de Bolsas.

Cuadro 4. Número de emisiones en acciones

Mercado	2003	2006	2009
Nasdaq	3.294	3.133	2.852
NYSE Group	2.308	2.280	2.327
Mexican Exchange	237	335	406
São Paulo	391	350	386
Lima	227	221	241
Santiago	240	246	236
Buenos Aires	110	106	106
Colombia	108	94	87

Fuente: Federación Mundial de Bolsas.

Dos aspectos institucionales específicos de la última década tuvieron un impacto favorable sobre el mercado de valores: la integración de la supervisión estatal bancaria, de seguros, pensiones y valores en la Superintendencia Financiera de Colombia y la separación de las funciones comerciales, gremiales y de autorregulación que tenía la Bolsa de Valores de Colombia.

hacia mayores niveles de actividad y desarrollo con la participación más decidida y coordinada de los actores relevantes. El argumento implícito, para el caso que nos ocupa, es que la interacción de los agentes privados (emisores, inversionistas, intermediarios, proveedores de infraestructura, por ejemplo) es necesaria mas no suficiente para lograr el desarrollo deseado del mercado de valores. De esta forma, a fin de materializar las externalidades positivas que trae el desarrollo del mercado de valores para la sociedad, se requiere de una activa participación estatal para contar con un apropiado marco económico, jurídico, regulatorio, tributario, etc,

así como para coordinar la actuación de los diferentes actores.

Si bien parecería existir cierto consenso sobre la necesidad de promover el mercado, la discusión se torna más compleja cuando se trata de precisar el alcance de lo que se debe hacer y definir quiénes serían las entidades o instancias responsables de articular o implementar la política de promoción del mercado.

En relación con el alcance, se reconoce que un aspecto fundamental para la promoción es la adecuada regulación y supervisión del mercado. Es imposible que los mercados prosperen sin una regulación oportuna que recoja innovaciones sobre

productos y servicios, y que proteja adecuadamente a los inversionistas. Esto es expresamente reconocido por el legislador, el cual señala (Ley 964) que “promover el desarrollo y la eficiencia del mercado de valores” es uno de los objetivos de la intervención del Gobierno Nacional para el adecuado manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público (Artículo 1º). Más específicamente indica que la regulación y supervisión se deben ajustar a las innovaciones tecnológicas, facilitando el desarrollo de nuevos productos y servicios.

Debe recordarse, no obstante, que hay otros objetivos de la intervención estatal, entre ellos la prevención y el manejo del riesgo sistémico y la protección de los derechos de los inversionistas. Si bien se puede argüir que en el largo plazo es factible alcanzar todos los objetivos mencionados, es probable, o tal vez un hecho, que en diversas coyunturas se presenten fricciones entre instrumentos, medidas y propósitos.

La tarea de promoción es compleja, porque además de la regulación y supervisión, hay otros factores determinantes que no están bajo la órbita del regulador financiero estatal. Entre ellos podrían mencionarse aspectos como el régimen de inversión extranjera y la tributación. Otro ejemplo es la solución de controversias entre participantes, que incorpora elementos de la estructura y funcionamiento del aparato judicial. También está la educación financiera y económica, ya que el Ministerio de Educación, entre otras dependencias, juega un papel preponderante para estructurar una estrategia que tendría efectos favorables sobre la promoción del mercado.

Lo anterior permite entender la complejidad de lograr acuerdos sobre el alcance del concepto, al igual que las dificultades que entraña un efectivo liderazgo y coordinación

de esfuerzos. La bien intencionada pero fallida iniciativa del Plan de Desarrollo Nacional 2006-2010 (Ley 1151 de 2007), que creó el “Programa de Promoción del Mercado de Valores como Alternativa de Financiación Empresarial” es un ejemplo diciente. Este Programa fue liderado por el Ministerio de Comercio y contó con amplia participación del sector privado. Sin embargo, desde su inicio no se otorgó el liderazgo requerido al regulador estatal, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, y por

sentido pensar en una política estatal de carácter integral. De no ser así, los avances serán limitados.

El papel de la autorregulación

La autorregulación y la promoción del mercado están relacionadas en forma directa porque la protección de los inversionistas y la integridad del mercado son no sólo los objetivos legales de los organismos de autorregulación sino, que, como se mencionó, también son factores

disponibles son insuficientes para su expedición oportuna, y por el trámite engorroso que supone la revisión de los proyectos de decreto por parte de la Presidencia de la República.

Lo anterior indica que hay un espacio para que el Autorregulador detalle y precise aspectos regulatorios, siguiendo una normativa de principios de carácter estatal. La cercanía con la industria y el conocimiento especializado de las problemáticas del mercado le permitirían al Autorregulador desarrollar alternativas regulatorias que consideren los incentivos y riesgos existentes, detallando las normas al nivel requerido.

La experiencia reciente sugiere que es posible adelantar esta función de manera responsable, con altos estándares y oportunidad. A continuación se señalan tres ejemplos:

En materia de certificación de profesionales del mercado de valores, el Estado estableció la estructura general (Decreto 3139 de 2006), determinando los principios para adelantar la tarea, el propósito que se buscaba, y los estándares de gobierno. AMV, por su parte, estableció en su reglamento las modalidades de certificación (directivo, operador, digitador, asesor), precisó las actividades que obligan a la certificación en cada modalidad, determinó la metodología y contenido de los exámenes, y estableció los detalles de la acreditación de antecedentes.

En materia de procesamiento de órdenes de clientes, durante muchos años se contó con una regulación que

La autorregulación y la promoción del mercado están relacionadas en forma directa porque la protección de los inversionistas y la integridad del mercado son no sólo los objetivos legales de los organismos de autorregulación sino, que, como se mencionó, también son factores determinantes para la positiva evolución del mercado.

ende los avances que se lograron fueron bastante limitados.

De esta experiencia quedan diversas lecciones que deberían ser consideradas para futuros ejercicios. De una parte, siendo la regulación un elemento sustancial de la promoción, es evidente que la participación del Ministerio de Hacienda debe ser protagónica. Como se mencionó, la promoción es uno de los criterios de la intervención estatal y por ende no sólo el rol protagónico del regulador no está en discusión, sino que su ausencia reduce sustancialmente la posibilidad de generar resultados favorables. De otra parte, una promoción efectiva requiere la participación de diversos actores, por lo cual hace

determinantes para la positiva evolución del mercado.

En otro escrito destacué la importancia que tienen la supervisión y la disciplina, porque cuando los participantes no cumplen con las normas expedidas, se limitan los beneficios para la sociedad y por ende el mercado no se desarrolla plenamente.¹² En este artículo quisiera resaltar que los organismos de autorregulación pueden y deben jugar un papel más activo para normar aspectos específicos de la regulación por principios que corresponden a la autoridad estatal. Varios expertos han mencionado¹³ que hay cuellos de botella en la emisión de la regulación estatal, entre otras razones porque los recursos

¹² Ver prólogo del libro *Doctrina de la autorregulación del mercado de valores 2006-2009*, Tomo I, Biblioteca Jurídica DIKE, Bogotá, 2010.

¹³ Entre ellos, Mauricio Rosillo, ver presentación foro “Cinco años del Mercado de Valores”, Universidad Javeriana, julio de 2010.

no tenía ningún tipo de aplicación práctica. En el año 2008, la Superintendencia Financiera de Colombia estableció unos principios sobre la materia (Circular Externa 19), mientras que AMV desarrolló toda la estructura que es parte del reglamento. Luego de dos años, a nuestro criterio el balance es favorable, ya que se establecieron procedimientos que son consistentes con la práctica comercial, y que de manera efectiva aseguran la trazabilidad y prelación de órdenes.

La Ley 964 y el Decreto 1121 de 2008 se refieren de manera general a la necesidad de que los intermediarios prevengan, administren y manejen sus conflictos de interés. AMV, por su parte, detalló en su reglamento los principios y normas específicas aplicables a los operadores en temas tales como: revelación de operaciones personales, normas de signo contrario, partes relacionadas, obligatoriedad de políticas sobre compensación y pisos financieros, separación de operadores de cuenta propia y de distribución/terceros, dádivas y regalos, acceso a mesas de negociación y sincronización de horarios.

El Autorregulador también ha ayudado a solventar discusiones de corte sectorial sobre arbitrajes regulatorios que afectaban los estándares de protección al inversionista. Así, fue la industria, a través del Autorregulador, la que estableció estándares de protección asimilables al contrato de comisión propio de los comisionistas, y a la gestión de distribución propia de otros intermediarios (bancos, principalmente) a pesar de las dificultades que se derivan de los regímenes legales de tales tipos de entidades y de la regulación de estatutos especiales. Algunos paradigmas se superaron con el entendimiento de un principio de protección al cliente inversionista con estándares iguales o asimilables.

Sería deseable, entonces, avanzar hacia una estructura regulatoria

mediante la cual el Estado señale los principios básicos que deben seguir los participantes, y que los detalles se precisen a través de normas de autorregulación. Hay varios temas en los que ello haría sentido, por ejemplo para estimular una mayor actividad de inversionistas profesionales a través de iniciativas como los llamados “segundo mercado” y el “nuevo mercado”, considerando que a través de mecanismos de autorregulación se pueden superar dificultades para lograr un mayor desarrollo del mercado con base en normas conducentes, oportunas y de altos estándares.

La experiencia de Brasil es muy dicente. Con el “Novo Mercado” se dio un vuelco fundamental en el desarrollo del mercado accionario, gracias a un marco institucional privado mediante el cual los emisores de acciones se adhieren voluntariamente a un esquema de autorregulación de su gobierno corporativo. Este marco institucional redujo las asimetrías de información a través de una cultura de revelación transparente, protegiendo a los inversionistas minoritarios de conductas impropias por parte de los administradores.

Los resultados del “Novo Mercado” han sido muy positivos. A septiembre de 2010 estaban listados en los segmentos de altos estándares de gobierno corporativo 162 emisores que representan el 66% de la capitalización bursátil de Bovespa y el 77% del volumen de transacciones.

Hay que aclarar que no se propone que a través de mecanismos de autorregulación se asuman responsabilidades sobre la estructura general del mercado y la prevención de riesgos que puedan afectar de forma masiva los intereses del público ahorrador e inversionista, ya que éstas están claramente y por razones evidentes en cabeza de entidades estatales.

Conclusiones

Considerando la amplia evidencia de los efectos favorables que el desarrollo del mercado de valores trae para la sociedad, sería plausible contar con una estrategia de promoción con visión integral de largo plazo. Esa tarea tiene un líder natural en el regulador estatal, porque su función normativa es el factor crucial para su desarrollo. Además, porque por mandato legal debe promover el mercado de valores. No obstante, si bien existen otros factores que son importantes para la estrategia de promoción (por ejemplo, solución de conflictos, educación, tributación, inversión extranjera), parece conveniente integrar todos los elementos y responsables. La discusión del Plan de Desarrollo Nacional 2010-2014 que se dará en el Congreso de la República durante el primer semestre de 2011 es una excelente oportunidad para que este propósito quede reflejado, asignando tareas a los diferentes responsables e integrando al sector privado en lo pertinente.

Conviene considerar que los organismos de autorregulación pueden jugar un papel más activo en su función normativa, desarrollando una regulación estatal por principios. La experiencia del nuevo mercado en Brasil, entre otras, es un buen ejemplo de lo que puede lograrse siguiendo este esquema.

En el panel que dio origen a este artículo, Augusto Acosta terminó afirmando, acertadamente, que la tarea de promoción del mercado corresponde a todos (participantes y autoridades). Complementaría señalando que para lograr este propósito se requiere de una hoja de ruta definida y que su ejecución se coordine asignando responsabilidades a quienes están mejor capacitados y dotados para ponerlas en práctica. 



Jeannette Forigua Rojas *

Mercado de capitales e integración regional: retos y perspectivas

Resumen

Este artículo presenta elementos generales de lo que será el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), pasando por los antecedentes de integraciones tanto internacionales como regionales. A su vez, presenta las ventajas que el proceso apareja y los retos que en la materia tendrán los agentes involucrados. En particular, describe parámetros de competitividad y de protección del inversionista que deben ser valorados por los emisores para ubicarse en un marco competitivo que les permita atraer inversión y captar el interés de un mayor número de inversionistas.

Introducción

Mercados emergentes como el colombiano¹ adolecen de profundidad y diversificación de instrumentos de inversión. Si bien desde diferentes sectores se han hecho esfuerzos importantes para avanzar en estos frentes, se requiere impulsar alianzas que permitan expandir los mercados y generar economías de escala.

En este esquema se enfoca la importante iniciativa de las bolsas, los depósitos y los gobiernos de Colombia, Chile y Perú de integrar sus mercados de renta variable en lo que hoy conocemos como Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), lo cual traerá como efecto liquidez de los mercados, capitalización bursátil y transabilidad de los valores en el ámbito transnacional, pero también vendrá acompañado de exigencias a las partes involucradas en el proceso.

I. Experiencia internacional e iniciativa regional

Las experiencias de integración de los mercados de valores a nivel mundial han sido muy positivas. Para mencionar dos ejemplos, las bolsas de Amsterdam, Bruselas, Lisboa y París se fusionaron en el segundo semestre de 2000, dando origen al hoy mercado bursátil Euronext. Esta integración buscaba “*dar solidez a unos mercados accionarios pequeños que no lograban competir en materia de liquidez con los mer-*



Foto: www.euronext.com

* Abogada de la Universidad Externado de Colombia. Actualmente directora de Mercado de Capitales de la firma Rodríguez-Azuero Abogados.

* Con la colaboración de Leyla Milena Cuevas López, abogada de la Universidad del Rosario. Actualmente asesora de la Delegatura para Emisores Portafolios de Inversión y Otros Agentes de la Superintendencia Financiera de Colombia. E-mail: jjforigua@rodriguezazuero.com

¹ Morgan Stanley Capital International (MSCI).

cados de Nueva York o Londres”², y permitió en un período de nueve años incrementar la capitalización bursátil de €\$1.5 billones en 2001 a casi €\$ 2 billones en 2009. Otro caso importante, las bolsas de Copenhague, Estocolmo, y Helsinki que decidieron integrarse en el mercado Nasdaq OMX Nordic, a partir de allí los volúmenes de mercado se cuadruplicaron en cuatro años.

La experiencia en estos procesos mostró la existencia de exigencias como la remoción de barreras normativas legales y fiscales y representó para los mercados incrementos en la liquidez, menor coste para emisores e inversionistas, armonización en las reglas y prácticas de mercado, mayor rentabilidad para estos últimos, y de contera un crecimiento económico.

A nivel regional se mencionan iniciativas de integración aún en desarrollo, como el proyecto Alianza de Mercados de Valores Centroamericanos –Amerca-, integrado por las bolsas de valores de Costa Rica (BNV), El Salvador (BVES) y Panamá (BVP), y el proyecto de integración de mercados de Barbados, Jamaica y Trinidad y Tobago.

II. Iniciativa local

Ahora, nuestro país no es ajeno a las tendencias mundiales y regionales descritas. En desarrollo de la necesidad de operar en un mercado globalizado aparece el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) que busca integrar las bolsas de Valores de Colombia, Chile y Perú.

¿Como funcionará?

La integración se llevará a cabo en dos fases. La primera de ellas se realizará a través de un modelo automatizado de enrutamiento intermediado, mecanismo de interconexión que viabiliza el intercambio de información entre las sociedades comisionistas que

sean miembros de la Bolsa de Valores de Colombia y los intermediarios extranjeros³ (Perú y Chile), con el fin de ingresar órdenes de compra y/o venta sobre valores extranjeros a través de pantallas o sistemas de ruteo habilitados para el efecto.⁴

De esta manera, los clientes inversionistas colombianos que quieran adquirir o enajenar acciones en los mercados de Perú y Chile, deberán contactar a una firma comisionista de bolsa colombiana que tenga acceso a esos mercados por medio de contratos celebrados con firmas de cada país y pantallas de negociación.

de acuerdo con las normas locales, y la supervisión y reglas de difusión de información seguirán normas del mercado de origen.

Respecto a la segunda fase, cuya realización dependerá de la dinámica y el éxito alcanzados en la primera, se plantea un reto mucho más ambicioso. Para esta etapa se busca el acceso directo al mercado tanto de emisores a través de la oferta pública (IPO) como de intermediarios. En este último caso, a los intermediarios les será suficiente inscribirse en una de las tres bolsas para ser tratados como locales en cualquiera de las otras dos.

Los clientes inversionistas colombianos que quieran adquirir o enajenar acciones en los mercados de Perú y Chile, deberán contactar a una firma comisionista de bolsa colombiana que tenga acceso a esos mercados por medio de contratos celebrados con firmas de cada país y pantallas de negociación.

Para esta primera fase la arquitectura del mercado es básicamente la misma respecto a la existente. A grandes rasgos, conservará sus sistemas y reglas de negociación; no existirán reglas unificadas (meta de la segunda fase); cada bolsa administrará su propio mercado; sólo considerará operaciones al contado de renta variable⁵; el mercado previsto es el secundario, esto es, no operará respecto oferta pública inicial (IPO), y estará dirigido tanto a cliente inversionista como a inversionista profesional.

En cuanto a los sistemas de compensación y liquidación y custodia de los valores, las operaciones se liquidan en moneda local; los intermediarios locales administrarán los riesgos de dichas operaciones; se abrirán cuentas recíprocas entre depósitos transparentes para los usuarios.⁶ Por último, los eventos corporativos y derechos sociales se manejarán en cada país

Adicionalmente, para hacer operativo el sistema, se espera la estandarización de reglas de negociación y definición de un modelo de compen-

² Informe Enfoque Mercado de Capitales, “Integración bursátil en la región andina”, agosto de 2010, edición 46.

³ Intermediarios extranjeros con los cuales haya suscrito un contrato de enrutamiento intermediado.

⁴ Información depositada en la web oficial de MILA (<http://mercadointegrado.com/>)

⁵ Referencia circunscrita únicamente a acciones, índices asociados a las mismas y a participaciones en carteras colectivas cuyo portafolio se encuentre invertido en acciones en el porcentaje que defina la Superintendencia Financiera de Colombia mediante instrucciones generales. Esto es, no aplica para operaciones repos, ventas en corto, TTV, renta fija ni derivados.

⁶ Cfr. Decreto 4087 de 2010.

sación y liquidación transfronterizo, así como armonización regulatoria, normativa y tributaria entre los mercados de valores de los tres países.

¿Qué ventajas tendría?

La unión de las tres bolsas traerá como resultado el mercado más grande de América Latina. En términos de emisores serán 563, cifra que supera en gran medida mercados como el de México, con 421 empresas, y Brasil, con 375.⁷

Asimismo, en términos de capitalización bursátil (valor de las empresas en la Bolsa), el MILA se ubicaría en el segundo mercado con US\$557.263 millones, después de Brasil que tiene US\$1.278.128 millones y por encima de México con US\$350.658 millones. Finalmente, en lo que a volumen de negociación se refiere, ocuparía un tercer lugar, con US\$47.037 millones al año, después de Brasil (US\$553.889 millones) y México (US\$78.566 millones).⁸

Ahora, no menos importante, la integración generará beneficios para todos los actores involucrados. Los emisores por su parte tendrán acceso a nuevos mercados, verán ampliada la demanda y como efecto una reducción de costos de capital.

En cuanto a inversionistas, podrán construir portafolios con mayor diversificación geográfica y sectorial. Por primera vez, podrán adquirir títulos de cualquiera de las 563⁹ empresas que se encuentran listadas en esos tres mercados. Así, un inversionista colombiano podrá adquirir acciones de las grandes compañías chilenas¹⁰ como Copec, Empresa Nacional de Electricidad (Endesa), LAN Airlines, como de empresas peruanas¹¹ como Volcan, Buenaventura, Southern, La Cima, Cerro Verde, entre otras.

Finalmente, las firmas comisionistas podrán ofrecer mayores alternativas de inversión a sus clientes, lo que redundará en crecimiento en sus negocios y fortalecimiento tecnológico.

La integración generará beneficios para todos los actores involucrados. Los emisores por su parte tendrán acceso a nuevos mercados, verán ampliada la demanda y como efecto una reducción de costos de capital.

¿Qué retos se identifican?

Estos flujos de capitales vienen acompañados de exigencias a las partes involucradas en el proceso. Para comenzar, los emisores de valores, cuyo papel es de suma importancia, deberán realizar esfuerzos que los ubiquen en un marco competitivo para atraer inversión y captar el interés de un mayor número de inversionistas, esto por ejemplo por medio de la adopción o mejora de los estándares ya existentes en materia de protección al inversionista y de mejores prácticas corporativas. Es conocido que el progreso en la competitividad de las empresas aumenta la canalización de recursos en mejores condiciones hacia la actividad empresarial.

Hoy el análisis es positivo, no obstante sujeto a mejora. Veamos. Un punto de referencia para medir estos factores es el Informe de Competitividad Global 2010-2011¹², “The Global Competitiveness Report”, publicado el pasado 9 de septiembre por el Foro Económico Mundial (WEF por sus siglas en inglés), que califica 139 países y ofrece una perspectiva integral del panorama de la competitividad de los países del mundo en todos los niveles de desarrollo económico.¹³

En el índice que calcula el WEF para medir el referido grado de competitividad o Índice Global de Competitividad (GCI por sus siglas en inglés). Colombia¹⁴ presenta respecto del informe 2009¹⁵ una mejora de una

⁷ Fuente de la información registrada: <http://www.mercadointegrado.com/media/uploads/document/new/portal-integracion.pdf>. Información con corte a agosto de 2010

⁸ Ibidem. Información con corte a agosto de 2010.

⁹ Fuente de la información registrada: <http://www.mercadointegrado.com/media/uploads/document/new/portal-integracion.pdf>. Información con corte a agosto de 2010

¹⁰ Por participación dentro del índice Ipsa de la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS), Copec aparece como la acción más importante dentro del mercado bursátil chileno, con una participación del 11.5% dentro del indicador. La segunda compañía es Endesa con el 7.04% del Ipsa. LAN Airlines aparece como la tercera firma más importante de la BCS, con un peso del 6.97% dentro del índice. (Fuente: www.mercadointegrado.com).

¹¹ Por su parte, en el Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL), la acción Volcan aparece como la más representativa, con un peso del 8.79% dentro del índice, seguida del ADR de la firma Buenaventura

con el 6.15% del IGBVL. El ranking también lo integran firmas como Southern, con una participación del 4.10%, y La Cima, con un 3.89%. La primera compañía que no hace parte del sector minero- energético y que hace parte de las cinco más importantes de la BVL es Credicorp, holding del sector financiero que cuenta con un peso del 3.65% dentro del indicador. (Fuente: www.mercadointegrado.com)

¹² <http://www.weforum.org>.

¹³ Se fundamenta en doce pilares que incluyen: instituciones, infraestructura, entorno macroeconómico, salud y educación primaria, capacitación y educación superior, eficacia de los mercados de bienes, eficacia del mercado laboral, sofisticación del mercado financiero, disponibilidad tecnológica, tamaño del mercado, sofisticación empresarial e innovación.

¹⁴ The Global Competitiveness Report 2010-2011, World Economic Forum, páginas 130-131, <http://www.weforum.org>.

¹⁵ Los informes de competitividad global de 2008-2009 y 2009-2010 calificaron 134 y 133 países, respectivamente.



posición, al pasar del escalafón 69 al 68, y de siete puestos con respecto a 2008; también supera al 51% de los países incluidos en el estudio.¹⁶

En términos generales, respecto de los tres subíndices¹⁷ contenidos en el reporte, esto es, requerimientos básicos (78), factores que mejoran la eficiencia o “potenciadores de eficiencia”¹⁸ (60) y factores de innovación y sofisticación de negocios (61), Colombia gana respectivamente 5, 4 y 1 posición, siendo el primer subíndice¹⁹ el más bajo.

Ahora, respecto de las mediciones de elementos de mejores prácticas de gobierno corporativo y de protección al inversionista, tales como: protección de los derechos de propiedad, comportamiento ético de las firmas, fortaleza de los estándares de auditoría y contabilidad, eficiencia del directorio, protección de los intereses de

los accionistas minoritarios y fuerza de protección a los inversores, vale la pena observar el comportamiento de nuestro país, en donde entre 139 países obtuvimos los puestos 91, 63, 89, 60, 90 y 5 respectivamente.

Como se observa, Colombia se ubica en una posición favorable respecto a otras economías emergentes. También, vale la pena observar, de cara a la integración, cómo nos encontramos comparativamente respecto de los otros dos países participantes, esto es, Chile y Perú.

Es así como, respecto a los factores generales del GCI, Chile se encuentra en la posición 30²⁰, posición por encima de la colombiana y sin variaciones respecto del informe anterior (2009- 2010). Por su parte, Perú en la posición 73 ocupa una posición inferior a la de Colombia, no obstante

¹⁶ Fuente: Dirección de Desarrollo Empresarial- DNP.

¹⁷ Los tres subíndices del Informe de Competitividad Global buscan reflejar los factores determinantes de las distintas fases en las cuales se sitúan los distintos países, a saber: (i) Factores de requerimientos básicos (Fase 1. Economías impulsadas por dotación de factores); (ii) Factores de eficiencia (Fase 2. Economías impulsadas por la eficiencia); (iii) Factores de innovación y sofisticación de negocios (Fase 3. Economías impulsadas por la innovación). Lahore María “Resultados del Reporte Global de Competitividad 2008-2009 por el Foro Económico Mundial”, CAF, Oficina de Políticas Públicas y Competitividad.

¹⁸ Colombia y Perú se encuentran entre los países de América Latina impulsados por la eficiencia (fase 2), mientras que Chile se encuentra en transición fase 2 a 3, de factores de eficiencia a factores de innovación y sofisticación.

¹⁹ Basic requirements.

²⁰ The Global Competitiveness Report 2010-2011, WEF, páginas 126-127, <http://www.weforum.org>.

²¹ Ibídem.

gana cinco posiciones respecto del informe anterior (de la 78 a la 73).

Ahora, respecto a los parámetros mencionados de protección al inversionista y mejores prácticas de gobierno corporativo, se observa que Chile supera a Perú y a Colombia en casi todos los subíndices, y aunque Colombia ha presentado avances en la posición respecto del GCI del año anterior, debe realizar esfuerzos adicionales encaminados a la mejora de estos elementos. En este sentido, se tiene que:

	Colombia*	Chile	Perú
Protección de los derechos de propiedad	91 (-8)	37	92
Comportamiento ético de las firmas	63 (+5)	19	86
Fortaleza de los estándares de auditoría y contabilidad	89 (+2)	24	60
Eficiencia del directorio	60 (+10)	18	55
Protección de los intereses de los accionistas minoritarios	90 (-3)	36	63
Fuerza de protección a los inversores	5 (+19)	33	20
Puesto General	68 (+1)	30	73

*Rank 2010-2011/139 ²¹ ** Rank 2010-2011/133

	Colombia(1-10)	Chile(1-10)	Perú(1-10)
Índice de Grado de Transparencia	8	8	8
Índice de responsabilidad de los directores	8	6	5
Índice de facilidad para juicios de accionistas	9	5	7
Índice de fortaleza de protección de inversores²³	8.3	6.3	6.7

Otra referencia en lo que a protección al inversionista se refiere es el estudio Doing Business 2010, realizado por la Corporación Financiera Internacional (IFC por sus siglas en inglés) y el Banco Mundial (WB por sus siglas en inglés). Este informe analiza y compara las regulaciones pertinentes que atañen el ciclo de actividad en pequeñas y medianas empresas de 183 economías.

En particular, en cuanto a protección de inversionistas, se mide la

competitividad respecto a estándares de buenas prácticas de gobierno corporativo y protección a inversionistas. Por ejemplo, el Código País expedido en el año 2007 bajo principios de la OECD y lineamientos de la CAF; la Ley 964 con la inclusión del régimen de protección a los inversionistas contentivo de deberes y funcionamiento de las sociedades inscritas en particular y para emisores en general, adoptando por vía normativa la obligatoriedad

de los directores, parámetros más bajos del referido ranking.

Finalmente, no menos importante respecto de los demás agentes participantes en el proceso de integración, se tiene que las firmas comisionistas deberán adaptar sus estructuras y recursos a un mercado ampliado, lo que implica por ejemplo personal capacitado y tecnología. Igualmente, los reguladores y supervisores de los tres países deben hacer esfuerzos tanto para ajustar la normatividad de cada país hacia una adecuada implementación del MILA, como para ejercer una supervisión adecuada según la nueva realidad que contribuya a la integridad de los mercados.

En la experiencia europea. Este paso evolutivo demanda importantes retos regulatorios, tecnológicos, así como la elevación de estándares y buenas prácticas que permitan el aumento de competitividad de las autoridades y la industria.

fuerza de la protección de accionistas minoritarios contra el uso fraudulento de los activos de la compañía, por parte de los directores, para beneficio propio.²² Toma en cuenta el grado de transparencia, la responsabilidad de los directores, la facilidad para juicios de accionistas.

En este ámbito, Colombia obtuvo una calificación en el rango de 1 a 10, de 8.3, calificación favorable si se compara con Perú y Chile, ver cuadro superior.

Los resultados expuestos demuestran los esfuerzos regulatorios que se han hecho en materia de

de incluir miembros independientes en las juntas directivas y la existencia de comités de auditorías para sociedades listadas, entre otros.

Estos avances a título ejemplificativo son importantes, pero los retos que se presentan, muestran que todavía hay un camino largo por recorrer. Es importante que el país, en particular las empresas listadas, trabajen en aquellas áreas que presentan debilidades, con el fin de mejorar su competitividad a nivel mundial, por ejemplo en temas de revelación de información (grado de transparencia) y de responsabilidad

III. Reflexiones finales

El Mercado Integrado Latinoamericano – MILA (mercados colombiano, chileno y peruano) ha generado grandes expectativas, ya que representa grandes beneficios en materia bursátil, tal como ocurrió en la experiencia europea. Este paso evolutivo demanda importantes retos

²² Cfr. Fuente: <http://www.doingbusiness.org/WB Home>.

²³ El Índice de Fortaleza de Protección de Inversores es el promedio de los índices de Grado de Transparencia, de Responsabilidad de los Directores y de Facilidad para los Juicios de Accionistas. El índice varía entre 0 y 10 y los valores mayores indican mayor protección de los inversores.

regulatorios, tecnológicos, así como la elevación de estándares y buenas prácticas que permitan el aumento de competitividad de las autoridades y la industria.

Para los países de Europa continental, este esfuerzo tomó más de diez años. Para nuestro mercado, la totalidad del proceso no tomará menos e igual requerirá compromisos importantes de las partes involucradas. **ANIF**

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Doctrina y publicaciones periódicas

Clavijo S. (2010), "Integración bursátil en la región andina", Enfoque Mercado de Capitales, disponible en <http://www.deceval.com/InstructivosBoletines/Enfoque46-10.pdf>.

López Domínguez I. (2007), "El proceso de integración de los mercados financieros en Europa", revista Escuela de Administración de Negocios.

The Global Competitiveness Report 2010-2011, World Economic Forum, disponible en: <http://www.weforum.org>.

Dirección de Desarrollo Empresarial – DNP, Grupo de Regulación y Ambiente de los Negocios, Reporte de Competitividad Global del Foro Económico mundial 2009-2010: Resultados para Colombia - 2009.

Dirección de Desarrollo Empresarial – DNP, Grupo de Regulación y Ambiente de los Negocios. Reporte Global de Competitividad del Foro Económico mundial 2010-2011: Resultados para Colombia - 2010.

Lahore M., "Resultados del Reporte Global de Competitividad 2008-2009 por el Foro Económico Mundial", CAF, Oficina de Políticas Públicas y Competitividad.

"Colombia, trabas para la competitividad (2010)", Coyuntura, revista *Dinero*, disponible en www.dinero.com.

Guevara J., "Comienza una nueva era bursátil", Finanzas, revista *Poder*, disponible en: www.poder360.com.

Regulación

Decreto 4087 de 2010 expedido el 04 de noviembre de 2010. Por el cual se adiciona un capítulo al título sexto del Libro Quince de la Parte Segunda del Decreto 2555 de 2010.

Decreto 3960 expedido el 25 de octubre de 2010. Por medio del cual se sustituye el Libro Catorce de la Parte Segunda del Decreto 2555 de 2010.

Resolución Conasev No 107-2010-EF94.01.1, disponible en: <http://www.conasev.gob.pe/Novedades/2010/RC-068-2010.PDF>.

Recursos en Internet

(Morgan Stanley Capital International (MSCI) - International Equity Indices en http://www.mscibarra.com/products/indices/global_equity_indices/.

Web oficial de MILA: <http://www.mercadointegrado.com>.
<http://www.doingbusiness.org/WB Home>.

PRINCIPALES INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN



SUSCRÍBASE AL MEJOR ANÁLISIS DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN

Información estadística y soporte gráfico de las principales variables que permiten analizar el desempeño del sector en la coyuntura. Dentro de la información que incluye este producto se encuentra el comportamiento de las licencias de construcción, la evolución del número de metros cuadrados en construcción, por tipo de edificación, el valor y el número de las transacciones inmobiliarias, los nuevos préstamos hipotecarios aprobados a individuos y los nuevos créditos destinados a los constructores, así como los precios de la vivienda nueva por estrato. A esta información estadística se suma un análisis semestral del sector.

Suscripciones

ANIF - Asociación Nacional de Instituciones Financieras
Calle 70A N° 7-86 · Tels.: 310.1500, 310.1860
Línea gratis fuera de Bogotá 01.800.011.9907
mivanegas@anif.com.co

www.anif.co



Patricio D'Apice *

“Platanización” de un modelo de asignación de portafolio

Introducción

Existe cierto consenso en torno a cuáles serán los ejes del crecimiento de la economía colombiana en el próximo quinquenio. Infraestructura, energía y los servicios relacionados; los productos y servicios de valor agregado orientados al mercado doméstico; y las industrias relacionadas al agro tendrán un protagonismo fundamental. Los inversionistas privados están canalizando grandes inversiones (o planes de inversión) hacia estos grupos sectoriales y el gobierno está promoviendo las mismas sobre la base de las nuevas “locomotoras del crecimiento”.

Hasta allí todo muy bien. Sin embargo, una estrategia de inversión de largo plazo sólida requiere mayores precisiones. La teoría financiera ofrece diversas herramientas de optimización de portafolio cuando se trata de activos listados como acciones y bonos. Pero ¿cómo se puede optimizar una estrategia de inversión de largo plazo en empresas no listadas o en activos físicos relacionados a determinados sectores de producción? O mejor

**Una mirada al
pasado reciente
pareciera indicar
que la mejor manera
de invertir hoy es
concentrando el
capital en infraestructura,
petróleo y servicios
relacionados.**

dicho, ¿cómo distribuir la apuesta entre los principales sectores de crecimiento en Colombia para los próximos cinco años, sobre una base conceptual sólida?

En este artículo presentaremos un ejercicio de optimización de portafolio pensado para inversiones de largo plazo en empresas o activos no listados en Colombia. El objetivo es proveer un marco teórico-práctico para dicho análisis sobre la base de las herramientas de análisis financie-

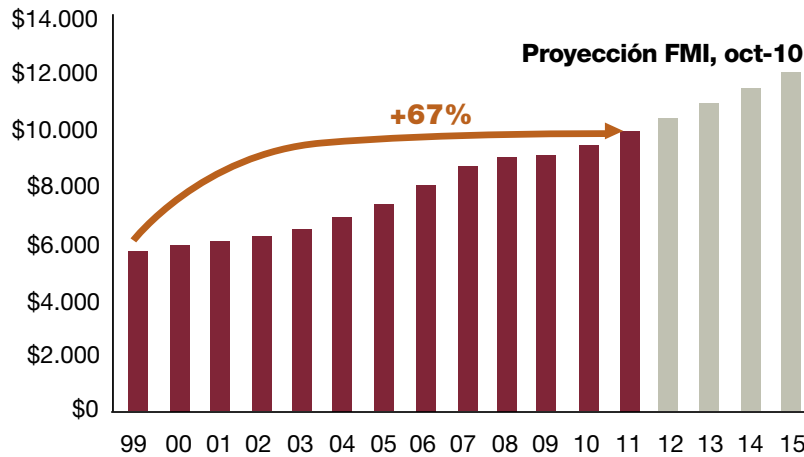
ro más difundidas. Como punto de partida agruparemos las actividades económicas en los tres grupos sectoriales mencionados más arriba, a los que llamaremos respectivamente: (i) servicios especializados (SE); (ii) crecimiento estratégico (CE); y (iii) agronegocios integrados (AI). Cada grupo sectorial será considerado como un activo que formará parte del portafolio a optimizar. Como resultado, obtendremos un portafolio de inversión de largo plazo que maximiza el retorno y minimiza el riesgo. Como “producto secundario”, formularemos ciertas conclusiones en términos de dinámica sectorial y perspectivas económicas.

Tendencias sectoriales

La economía colombiana ha experimentado importantes cambios en los últimos cinco a ocho años. La mejora de los indicadores de seguridad, el aumen-

* Socio Gerente Access SEAF International, Gestora de Fondos de Capital Privado.
E-mail: pdapice@access-seaf.com

Gráfico 1. PIB per cápita Colombia (US\$ a PPP)



Fuente: FMI, World Economic Outlook Database, octubre 2009.

to del poder adquisitivo de la población –vía aumento del PIB per cápita– y las inversiones en infraestructura, minería y energía están cambiando la dinámica del crecimiento económico. Nuevas actividades comienzan a destacarse y sectores antes pasivos asumen protagonismo en los planes de inversión y el desarrollo del país.

La mejora de la seguridad, sumada a la ampliación de la infraestructura de transporte y almacenamiento, está impulsando la expansión de la frontera agropecuaria. La gente vuelve al campo y cultivos más longevos y pasivos como el caucho dan lugar a otros más intensivos en supervisión y cuidados, como la soya y la palma. El aumento del poder adquisitivo y un sano optimismo –mejor conocido como “confianza del consumidor”– promueven una mayor demanda de productos y servicios de consumo más sofisticados. Más restaurantes de mejor calidad, centros de salud de alta complejidad, hoteles de cuatro y cinco estrellas, y por qué no, gimnasios modernos y spas, entre otras actividades. El boom de infraestructura y energía, por su parte, impulsa un sinnúmero de actividades conexas como la construcción, el transporte especializado, servicios de ingeniería, y demás

servicios especializados como la prospección de reservas, perforación y mantenimiento de pozos petroleros, y desarrollo de minas de oro.

En particular, y como veremos más adelante, una mirada al pasado reciente pareciera indicar que la mejor manera de invertir hoy es concentrando el capital en infraestructura, petróleo y servicios relacionados. Sin embargo, un enfoque de más largo plazo que incorpore una visión de futuro demuestra que aquel no sería un portafolio eficiente. Hacia adelante, el agro y la industria proveerán suficientes razones (e.g. baja correlación y retorno atractivo) como para incorporarlos en la estrategia con un peso nada despreciable.

Para este ejercicio, partiremos de la premisa de que tres grupos sectoriales liderarán el crecimiento en los próximos diez años. Estos son: (i) servicios y manufacturas de valor agregado orientados al mercado doméstico principalmente –“crecimiento estratégico”; (ii) servicios relacionados al sector de infraestructura y energía – “servicios especializados”; y (iii) los procesos de producción, transformación y comercialización de productos de origen agropecuario con valor agregado – “agronegocios integrados”.

Marco conceptual

Hay pocas cosas indiscutibles en la teoría económica y financiera. Una de ellas es la relación riesgo-retorno y su importancia para diseñar cualquier estrategia de inversión financiera (dejemos a un lado por el momento la inversión de carácter social). La Teoría Moderna de Portafolio de Harry Markowitz (1952)¹ es un excelente punto de partida. Dicha teoría busca maximizar el retorno y minimizar el riesgo de un portafolio de inversiones a través de la diversificación y el análisis de las correlaciones entre los distintos activos que lo componen. En particular, se busca combinar activos que tengan correlación baja o inversa en una proporción tal que para el mismo nivel de retorno, el riesgo (medido por el desvío estándar o volatilidad) sea el mínimo posible. Tan novedoso y valioso resultó este enfoque, que le valió al señor Markowitz el premio Nobel de Economía en 1990. Pero tiene una debilidad a la hora de aplicarla y es que requiere conocer la información sobre rentabilidad y volatilidad, la que generalmente se estima en base a datos históricos. Y como bien dicen los abogados y las bancas de inversión: “los retornos históricos no necesariamente reflejan el desempeño futuro...”.

Esto es especialmente cierto para la economía colombiana actual, que como se ha dicho, viene sufriendo una transformación productiva en los años recientes. ¿Qué hacer? Pues los señores

¹ Markowitz, Harry Max: “Portfolio Selection”; *Journal of Finance*, 7, (1), 77-91, American Finance Association; marzo 1952. Markowitz, Harry Max: “Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments”; John Wiley & Sons; 1959-1991. Markowitz recibió el Premio Nobel de Economía en 1990 junto a Merton Miller y William Sharpe por sus aportes al análisis de carteras de inversión.

res Fischer Black y Robert Litterman (1991 y 1992), de la firma Goldman Sachs, han aportado una solución elegante. El modelo Black-Litterman (MBL)² deriva la información sobre los retornos futuros de: (i) el equilibrio de mercado, y (ii) las expectativas particulares del inversionista, a través de sus especialistas. Los retornos esperados calculados a partir de las dos fuentes de información se desviarán de los retornos de equilibrio conforme a las expectativas establecidas por cada inversionista. La característica esencial de este modelo es que incorpora de manera explícita las expectativas de los inversionistas sobre la rentabilidad de los activos, en nuestro caso, sobre los tres grupos sectoriales.

Platanización

(o cómo hacer un patacón con teoría financiera moderna)

Para nuestro modelo Markowitz/Black-Litterman platanizado, hemos tomado como activos los tres grupos sectoriales mencionados. Utilizamos la metodología de Markowitz y le aplicamos el marco conceptual de Black-Litterman con el fin de incorporar los cambios de tendencia ocurridos en el pasado reciente y nuestra propia visión del futuro.

Se asume que un inversionista de capital privado (como un fondo de pensión, un fondo de capital privado o una oficina de familia) quiere construir un portafolio de inversión sobre la base de dichos grupos sectoriales. Cada grupo sectorial es un portafolio en sí mismo, compuesto de una gran cantidad de empresas privadas, entre las cuales el inversionista seleccionará las que tengan las mejores perspectivas con base en un riguroso análisis de su desempeño histórico, su nuevo plan de negocios y un buen número de almuerzos con buen vino. Como es imposible predecir cuántas y cuáles serán dichas compañías, asumiremos que el inversionista hará bien su tarea

de selección de empresas (y vinos), y nos concentraremos en optimizar la combinación de los tres grupos sectoriales. Es decir, qué proporciones de los tres activos “crecimiento estratégico”, “servicios especializados” y “agronegocios integrados” deberían constituir nuestro portafolio para maximizar el retorno y minimizar el riesgo.

El modelo utiliza como variables de entrada, la rentabilidad esperada de cada activo (en nuestro caso, cada grupo sectorial), su volatilidad histórica, y la tasa de libre de riesgo de Colombia. Para la rentabilidad y volatilidad hemos empleado la valiosa base de datos de la Superintendencia

reflejar una estrategia de inversión diversificada en empresas pequeñas y medianas. Primero, se excluyeron diez sectores que no caben en ninguno de los tres grupos sectoriales que hemos definido, y se agregaron diez subsectores que surgen de “abrir” ciertos sectores que tienen una definición demasiado amplia para nuestro enfoque.⁴ En segundo lugar, se tomaron empresas con ventas entre COP\$2.000 millones y COP\$125.000 millones (a precios constantes de 2008 para evitar el efecto inflacionario). Tercero, se excluyó un 10% de datos extremos de rentabilidad, para trabajar con un intervalo de confianza del 90%. Finalmente, se agruparon las empresas

La Teoría Moderna de Portafolio busca maximizar el retorno y minimizar el riesgo de un portafolio de inversiones a través de la diversificación y el análisis de las correlaciones entre los distintos activos que lo componen.

de Sociedades de Colombia, que mantiene información de estados financieros de 32.340 empresas colombianas, distribuidas en 64 sectores económicos, para el período 1995-2008. Como *proxy* de rentabilidad se utilizó el promedio simple de la variación porcentual interanual del margen operacional (EBIT)³ de las empresas. El riesgo se midió por la volatilidad (desvío estándar) de dicha variación interanual de EBIT. Como tasa libre de riesgo se utilizó el rendimiento de los TES a diez años, que se encontraba en un 8.47% al 30 de diciembre de 2009 (pues sí, hoy está más bajo que eso, pero no se preocupe, hemos elaborado una buena tabla de sensibilidades y los resultados no varían significativamente).

Para el cálculo de las variables hemos filtrado la base de datos para

en sectores, y en cada uno de los tres grupos sectoriales. Como resultado se obtuvo una muestra de 26.741 empresas agrupadas en 64 sectores.

² Black F. and Litterman R.: “Global Portfolio Optimization”; *Financial Analysts Journal*, CFA Institute; Septiembre 1992; pp. 28–43; JSTOR 4479577.

³ La rentabilidad de una inversión está dada por la variación en el valor de los activos más los dividendos pagados. En este caso, se asume que el valor de las empresas está dado por un múltiplo de EBIT que es estable en el largo plazo. Al utilizar EBIT, no es necesario contabilizar los dividendos pagados.

⁴ Para ello se realizó una subdivisión de ciertos sectores en base al código C.I.I.U. (Clasificación Industrial Internacional Uniforme).

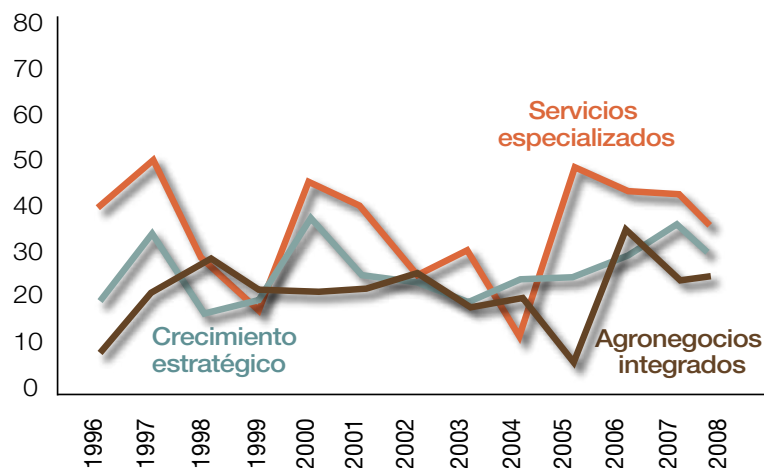
La rentabilidad de cada grupo sectorial se calculó como un promedio simple de las rentabilidades promedio de las empresas de la muestra. En este punto nos surgió la pregunta de si debíamos utilizar los promedios por empresas o por sectores económicos. Si se toman los promedios por empresa para cada grupo sectorial, no se predispone la asignación de inversiones por sectores; es decir, cualquier empresa vale, independientemente del peso de cada sector en la economía. Esto es válido para un portafolio de pocas inversiones, ya que éste difícilmente reflejará el abanico sectorial de la economía. Pero tiene la desventaja de que los sectores con mayor cantidad de empresas tendrán mayor influencia en la muestra.

Si, alternativamente, se pretende reflejar en la decisión del inversionista la composición sectorial de la economía con fines de diversificación, se deben agrupar las empresas por sectores económicos, obtener el retorno promedio de cada sector y luego obtener el promedio de rentabilidad de cada uno de nuestros tres grupos sectoriales. La desventaja de este enfoque es que presupone la asignación de inversiones del inversionista con base en la composición sectorial de la economía, lo que no aplica para portafolios pequeños. Ambos enfoques tienen sus pros y sus contras, y no hemos hallado elementos suficientes para escoger uno sobre el otro. Por lo tanto, hemos tomado la decisión salomónica de combinar ambos métodos en igual proporción. Las pruebas realizadas demostraron que la diferencia en los resultados de utilizar un enfoque, el otro o la combinación de ambos no es significativa.

Resultados de la muestra

Cuando analizamos el comportamiento histórico de nuestra muestra de empresas, podemos observar dos

Gráfico 2. Variación porcentual EBIT por grupo sectorial



resultados muy interesantes. Primero, la rentabilidad promedio de una inversión en cualquiera de los tres grupos sectoriales habría sido muy atractiva. Salvo dos excepciones puntuales para “agronegocios integrados” en 1996 y en 2005, y una para “servicios especializados” en 2004, las rentabilidades promedio se han mantenido por encima del 18% anual. Si bien es cierto que hemos eliminado de la muestra el 10% de los datos extremos, éstos son tanto los perdedores (5% más bajos) como los ganadores (5% más altos). Una estrategia de inversión diversificada y proactiva debería haber obtenido resultados similares a los de la gráfica.

La segunda observación importante es la baja correlación de “agronegocios integrados” con los otros dos grupos sectoriales (ver matriz de varianzas y covarianzas). Nótese que la desaceleración de “crecimiento estratégico” en 1998 se contrapone con un aumento de

la rentabilidad de “agronegocios integrados”. A la inversa, en el año 2000 AI se mantiene estable, mientras que CE y SE tienen picos de rentabilidad. Finalmente, la fuerte desmejora de AI en 2005 tiene como contrapartida un pico de rentabilidad de SE. Ya podemos ir anticipando que cada uno de los tres grupos sectoriales deberá tener una participación significativa en cualquier portafolio diversificado y eficiente.

Resultados del modelo de optimización platanizado

Ya vimos que los tres grupos sectoriales analizados han mostrado un buen desempeño histórico y una baja correlación, lo que probablemente amerite combinarlos en nuestro portafolio eficiente, en proporciones importantes. Entonces, ¿cómo sería nuestro portafolio eficiente y qué resultados podemos esperar de una inversión en él? Veamos: con base en la información histórica y combinando los dos enfoques de muestreo mencionados anteriormente, se observaban los siguientes resultados, en términos de rentabilidad esperada, volatilidad (riesgo) y relación riesgo-retorno (Índice de Sharpe):

MATRIZ DE VARIANZAS Y COVARIANZAS

	AL	SE	CE
AL	0.006	-0.002	0.001
SE		0.014	0.005
CE			0.004

Muestra histórica (27.741) empresas, 1995-2008)

Grupo sectorial	Rentabilidad esperada ($E(\mu)$)	Volatilidad σ	Índice de Sharpe	Composición portaf. óptimo
Agronegocios integrados	22%	0.06	2.1	37%
Servicios especializados	34%	0.11	2.4	26%
Crecimiento estratégico	28%	0.07	2.8	38%
Portafolio óptimo	27%	0.04	5.3	100%

No se deje cegar por el desempeño estelar de algunos pocos sectores en el pasado reciente; tenga en cuenta en la formulación de estrategia de inversión que en el largo plazo, un portafolio bien diversificado debe incluir porciones significativas de otros sectores que han sido importantes en el pasado o que apenas están empezando a despegar.

Las altas rentabilidades de los tres grupos sectoriales se explican por un buen desempeño histórico de la economía en su conjunto, sumado al “recorte” de los datos históricos extremos (esto último es compatible con el enfoque selectivo y proactivo que tendría un inversionista de capital privado). Se destaca la alta rentabilidad del grupo de “servicios especializados”, influido por el *boom* del petróleo e infraestructura de los últimos cinco años. Vale también destacar la mejora significativa en el Índice de Sharpe (relación riesgo/

retorno), al combinar los tres activos en un portafolio optimizado.

Sin embargo, hacia el futuro, estos resultados pueden tener una validez limitada, ya que recogen información de desempeño de los últimos trece años, y muchas cosas han cambiado en ese período. Además, muchas compañías que existían hace diez años, pueden no existir ahora, o ser muy diferentes. Veamos qué sucede entonces si corremos el modelo de Markowitz con información del período más reciente 2004-2008. Desde 2004, el número de empresas obligadas a

reportar información financiera a la Superintendencia de Sociedades se duplicó, lo que nos permite construir una muestra que sólo incluya empresas que reportaron información durante todo el período de muestreo. De esta manera se obtiene una muestra homogénea y “compacta” de 5.461 empresas. Veamos los resultados en el cuadro inferior.

Como era de esperar, el grupo sectorial de “servicios especializados”, relacionado a infraestructura y energía, ofrece la combinación de rentabilidad y riesgo más atractiva. ¡Tanto es así que el modelo nos indica que no perdamos el tiempo con los otros sectores y le apostemos todo a éste! Pero todos sabemos (o intuimos) que esa sería una decisión de escaso sentido común.

La asignación óptima obtenida (de aparente poco sentido común) se explica por una combinación de dos factores: (i) un crecimiento generalizado de todos los sectores de la economía en el período 2004-2008, donde los tres grupos sectoriales tienen una alta correlación positiva (todos crecen sin interrupción); y (ii) un fuerte crecimiento del sec-

Muestra pasado reciente (5.461 empresas, 2004-2008)

Grupo sectorial	Rentabilidad esperada ($E(\mu)$)	Volatilidad	Índice de Sharpe	Composición portaf. óptimo
Agronegocios integrados	16%	0.27	0.3	0%
Servicios especializados	57%	0.13	3.7	100%
Crecimiento estratégico	25%	0.11	1.5	0%
Portafolio óptimo	57%	0.13	3.7	100%

tor petrolero y alza sostenida de la demanda de servicios relacionados a infraestructura. Dado que los tres grupos sectoriales tienen correlación positiva, el modelo sugiere asignar toda la inversión a la estrategia con el Índice de Sharpe más alto que es la de “servicios especializados”.

Pero esto no va a ser así por siempre. Como lo hemos mencionado, hay otros sectores o grupos sectoriales que comenzarán a destacarse en los próximos años, como es el caso del agro, y los productos y servicios de valor agregado para el mercado doméstico. Para incorporar esta visión en nuestro modelo, vamos a utilizar el marco conceptual de Black-Litterman y permitírnos modificar el retorno esperado de cada grupo sectorial con base en nuestras propias expectativas. Esto es, creemos que la rentabilidad esperada de cada grupo sectorial hacia el largo plazo se parecerá bastante a la rentabilidad histórica, pero incorporará en alguna medida los cambios estructurales de los últimos cinco años.

Para reflejar esta visión, hemos combinado la información histórica de largo plazo (trece años) con el pasado reciente (cinco años), en dis-

Resultados modelo de optimización combinado

Grupo sectorial

Agronegocios integrados
Servicios especializados
Crecimiento estratégico

Poderación pasado reciente α :

5%	10%	15%
34.7%	32.9%	31.0%
29.7%	33.4%	37.1%
35.6%	33.8%	31.9%



Comportamiento Esperado

Portafolio $\alpha = 10\%$

$E(\mu)$	σ	Sharpe
28%	0.05%	4.3%

tintas proporciones: 5%, 10% y 15% de ponderación del pasado reciente. Como se muestra en la tabla siguiente, para una ponderación “ α ” del 10% del pasado reciente, la participación de cada uno de los tres grupos sectoriales en el portafolio óptimo se acerca a 1/3. Cuanto más peso le damos al pasado reciente, mayor asignación tiene “servicios especializados”, en el portafolio óptimo, y a la inversa.

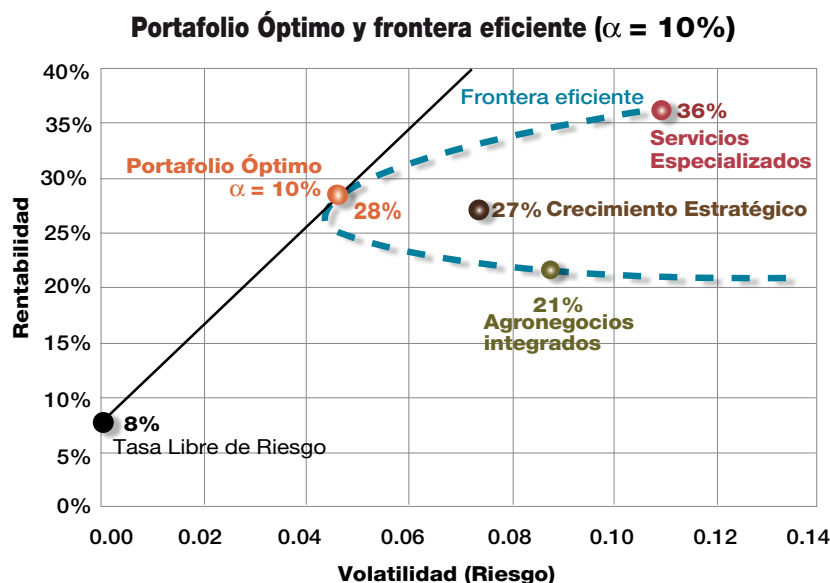
El portafolio óptimo para α del 10% tiene una rentabilidad esperada del 28% anual con una volatilidad de 0,05, lo que da un Índice de Sharpe bastante atractivo de 4,3. Claro que estos resultados dependen bastante

del peso que le da cada inversionista al pasado reciente en la formulación de sus estrategias a futuro. Pero la principal conclusión es que la teoría confirma que cada uno de los tres grupos sectoriales seleccionados debe tener una participación importante en una estrategia de inversión de capital privado de largo plazo, diversificada. Los tres grupos tendrán un papel relevante en la dinámica de la economía colombiana de los próximos años y ofrecen bajas correlaciones entre sí, lo que hace atractiva su combinación.

Ergo, no se deje cegar por el desempeño estelar de algunos pocos sectores en el pasado reciente; tenga en cuenta que, en la formulación de una estrategia de inversión de largo plazo, un portafolio bien diversificado debe incluir porciones significativas de otros sectores que han sido importantes en el pasado o que apenas están empezando a despegar.

Mención

Quiero destacar la participación en este estudio de Carlos Ignacio Rojas ex vicepresidente de Anif y el equipo de Access SEAF (Héctor Cateriano, Juan Manuel de Pombo, Hernán Pérez, Juan Carlos Moreno y Rafael Salas); en particular, Juan Carlos Moreno ha tenido un papel fundamental en la construcción y manipuleo de las bases de datos.



Productividad y Tasa de Cambio Real en Colombia *

Anif ha venido planteando que, hacia el mediano y largo plazo, los determinantes de la Tasa de Cambio Real son fundamentalmente de carácter real, donde juegan un papel central el balance fiscal, la flexibilidad del mercado laboral, la estructura de la balanza de pagos, el grado de apertura, los costos de transporte, etc.. Todas estas variables se reflejan en el comportamiento de la Productividad Total de los Factores (PTF). Usualmente, un crecimiento acelerado sostenible conduce a apreciaciones cambiarias que manifiestan el mejor posicionamiento de una economía. Dicha apreciación debe poderse “contrabalancear” con ganancias en la PTF (ver *Informe Semanal* No. 1048 de octubre de 2010).

Cabe entonces preguntarse en qué medida Colombia está en capacidad de mostrar ganancias en la PTF que le permitan ejercer dicho “contrabalanceo”. Como veremos, dado el estancamiento en materia de la PTF, en Colombia los exportadores no están teniendo la opción de compensar la apreciación cambiaria con abaratamiento de los costos de transporte o de la mano de obra (donde el salario mínimo ahora bordea los US\$400 mensuales, una vez se imputan todas las cargas laborales y parafiscales).



Por todas estas razones, Anif considera que en el corto plazo las autoridades económicas tendrán que aplicarse en la contención de los flujos de capital externo de corto plazo. Ya hemos comentado las medidas del 29 de octubre que tomó el gobierno para intentar aplacar la grave apreciación cambiaria (ver *Informe Semanal* No. 1050 de noviembre de 2010).

Allí vimos cómo dichas medidas apuntaban en la dirección correcta de limitar el endeudamiento privado externo a través de retirarles su deducción tributaria. Ello equivale a haber impuesto una especie de “sobretasa-tributaria” del 33% a di-

cho endeudamiento (medida similar a la cuasi fiscal del 40% de sobreencaje adoptada por el BR en el período 2007-2008). Infortunadamente, aún queda por taponar el efecto de los capitales especulativos *offshore*. Entre tanto, el BR continúa dando sólo tímidas señales de contención de la apreciación cambiaria al anunciar, en esa misma fecha, que extendería la forma de su intervención (directamente a través de la Cámara de Compensación) y el plazo de éstas (hasta marzo de 2011).

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1051 del 16 de noviembre de 2010.

En esta nota analizaremos el comportamiento de la productividad en Colombia para poner en perspectiva dichas posibilidades de “contrabalanceo” frente a la marcada apreciación cambiaria. El mensaje es que, en este frente de la PTF, Colombia aún deja mucho que desear tanto en términos de su propio desarrollo histórico como frente a lo que ocurre en Brasil, Chile o Asia (ver *Comentario Económico del Día 3* de noviembre de 2010). De allí nuestra preocupación por el agravamiento del proceso de des-industrialización que hoy experimenta el país y los riesgos de repunte del desempleo.

Simplemente, el auge minero-energético continuará presionando a la baja la tasa de cambio y la PTF no ejercerá un “contrabalanceo” adecuado, al tiempo que las medidas de corto plazo no lucen, hasta la fecha, muy contundentes para enfrentar dicha apreciación real. Igualmente analizaremos la dinámica de la relación capital/ trabajo (K/L) y la del Costo Laboral Unitario (CLU).

La experiencia internacional

En medio de la peor crisis de las últimas tres décadas, Estados Unidos ha reaccionado macroeconómicamente en dos frentes que le han permitido crecer a ritmos del 2.5% anual durante el año 2010: a) sus costos laborales se han reducido rápidamente, gracias a la flexibilidad de su mercado laboral, aunque ello ha implicado niveles elevados y persistentes de desempleo del 9.5%-10%; y b) el dólar se ha devaluado cerca de un 15% real frente a las monedas duras (euro, yuan y yen), recuperando su sector exportador.

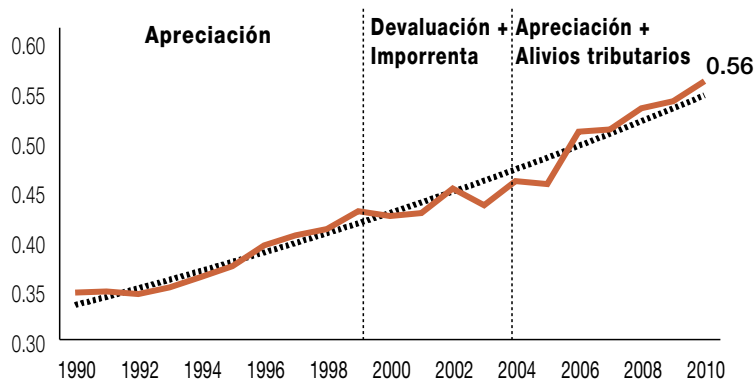
El conjunto de estos factores ha permitido que la Productividad Laboral (PL) en Estados Unidos se haya incrementado en un 1.1% en 2009 y en un 3.2% en 2010. A su vez, el Costo Laboral Unitario (CLU = PT – ajuste salarial medio) varió un -5.4% en 2009 y un estimado del 0.4% en 2010.

El equipo de Santos está planeando y gestionando con gran esmero la aceleración de las obras de infraestructura; cuando los frutos de ello se den a la vuelta de dos o tres años, entonces los exportadores podrán ver compensada la apreciación cambiaria con menores costos de transporte.

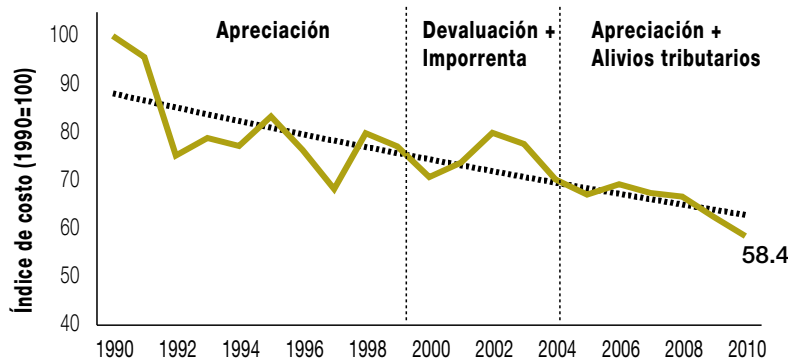
En el caso europeo, los resultados han sido menos alentadores. Si bien su tasa media de desempleo también se elevó del 7.1% en el año 2007 al 8.4% en 2010, la contracción del Producto llegó al -4% en 2009 y tan sólo se recuperará al 1.7% en 2010. Ello ha ocasionado que su PL decreciera

al -2.5% en 2009 y tan sólo crezca al 1.9% en 2010. A su vez, el CLU no se ha ajustado lo suficiente para volver a Europa más competitiva. Como si fuera poco, la relación dólar/euro, en vez de encaminarse hacia la franja de equilibrio de 1.20-1.25, ha persistido en niveles muy apreciados

Gráfico 1.
Evolución de la relación capital-trabajo (K/L)



Evolución del costo relativo del capital (Pk/PI)



Fuente: cálculos Anif.

Cuadro 1. Productividad laboral y total de los factores en Colombia (Promedios anuales)

Períodos	Productividad laboral	Productividad total de los factores	Productividad total de los factores-ajustada
1950-1966	1.7	0.6	n.d.
1967-1974	3.2	2.0	n.d.
1975-1980	0.3	-0.2	n.d.
1981-1989	-3.0	-2.7	-2.2
1990-1997	1.4	0.3	0.3
1998-2002	-0.7	-1.4	-1.2
2003-2007	5.3	3.3	2.9
2008-2010(p)	-3.9	-1.9	-2.9
Históricos			
1950-1980	1.8	0.8	n.d.
1981-2010(p)	0.0	-0.6	-0.6
1950-2010(p)	0.9	0.1	n.d.

(p) Proyectado.

Fuente: cálculos Anif.

de 1.35-1.40. Esta doble inflexibilidad laboral y cambiaria (por estar circunscrita a un grupo de países) está afectando negativamente la capacidad de recuperación del sector exportador de Europa, tal vez con la notable excepción de Alemania.

La productividad en Colombia

Mencionábamos que la pregunta clave en Colombia era: ¿cuánto de esta apreciación cambiaria real se podría compensar por la vía de incrementos en productividad? Lo primero que cabe señalar es que ha habido un uso creciente del factor capital respecto al factor trabajo como resultado de los alivios tributarios al primero y las sobrecargas del segundo. Durante el período 2009-2010 dicha relación superó su tendencia de largo plazo, alcanzando un 56% (ver gráfico 1). Ello debería haber impulsado la productividad de forma dinámica, así fuera sacrificando puestos de trabajo, pero ese repunte de la productividad tampoco se dio.

En efecto, la evolución de la PL y de la PTF en Colombia ha sido procíclica. La correlación de largo plazo

entre el crecimiento del PIB-real y el de la PTF ha sido alta (0.75) durante 1951-2010. En el período más reciente 1990-2010, la correlación inclusive se ha elevado a un promedio de 0.84 (con rango 0.77 a 0.91 según los ciclos). Como resultado de esa prociclicidad entre productividad y crecimiento, observamos que, durante el período 2003-2007, se había presentado un significativo incremento de la PL a ritmos del 5.3% anual y de la PTF a

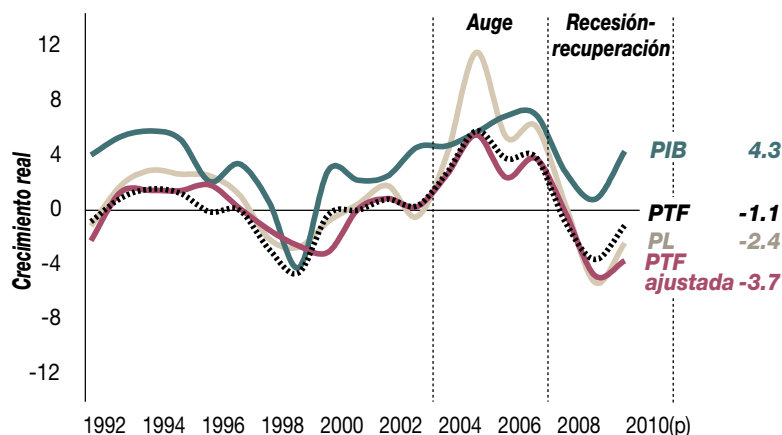
ritmos del 3.3% anual (ver cuadro 1). Sin embargo, en el período de recesión-recuperación (2008-2010), dicha PL se contrajo a ritmos del -2.4% anual y la PTF a ritmos del -1.9% anual (ver gráfico 2). Esto lo que demuestra, entre otros hechos, es que las exageradas exenciones tributarias que se arroparon bajo la “confianza inversionista” poco hicieron para contrarrestar esa caída de la productividad, a pesar del incremento en la relación de uso capital/trabajo.

De forma similar, vemos que en términos del Costo Laboral Unitario (CLU = PT – ajuste salarial medio), éste se había reducido durante 2003-2007, gracias a la buena dinámica de la PT antes comentada. En el gráfico 3 se observa cómo el índice del CLU se redujo de niveles de 142 a 123 durante ese período 2003-2007. Sin embargo, en el ciclo recesivo-recuperación de los años 2008-2010, la PT cayó y con ello arrastró al alza el CLU hasta que su índice llegó al pico de 148.

Conclusiones

En síntesis, hemos visto cómo Colombia no ha tenido buenas oportunidades para “contrabalancear” esa preocupante apreciación cambiaria durante el período 2008-2010. Simplemente, en la fase de recesión-recuperación (2008-

Gráfico 2. Evolución del crecimiento del Producto Interno Bruto y la productividad (%)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

Riesgo Industrial

2011



Es una publicación sectorial que analiza el desempeño de cada uno de los principales sectores industriales del país y presenta sus perspectivas futuras. Es ideal para entidades financieras, y empresas con intereses diversos que requieran información de tendencias y riesgos sectoriales para la toma de decisiones ejecutivas.

SUSCRÍBASE

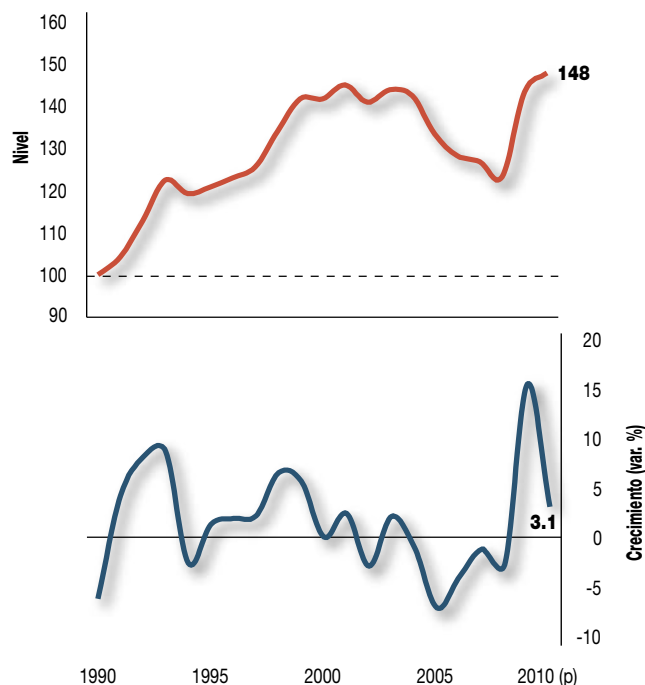
A la más reciente publicación de Riesgo Industrial Anif

Asociación Nacional de Instituciones Financieras
Suscríbase al Departamento Comercial
Teléfonos: 051. 312. 45.03 / 051. 310 15 00 Ext. 113 / 122
mivanegas@anif.com.co

www.anif.co

Calle 70A N° 7-86 Bogotá • Colombia

Gráfico 3. Costos Laborales Unitarios en Colombia 1990-2010 - Año base 1990=100



Fuente: cálculos Anif.

2010) la PL se contrajo a ritmos del -2.4% anual y la PTF a ritmos del -1.9% anual. Este comportamiento contrasta negativamente con el comportamiento del período 2003-2007, cuando dicha PL logró crecer a ritmos del 5.3% anual y la PTF a ritmos del 3.3% anual.

La administración Santos está haciendo encomiables esfuerzos por poner la casa en orden, particularmente en dos frentes donde el legado Uribe I-II no fue satisfactorio. El equipo de Santos está planeando y gestionando con gran esmero la aceleración de las obras de infraestructura; cuando los frutos de ello se den a la vuelta de dos o tres años, entonces los exportadores podrán ver compensada la apreciación cambiaria con menores costos de transporte. De igual forma, se está trabajando para flexibilizar el mercado laboral. Empero, los resultados aún no lucen promisorios, pues la estrategia de reducir las cargas parafiscales trabaja lentamente y en el margen, en vez de haberse iniciado con una reforma tributaria y laboral de carácter estructural.

Como las posibilidades de “contrabalancear” la apreciación cambiaria con menores costos de transporte y laborales no está a la mano en el corto plazo, entonces es urgente apretar el paso en las medidas a tomar por parte del gobierno para evitar este fenómeno. Las cifras aquí analizadas nos indican que la PT y la PTF han sido negativas en el período 2008-2010 y, por esta vía, nuestros exportadores de bienes y servicios no tradicionales no lograrán competir adecuadamente en el entorno internacional, hasta tanto no veamos los frutos del mediano plazo en materia de infraestructura y flexibilización laboral. **ANIF**

Remesas y crisis internacional: su impacto sobre Colombia

La llamada Gran Recesión (2007-2010) ha tenido un negativo impacto sobre el mercado de remesas internacional. Sus efectos se han manifestado por una doble vía: de una parte, al reducirse la capacidad de ahorro de los inmigrantes en el mundo desarrollado, se han reducido los montos de dichas remesas y ello impacta el bienestar de los suyos en los mercados emergentes; de otra parte, muchos de esos inmigrantes se han visto forzados a regresar a sus lugares de origen al quedar cesantes, con lo cual ellos mismos presionan el mercado laboral local, incrementando la tasa de participación laboral y la del desempleo. En el caso de Colombia, este doble drama lo viven especialmente las zonas del norte del Valle y buena parte de la zona cafetera, donde la tasa de desempleo abierto casi que duplica la tasa nacional (por ejemplo, un 21%-22% en ciudades como Pereira o Manizales vs. el 11%-12% nacional).

Afortunadamente, lo peor parece que va quedando atrás. En efecto, el Banco Mundial (2010) reportó recientemente que, tras un descenso del 9.6% en el flujo (en dólares) de las remesas hacia América Latina durante 2009, éstas podrían llegar a crecer un 0.5% durante 2010. Nótese, en todo caso, que

América Latina es una de las regiones más afectadas. Se estima que, en 2010, el flujo de remesas tan sólo crecería un 0.5%. En el caso de Colombia, dada su concentración de emigrantes hacia Estados Unidos y España, se proyecta una contracción del 6% en 2010 frente a 2009, dejándolas en niveles de US\$3.900 millones (1.8% del PIB).

se trata de una recuperación incipiente que tiene en contra la persistencia de las elevadas tasas de desempleo en Estados Unidos (9%-10%) y España (20%-21%), la fuente principal de las remesas en muchos países de la región.

Dado que en el caso de Colombia el grueso de las remesas proviene precisamente de Estados Unidos y España, no es de extrañar que los pronósticos todavía indiquen que dicho descenso continuará en 2010. Para este año se pronostica que las remesas pasarían de US\$4.145 millones en 2009 a unos

US\$3.900 millones en 2010, lo cual implica un descenso del 6% (en dólares). Cabe recordar que en el momento pico se habían registrado US\$4.800 millones en el año 2008 (2% del PIB) frente a los US\$1.500 millones (1.7% del PIB) de inicios de esa década. Ese auge de remesas había incrementado el ingreso disponible de numerosas familias en toda la zona cafetera y, especialmente, en el norte del Valle. Ello se había manifestado en un incremento significativo del consumo de bienes semidurables y adquisiciones de vivienda durante 2002-2008.

Anif había venido mencionando que la crisis de la economía norteamericana generaría “efectos cascada” que afectarían la dinámica del crecimiento de América Latina por varios canales: 1) la menor demanda de las exportaciones por parte de Estados Unidos y Europa; 2) la caída en los precios de los *commodities*, conduciendo a un deterioro en términos de intercambio; 3) vía desvalorizaciones financieras debido a una menor demanda de nuestros activos de renta fija-variable; y 4) la reducción del flujo de remesas por cuenta del mayor desempleo en las

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1047 del 19 de octubre de 2010.

economías desarrolladas (ver *Informe Semanal* No. 917 de febrero de 2008).

En esta nota analizaremos la dinámica actual de las remesas y sus perspectivas para 2011. El telón de fondo no es muy favorable, pues Estados Unidos probablemente estará creciendo a tasas del 1% en 2011 en vez del 3% que se pronosticaba meses atrás. En el caso de España, el crecimiento esperado para el año 2011 es cercano a cero; en ambos casos se teme que las cifras de desempleo abierto continuarán en sus umbrales actuales durante 2011; es decir, del 9% en Estados Unidos y del 20% en España.

Impacto sobre América Latina

Las cifras de la Cepal señalan que América Latina estará acelerando su crecimiento a un 5.2% durante el año 2010 frente al -1.8% registrado en 2009. A ello contribuyen los buenos precios de los *commodities* exportados por la región y también el mejor comportamiento de las remesas. El BM, por ejemplo, estima que el flujo de remesas hacia los países en desa-

rollo crecerá un 1.4% (en dólares), pasando de US\$317.000 millones en 2009 a unos US\$322.000 millones en 2010. En el caso de los países pertenecientes a la CAN, las remesas pasarían de US\$10.001 millones a US\$10.737 millones (un incremento del 7% durante 2010). Ésta es una buena noticia frente a la contracción del 11% observada el año anterior.

México sufrió una grave contracción de sus remesas en 2009 (-16%). Las cifras de enero-julio de 2010 todavía muestran una caída, pero de menor magnitud (-3.2% anual). En los casos de Brasil (-17%) y Perú (-6%), también se registraron caídas pronunciadas en 2009, pero allí la fuente era la crisis de Japón (ver gráfico 1).

Las encuestas realizadas por el BID-Fomin indican que en Brasil cerca del 46% de las remesas se destinaba a complementar el consumo básico de los hogares, mientras que en El Salvador dicho porcentaje llegaba a un 84%. En general, el uso de las remesas tenía un alto componente de sobrevivencia por parte de sus receptores; en Ecuador, sólo el 2% de las remesas complementaba gastos educativos y, en México,

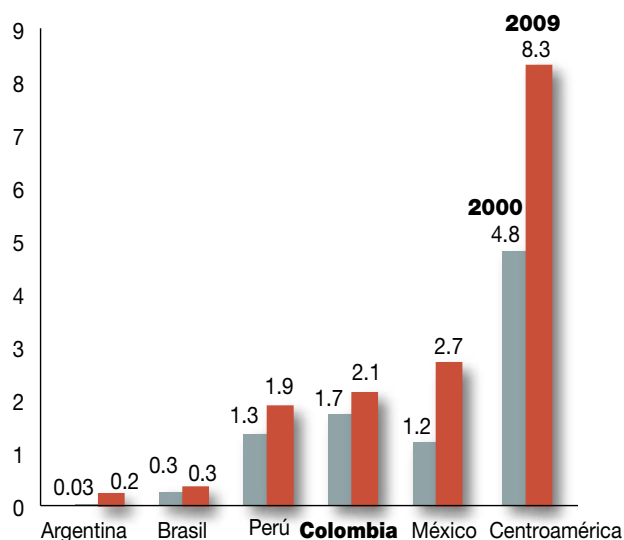
un 1% se usaba para “crear nuevos negocios” (ver *Informe Semanal* No. 994 de septiembre de 2009).

El caso de Colombia

Junto con Perú, Colombia ha sido una de las menos afectadas por la crisis internacional, creciendo un 0.8% en 2009. Para el año 2010, el grueso de los analistas pronostica un crecimiento cercano al 4.5%, cifra similar a la esperada por el gobierno y el Banco de la República. Anif se mantiene en su pronóstico del 4.3%, una vez constatamos que en el segundo semestre creció un 4.5%, en línea con lo proyectado por nuestro ALI tres meses atrás.

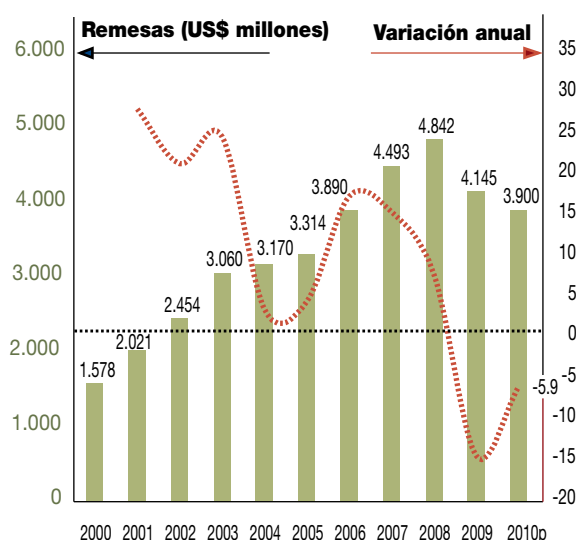
El flujo de remesas hacia Colombia registró un crecimiento del 15% anual (promedio del período 2000–2008). Para 2003, dichas remesas ya representaban US\$3.000 millones (3.3% del PIB) y, en 2008, ascendieron a su valor pico de US\$4.842 millones (2% del PIB), ver gráfico 2. En 2009 se observó una caída del 14% en dicho flujo de remesas (en dólares), pasando de US\$4.842 millones a US\$4.145 millones. Dadas las dificultades económicas y la situación de

Gráfico 1. Remesas de trabajadores en América Latina (% PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en FMI y BM.

Gráfico 2. Evolución de las remesas en Colombia (US\$ millones ; 2000 - 2010p)



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

elevado desempleo en Estados Unidos (fuente del 38% de nuestras remesas) y de la Unión Europea (fuente del 45% de nuestras remesas), se ha estimado que las remesas que recibirá Colombia descenderán hacia los US\$3.900 millones al cierre de 2010, registrando una caída del 6% (en dólares).

Según la Encuesta Nacional de Migración (Observatorio Colombiano de Migraciones, 2009), Colombia tiene 4.3 millones (10%) de sus ciudadanos viviendo en el exterior. En Estados Unidos residen cerca de 1.5 millones (35%), en España 990.000 (23%) y en Venezuela unos 780.000 (18%). Estos países explican el 75% de dicha “diáspora”. El grueso de esa población tiene edades entre los 18-44 años, donde un 63% son varones y el 74% de ellos tiene educación “alta”.

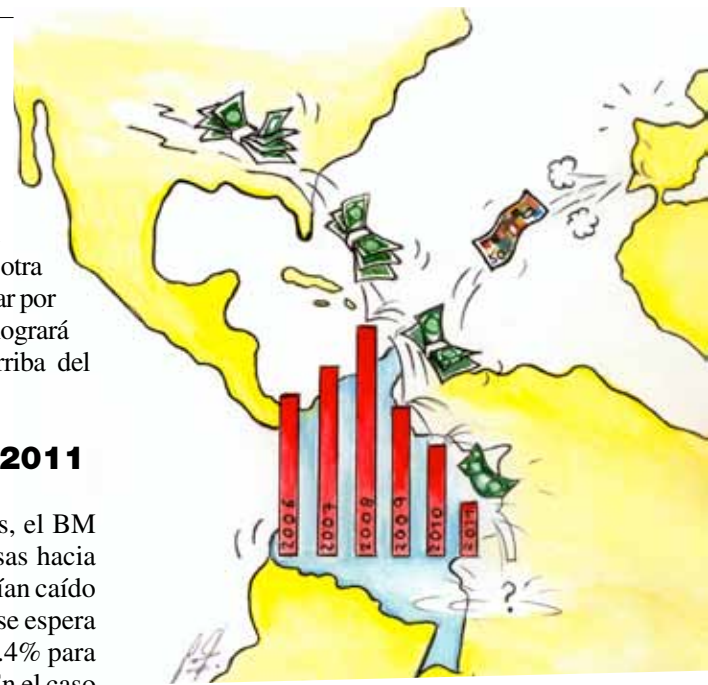
Anif había establecido que existe una baja elasticidad de dichas remesas al diferencial de tasas de interés (ver *Informe Semanal* No. 833 de mayo de 2006). En épocas “normales”, dichas remesas parecen simplemente compensar en dólares las variaciones en cambio para mantener el “ingreso en pesos” constante. Según esta hipótesis, si la situación internacional fuera “normal”, cabría esperar un incremento del 12% en las remesas de 2010 por cuenta de la apreciación peso/dólar (promedio), pero todo indica que se estará dando un descenso del 6% en dólares. Esto implica que “el poder adquisitivo”

derivado de las remesas en realidad estará generando una caída del 18% durante 2010, lo cual obviamente viene a restarle dinamismo a la demanda agregada local. Ésta puede ser otra razón más que ayuda a explicar por qué Colombia difícilmente logrará estabilizar su crecimiento arriba del 5% en el futuro cercano.

Pronósticos 2010- 2011

Como ya lo comentamos, el BM (2010) señala que las remesas hacia los países en desarrollo habrían caído un 6.1% durante 2009, pero se espera una ligera recuperación del 1.4% para el año 2010 (ver cuadro 1). En el caso de América Latina, el crecimiento de las remesas sería sólo del 0.5% en 2010 y del 3.5% en 2011.

El BM y el BID han seguido trabajando en la línea del abaratamiento transaccional referido a las remesas. Ello implica acelerar la bancarización y profundizar los mercados de capitales en el mundo emergente. Se ha estimado que por cada US\$200 remitidos desde Estados Unidos a Centroamérica se continúa cobrando un valor de US\$12 (6%); los remitidos a Brasil cuestan US\$32 (16%). La meta es que se reduzcan los costos en un 5%, esto permitiría preservar el ingreso de los hogares receptores de divisas.



Conclusiones

Hemos visto que las remesas juegan un papel importante a la hora de complementar los ingresos de numerosas familias del mundo subdesarrollado. Durante 2000-2007, dichas remesas ascendieron, pero la crisis financiera (2007-2009) las afectó, generándose una contracción del 6.1% en valor remitido (en dólares). Para 2010, se espera una ligera recuperación de dichos flujos en cerca del 1.4%. Los pronósticos para el año 2011 encierran una gran incertidumbre, dados los elevados riesgos de “recaída” económica en Estados Unidos y también en Europa, con persistente y elevado desempleo.

Como vimos, América Latina es una de las regiones más afectadas. Se estima que, en 2010, el flujo de remesas tan sólo crecería un 0.5%. En el caso de Colombia, dada su concentración de emigrantes hacia Estados Unidos y España, se proyecta una contracción del 6% en 2010 frente a 2009, dejándolas en niveles de US\$3.900 millones (1.8% del PIB). Esta trayectoria esperada en las remesas no contribuirá a superar las dificultades de elevado desempleo y lento crecimiento que se vive en las zonas cafeteras y el norte del Valle del Cauca. ANIF

Cuadro 1. Pronósticos del crecimiento de los flujos de remesas para países en desarrollo (%)

	2010 p	2011 p
Países en desarrollo	1.4	3.9
Países de ingreso bajo	2.6	4.6
Países de ingreso medio	1.2	3.8
Asia oriental y Pacífico	0.8	3.7
Europa y Asia central	2.7	5.0
América Latina y el Caribe	0.5	3.5
Colombia	-6.0	7.7

Fuentes: cálculos Anif y Banco Mundial.

El mercado de derivados de electricidad en Colombia *

Anivel internacional, el precio de la energía eléctrica muestra una elevada volatilidad en función de los cambios climáticos y de la variación de los volúmenes y de los precios de *commodities* estratégicos (especialmente el del petróleo). Dado que el principal negocio de las empresas generadoras y distribuidoras de electricidad no debe ser el financiero sino de producción real de esos servicios, se ha desarrollado una serie de instrumentos para otorgar cobertura financiera en estos mercados. Se trata de mitigar los riesgos provenientes de las fluctuaciones y asegurar un flujo de caja suficiente para sostener dichos negocios en el mediano plazo. El uso de este tipo de herramientas financieras debe permitir la expansión ordenada de los servicios de energía.

La Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y la administradora de la bolsa de energía (conocida como XM) lanzaron el pasado 23 de septiembre un proyecto para impulsar el mercado de derivados de electricidad en Colombia. Se trata del sistema Derivex. Estos instrumentos de cobertura buscan moderar los riesgos de las firmas generadoras y distribuidoras de energía. Cabe señalar que, en momentos de alta volatilidad, los precios de la electricidad se han llegado a elevar en el

La experiencia internacional en los mercados de derivados de energía sugiere la necesidad de contar con una cámara de compensación que evite la materialización del riesgo de contraparte.

rango 19%-26% anual por causa de las alteraciones climáticas que producen los fenómenos conocidos como Niño/Niña de los años recientes.

Resulta útil entonces analizar la evolución de estos mercados a nivel internacional y local para dimensionar la importancia de los desarrollos en materia de coberturas financieras relacionadas con el mundo energético. En esta edición de *Enfoque* examinaremos la evolución de estos mercados a nivel internacional, especialmente el desempeño del mercado nórdico de derivados de energía (conocido como Nordpool). Adicionalmente, analizaremos qué sucede en el mer-

cado de energía en Colombia y sus implicaciones para el desarrollo de los nuevos instrumentos derivados propuestos.

Los derivados de energía en el mundo

La experiencia internacional en los mercados de derivados de energía sugiere la necesidad de contar con una cámara de compensación que evite la materialización del riesgo de contraparte. Un ejemplo de ello es el fracaso de Enron Online, la plataforma de Internet creada por Enron en 1999 para negociar derivados de energía. Ese sistema usó como “gancho” la idea de no cobrar la suscripción o comisión de permanencia. Enron esperaba obtener ganancias actuando simplemente como contraparte en cada operación. Sin embargo, Enron no sólo no dimensionó los riesgos de contraparte que ello implicaba, sino que el sistema resultó ser poco rentable; todo lo cual llevó a la empresa a la bancarrota en 2001.

Ese episodio dejó importantes lecciones. En primer lugar, puso de

* Corresponde al *Enfoque* N° 48 del 19 de octubre de 2010.

relieve el gran capital que se requiere cuando una firma pretende asegurar a todo el mercado operando como su contraparte. En segundo lugar, ilustró las bondades de las cámaras de contraparte. Por último, esa experiencia permitió ver la utilidad del mercado de derivados de energía. En el caso de Enron, no se trató simplemente de fallas contables y de flagrante corrupción, sino de mercados mal estructurados.

En contraste, deben estudiarse las bondades de uno de los mercados de cubrimientos eléctricos más exitosos del mundo: el de los países escandinavos, conocido como Nordpool. Esta red incluye la interconexión eléctrica de Dinamarca, Finlandia, Noruega y Suecia. Inicialmente, Nordpool surge de la desregulación del mercado eléctrico en Noruega y la creación de un mercado común de energía con Suecia en 1996. A partir de allí fueron surgiendo nuevos instrumentos de cobertura y otros socios, principalmente Finlandia y Dinamarca. De hecho, uno de los proyectos más importantes de la compañía fue el desarrollo de la primera bolsa de derivados de energía en Alemania, la Leipzig Power Exchange. En la actualidad, Nordpool también transa certificados de reducción de emisiones e instrumentos de cobertura de Alemania y Holanda.

En este mercado se transaron alrededor de 1.220 terawatts por hora (Twh) por valor de \$43.632 millones durante 2009, incluyendo los derivados de energía a países por fuera de Escandinavia. Los instrumentos disponibles para los agentes del mercado incluyen futuros, *forwards*, opciones y contratos por diferencias. Adicionalmente, las transacciones en el mercado *spot* se han triplicado al cabo de la década: mientras que se negociaban menos de 100 Twh en 2000, las operaciones alcanzaron 300 Twh en 2009. El impacto de la crisis internacional de 2007-2009 ha sido muy bajo, logrando mantener

negociaciones relativamente estables. Como nota al margen, vale la pena señalar que la demanda de energía en Colombia durante 2009 representó tan sólo un 4.5% de las negociaciones del Nordpool (54.7 Twh).

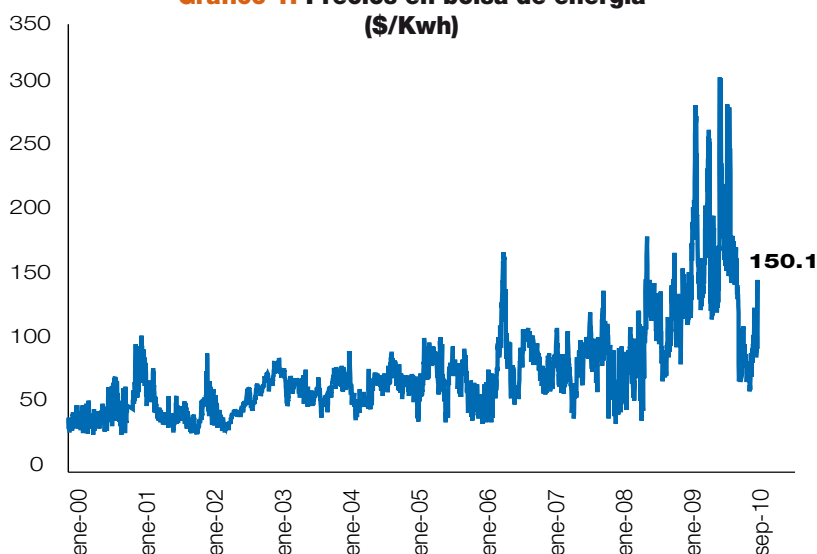
Varios de los principales mercados de derivados de electricidad se encuentran en Europa, entre ellos se destaca también Powernext. Este sistema resultó de los cambios regulatorios sobre la electricidad en Francia en 2000. Allí se transaron unos 143 Twh durante 2008 bajo diferentes modalidades, incluyendo negociaciones internacionales con Suiza y Bélgica. También está el OMIP, el mercado ibérico de derivados de electricidad, creado en 2003. En general, estos mercados se han ampliado para abarcar certificados de reducción de emisiones y derivados de carbón.

Los derivados de energía en Colombia

La Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG) viene construyendo una regulación estable y con criterios de largo plazo que premia la eficiencia operativa, a la vez que ase-



Gráfico 1. Precios en bolsa de energía (\$/Kwh)



Fuente: XM.

Cuadro 1. Características de los contratos de futuros de energía a desplegarse en Colombia

Derivex (BVC+XM)	
Subyacente	Precio de la bolsa de energía
Duración	Un mes
Tamaño	1.000 Kwh x 24 horas x número de días hábiles del mes
Precio de referencia	Precio promedio de la bolsa de energía para los días hábiles del mes
Liquidación	Diferencia entre el precio de referencia y el precio de operación en Derivex
Cotización	Pesos por Kwh
Compensación	Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC)

Fuente: Derivex.

gura una oferta estable de energía. Uno de los instrumentos más importantes para ello ha sido el llamado “Cargo por Confiabilidad”, que garantiza la consecución de energía en momentos de crisis con ingresos fijos para las plantas más eficientes. Asimismo, los contratos bilaterales y la bolsa de energía complementan los ingresos de las compañías, aunque persiste el problema de falta de cobertura frente a la volatilidad de los precios de la electricidad (ver gráfico 1).

De hecho, los mencionados contratos bilaterales no están estandarizados y, precisamente por ello, son ilíquidos y no cubren el riesgo de contraparte. Estos instrumentos surgieron para mitigar la exposición de los agentes del mercado eléctrico a la transformación regulatoria de las leyes 142 y 143 de 1994. Muchos de esos contratos se celebran a más de un año y sin posibilidad de revisión, lo cual representa un alto riesgo, principalmente de crédito, aumentando los costos de monitoreo de las contrapartes. Estos problemas se ven agravados en el caso de Colombia por cuenta de los cambios climáticos (Brugman, 1996).

El parque generador de Colombia está recargado sobre tecnologías hidráulicas (alrededor del 66% de la capacidad instalada), lo cual lo hace vulnerable a los regímenes climáticos del país. Teniendo en cuenta la entrada esperada de un

25% de oferta adicional en proyectos hidroeléctricos durante 2010-2018, esta volatilidad continuará, al menos durante la próxima década.

La regulación colombiana (Ley 143 de 1994) limita la integración vertical del sector para evitar la posición de dominio en el mercado, aunque ello moderaría el impacto de la volatilidad de los precios de la energía. De allí la importancia de contar con instrumentos de cobertura relacionados con el mercado eléctrico del país. Asimismo, la fuerte estacionalidad de la demanda y de la oferta de energía pone de relieve la necesidad de suavizar los flujos de caja y asegurar un nivel óptimo de ingresos. Sólo así será posible garantizar la provisión del servicio a bajo costo para el consumidor y una rentabilidad razonable para los inversionistas.

Para mitigar esos riesgos es crucial constituir un mercado organizado de derivados energéticos. Existen distintas alternativas para lograr una cobertura efectiva. Derivex propone, inicialmente, crear futuros sobre la electricidad, donde el subyacente sería el precio de la bolsa de energía. Su duración es de un mes y el precio de referencia es el promedio de la bolsa de energía para los días hábiles del mes (ver cuadro 1). La Cámara de Riesgo Central de Contraparte actuará como entidad de contrapartida central en todas las operaciones con

derivados de energía que desarrolle Derivex. La lección sobre las malas actuaciones de Enron ha quedado entonces aprendida.

Conclusiones

El surgimiento de un mercado de derivados de energía en Colombia es un paso en la dirección correcta para el desarrollo del sector eléctrico. La composición del parque generador del país, la alta variabilidad del clima y la estructura regulatoria justifican la creación de un mercado de derivados. Ello permitirá a las compañías concentrarse en el negocio de la electricidad, asegurando un flujo de caja más estable y predecible para operar, al tiempo que se usan instrumentos financieros para suavizar los flujos financieros.

La experiencia internacional muestra el gran potencial de estos mercados. Colombia tiene la oportunidad de aprender de experiencias internacionales exitosas, como la de Nordpool. Este mercado escandinavo de derivados de energía viene transando cerca de 1.220 Twh anualmente, incluyendo aquellas negociaciones con Alemania y Holanda. Otros mercados en Europa tienen un dinamismo similar, mostrando importantes crecimientos a lo largo de la década. Vale la pena destacar que buena parte de estos progresos es la cosecha de regímenes regulatorios sólidos y estables, algo que Colombia ha conseguido a través de la visión de largo plazo que ha impuesto la CREG.

Derivex constituye el primer esfuerzo en América Latina por desarrollar un mercado de derivados de energía. Su éxito dependerá de la labor pedagógica que se haga en estos frentes que relacionan energía, mercados e instituciones. A nivel regional, también cabe explotar las enseñanzas que nos van dejando las experiencias de México y Brasil en el tema de derivados de tasas de interés. 



Globalizando la **Superintendencia Financiera**

Entrevista al Superintendente Financiero

Gerardo Hernández

Fotos: Tatiana Herrera - Anif

CARTA FINANCIERA. Bienvenido a **Carta Financiera** señor Superintendente Financiero. Llega usted a este cargo como parte del nuevo equipo económico de la administración Santos; en su gran mayoría se trata de gente conocedora y experimentada. En ese equipo, usted es uno de los funcionarios con mayor trayectoria en materia monetaria, cambiaria y financiera, dado su paso por organismos internacionales y su prolongada estadía en la Secretaría de la Junta Directiva del Banco de la República, entendemos que por algo más de una década. Sabemos que muchos de los mejores economistas del país lo admiran por ser uno de los pocos abogados que entiende la economía a

profundidad y la valía de tener claros los conceptos, más allá del simple cuadro de los balances contables. Ahora que ya han pasado los primeros 100 días de la administración Santos, cuéntenos, ¿cuál es el balance que usted hace de lo encontrado en la Superfinanciera? ¿Cuáles son los desafíos más inmediatos y cómo está pensando encararlos?

GERARDO HERNÁNDEZ. Muchas gracias por la invitación a participar en esta entrevista en *Carta Financiera*. Después de tanto tiempo de trabajar en el Banco de la República (BR), entidad reconocida por su solidez y fortaleza técnica, viene a la Superintendencia con muchas expectativas y

he encontrado enormes similitudes con el Banco Central. No sólo el que la Superintendencia Bancaria hubiera sido creada en 1923 con la misma inspiración del BR, sino que la entidad tiene atributos similares. Por ejemplo, funcionarios muy técnicos con un promedio de antigüedad que oscila entre los 15 o 16 años, lo que evidencia que a las personas les gusta quedarse en la entidad, se sienten a gusto en ella y el trabajo que hacen lo hacen bien.

La Superintendencia es una entidad organizada y sólida, prueba de ello es que ocupó el primer puesto en el Índice Nacional de Transparencia por Colombia dentro de las entidades del sector público y, adicionalmente, el año pasado fue recertificada en calidad. A nivel internacional, esto se siente, la Superintendencia es reconocida como una entidad de excelencia y, en, en consecuencia, nos piden mucha capacitación.

Sin embargo, hay más cosas que se pueden hacer y quisiera potenciarlas hacia el futuro. Por ejemplo, en el tema de capacitación, no sólo tenemos que fortalecer el trabajo de los supervisores, sino contratar más economistas que nos ayuden a hacer investigación. Quisiera que la Superintendencia hiciera más en este campo porque tenemos los medios para hacerlo, por eso estoy estimulando a los funcionarios para que escriban e investiguen. Que empecemos a publicar no sólo los informes tradicionales de cómo va el sector, cuál fue su rentabilidad, etc., sino que podamos ser mucho más activos en este campo.

En términos de los desafíos más inmediatos sobre regulación y supervisión financiera, tenemos varios temas. El primero tiene que ver con el Marco Integral de Supervisión (MIS), que es una metodología que le permite a la Superintendencia definir las prioridades en la supervisión teniendo en cuenta para cada entidad su análisis

de riesgo, sus niveles de capital y la experiencia misma del supervisor. Con base en lo anterior se definen unas prioridades y un interés de supervisión, esto nos va a permitir hacer de una forma más ordenada el proceso de análisis y de visitas. Esto es muy importante, porque es algo de lo que las entidades han venido quejándose, nos dicen que la Superintendencia tiene tantas delegaturas, que a veces les están llegando varias visitas al mismo tiempo o se pasan todo el año en visitas. El Marco Integral de Supervisión es una muy buena forma de organizar el trabajo en la Superintendencia y focalizar la supervisión en las cosas que queremos hacer.

Centroamérica y el mercado bursátil integrado, tenemos que empezar a pensar y trabajar de manera distinta. Debe haber una supervisión más global, por ello en estos meses que llevo en el cargo, ya firmamos memorandos de entendimiento con otros supervisores, especialmente de Centroamérica, y se han hecho acercamientos para poder tener la información necesaria para poder supervisar correctamente a las dos entidades más grandes de Colombia que están expandiéndose a otros países.

En este tema la Superintendencia logró participar como invitado al Consejo de Supervisores de Centroamérica. Esto es muy importante, pues

“La Superintendencia sólo vigilaba a las entidades con una óptica nacional. Sin embargo, con lo que ha venido pasando, la mayor participación de Bancolombia y Banco de Bogotá en Centroamérica y el mercado bursátil integrado, tenemos que empezar a pensar de manera distinta. A mi modo de ver, se debe pensar la supervisión de una manera más global, donde se trata a las entidades de forma consolidada.”

El segundo tema importante es la necesidad de fortalecer la tecnología de la Superintendencia, venimos trabajando con dos plataformas tecnológicas distintas provenientes de las superintendencias Bancaria y de Valores. Esto hace más difícil y costoso el procesamiento y manejo de la información.

En tercer lugar, queremos acompañar la mayor participación de nuestros vigilados en otros mercados como el centroamericano. Tradicionalmente, la Superintendencia sólo vigilaba a las entidades con una óptica nacional, sin embargo, con la participación de Bancolombia y Banco de Bogotá en

como muestran algunos trabajos de Sergio Clavijo (actual presidente de Anif) y Carlos Ignacio Rojas (ex vicepresidente de Anif), es fundamental que las entidades supervisoras estén permanentemente en contacto con sus similares porque es la mejor forma de saber realmente qué es lo que está sucediendo, cuáles son los problemas y sus soluciones.

El cuarto tema es el que tiene que ver con la Red de Seguridad Financiera, se trata de optimizar la coordinación con el Ministerio de Hacienda, el BR y Fogafin. En tal sentido tenemos que fortalecer el Comité de Seguimiento Financiero

que surgió a finales de los años noventa cuando tuvimos nuestra crisis, y que en Estados Unidos apenas ahora se está creando luego de la crisis internacional. Dicho Comité inició cuando el entonces gerente del BR, Miguel Urrutia, hacía unos almuerzos en los cuales se discutía la situación del sector financiero y se coordinaban las decisiones de las distintas entidades. El Comité posteriormente se formalizó y hoy en día tiene una estructura que podemos mejorar y orientar a que discuta temas fundamentales del sector y haga seguimiento especial de las entidades más grandes, tal como lo muestran las enseñanzas internacionales.

Hablamos de fútbol, nos hacemos chistes, y hablamos de las cosas que nos preocupan e interesan del sistema financiero. Y esto no es sólo con el BR, con Fogafín también ocurre, gracias a que con Mónica Aparicio tenemos una muy buena relación de muchos años. Y en el Ministerio de Hacienda quien va a liderar este proceso es Ana Fernanda Maiguashca, que estuvo aquí en la Superfinanciera y que trabajó en el BR. Por eso creo que actualmente la coyuntura se presta muy bien para que haya una relación organizada y no voluntariosa.

Todos somos conscientes de la importancia del tema de coordinación, del potencial que tiene el Comité de

es que queremos empezar la discusión sobre el tema de la calidad del capital. Hace poco asistí a una reunión de supervisores de las Américas (ASBA) y la discusión se centró sobre Basilea III. Naturalmente, los bancos grandes a nivel mundial que estaban presentes expresaron sus preocupaciones porque dicen que el aumento de capital que se prevé lo que va a generar son mayores costos de intermediación y van a terminar subiendo las tasas de interés, los costos de los servicios, etc.

Sin embargo, hay un consenso entre los países de la región de que la discusión debía ser principalmente sobre la calidad del capital, sobre todo porque en nuestros países no se han acabado de hacer las tareas de Basilea II. Naturalmente, con la crisis, todo el mundo se ha centrado en los temas de capital, porque es fundamental que haya el suficiente para prevenir los problemas de liquidez y solvencia. Pero todos los países de la región, con muy pocas excepciones, hemos seguido trabajando en cómo fortalecer la supervisión a través de valoraciones de riesgo, de definir el papel del supervisor, y en cómo fortalecer a las entidades para que empiecen a realizar una mejor evaluación de los riesgos.

Así las cosas, yo creo que no es realmente que estemos transitando hacia Basilea III, sino que simplemente se nos ha ido mostrando el camino de lo que tenemos que hacer y de ir cumpliendo poco a poco nuestros compromisos en esta materia.

Adicionalmente, me interesa promover que el país adopte los estándares contables financieros internacionales, me sorprende que seamos todavía uno de los países más atrasados en este tema en América Latina, junto con Paraguay y Nicaragua. Somos conscientes de que esto no se puede hacer de un momento a otro, pero hay que planearlo muy bien, hacer un completo análisis de cómo realizarlo y definir un cronograma preciso.

“Yo creo que tenemos que optimizar el Comité de Seguimiento Financiero que surgió de manera informal a finales de los años noventa cuando tuvimos nuestra crisis, y que en Estados Unidos apenas ahora se está creando luego de la crisis internacional.”

C.F. Dicen quienes han pasado por estos altos cargos, que el tema de la coordinación entre entidades como el Ministerio de Hacienda y el Banco de la República es algo voluntariosa y depende mucho más de la química de las personalidades de las diferentes cabezas de las instituciones. Entonces ¿ya ha logrado usted la reacción química de la coordinación?

G.H. La reacción química, como usted la llama, existe desde hace muchos años. Recuerde que como secretario de la Junta Directiva del BR tuve una participación muy activa en los trabajos que se hicieron para solucionar la crisis financiera de los años noventa. Por eso sé la importancia que tiene la coordinación. Con el gerente, José Darío Uribe, chateó por el *blackberry* entre tres y cuatro veces a la semana.

Seguimiento Financiero. Por eso, si no aprovechamos esta oportunidad para organizarlo, formalizarlo y poner a los equipos técnicos a trabajar en unos temas definidos, estaríamos perdiendo una oportunidad de oro.

C.F. En el plano de los mercados intermedios locales, entendemos que Colombia está pronta a definir qué porciones adoptará en lo referente a la conocida “plantilla regulatoria” que se divulgó recientemente como Basilea-III. ¿Será que usted les puede anticipar a los lectores de **Carta Financiera** hacia dónde apunta ese tránsito de Basilea-II hacia Basilea-III en el caso de Colombia y el horizonte esperado para ello?

G.H. Lo que hemos hablado tanto el Ministerio de Hacienda como nosotros

Este tema es fundamental para la supervisión consolidada y para la integración bursátil. Si nosotros somos los que nos quedamos haciendo las cosas de forma diferente a como se hace en otros países, pues naturalmente eso va a dificultar muchísimo las posibilidades de las compañías colombianas para poder participar de una manera más activa en los mercados internacionales.

C.F. Pasando al plano del mercado de capitales, se inicia usted con el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) que permitirá operar pronto y de forma simultánea las bolsas de Colombia, Perú y Chile. ¿Cuáles son las ventajas de ese mercado y qué tanta profundidad financiera les añadirá a los mercados existentes? ¿Cuáles son los riesgos regulatorios fronterizos que allí se pueden estar generando y como acotarlos?

G.H. Me llamó mucho la atención este proceso y son muchas las enseñanzas que se derivan de él. Desde lo puramente institucional muestra cómo el trabajo coordinado del sector público con el privado resulta muy beneficioso para la sociedad. En este caso, la idea de la integración nació del sector privado, pero el sector público entendió su importancia y la apoyó de manera irrestricta, lo mismo sucedió en Perú y Chile. Adicionalmente, los temas que era necesario revisar en materia de regulación y supervisión se han realizado rápidamente. Ahora, este proyecto tiene un potencial muy grande, que no se va a ver al principio porque el proceso tomará un tiempo, pero cuando uno mira el tamaño de los mercados, el tamaño de la valorización, el número de emisores, se da cuenta de que la unión de los tres mercados puede generar muchos beneficios. Asimismo, la integración le va a dar mucha liquidez a algunas acciones y



“Realmente no es que estemos transitando hacia Basilea III, sino que simplemente se nos ha ido mostrando el camino de lo que tenemos que hacer y de ir cumpliendo poco a poco nuestros compromisos en esta materia.”

les va a permitir a los inversionistas reducir sus costos de transacción, pues podrán hacer operaciones con mayor facilidad.

Cuando nos hemos reunido las tres superintendencias, nuestra principal preocupación ha sido la de asegurar que no haya conductas entre los agentes que puedan afectar de alguna manera negativa la integridad del mercado en los precios y sobre

todo la confianza en la integración de las bolsas.

C.F. También se ha iniciado usted en el cargo con algunos de los conocidos “chicharrones”, heredados de la administración Uribe-II. Por ejemplo, ¿cómo está enfrentando usted la aparición de algunas pirámides de captación ilegal de dineros del público por parte de contratistas de obras públicas?



Alejandro Vera, vicepresidente de Anif, y Gerardo Hernández, Superintendente Financiero.

“Llegué con una idea fija en la cabeza y es tratar de promover que el país adopte los estándares contables financieros internacionales. Es increíble que seamos todavía uno de los países más atrasados en este tema en América Latina.”

G.H. Hay algo que destacar después de lo sucedido en 2008 y es que de manera muy injusta se culpó a la Superintendencia Financiera. Digo de manera muy injusta, porque cuando uno mira con perspectiva lo que sucedió, lo que encuentra es que había una actividad delictiva muy bien organizada y estructurada que incluía el lavado de activos. Además, en su momento la Superintendencia no tenía los elementos ni las herramientas jurídicas para combatir de manera efectiva ese tipo de situaciones. Incluso, se necesitó de una emergencia social para combatirla. Y dado que la Corte Constitucional declaró exequible esa emergencia, pues lo que reconoció fue que efectivamente la situación no se podía resolver con las herramientas legales que se tenían. De ese momento en adelante, la labor

de la Superintendencia contó con mayores herramientas para afrontar estos problemas.

Por otra parte, fue la Superintendencia la primera entidad pública que advirtió que existían algunas actividades de contratistas vinculadas al fenómeno de la captación ilegal. En el caso de los Nule, fue la Superintendencia la que alertó y la que empezó a “halar el hilo” que después le correspondió por competencias a la Superintendencia de Sociedades y a la Contraloría.

En relación con este tema, me llama mucho la atención que después de todo lo que sucedió, todavía haya gente que piense que puede conseguir rendimientos extraordinarios sin mayor esfuerzo. Por eso en la Superintendencia tenemos un grupo especializado, que revisa el tema de

las captaciones ilegales; este año lo vamos a fortalecer con 25 personas adicionales que estarán en un programa de trabajo muy definido para revisar las llamadas mesas de dinero y estar pendientes de todas las quejas que van llegando de la ciudadanía, sobre posibles actividades de captación ilegal. El cronograma lo tenemos claro, sabemos qué tenemos que hacer, e iremos actuando en la medida en que encontremos situaciones irregulares.

La experiencia de 2008 dejó lecciones dolorosas a todo el país y lo ideal sería que el ciudadano de a pie, las hubiera aprendido. Sin embargo, algunas veces se ve que no es así, por eso la Superintendencia tiene que hacer un trabajo muy fuerte en materia de educación financiera y repetir que estos fenómenos lo único que dejan es personas quebradas, defraudadas y estafadas.

C.F. Pasando a otro tema Superintendente, siempre ha existido polémica en el país sobre el tema de los costos financieros que se cobran a los consumidores. Las personas siempre dicen que estos servicios son muy caros, pues cobran por retiro del cajero, por el teléfono, por el retiro por ventanilla, entre otros. En el tema de protección al consumidor, ¿cuáles son sus proyectos en el futuro cercano?

G.H. Esta discusión es muy interesante. Un trabajo reciente que hizo Anif sobre el Indicador de Costos Bancarios (ICBA) ilustra cómo no todas las entidades tienen el mismo sistema de costeo ni todos los servicios financieros en todas las entidades pueden costar lo mismo. Asimismo, Anif muestra cómo la política monetaria tenía una alta incidencia en los costos.

Todo esto para precisar que hay que fortalecer los mecanismos de información para que los consumidores se puedan defender, esto ya lo

iniciamos con la publicación en los periódicos del país de los costos de los principales servicios financieros, trabajo que vamos a hacer periódicamente y de forma trimestral.

Adicionalmente, en la Superintendencia estamos revisando lo que yo he llamado la letra menuda de los contratos financieros, es decir, todas esas cláusulas que impiden de manera abusiva que, por ejemplo, el consumidor pueda cerrar su cuenta de ahorros o cancelar su tarjeta de crédito, o que si el consumidor simplemente decide cambiar de banco, lo pueda hacer.

De igual manera, estamos reglamentando el tema del defensor financiero, al que se hizo una

importantes como el DNP, el Dane, el Sena; inclusive sus propias directivas las han justificado diciendo que el personal de planta es insuficiente y no siempre bien capacitado. ¿De qué tamaño es la nómina paralela de la Superfinanciera y qué tan capacitado y/o motivado ha encontrado usted al personal ahora a su cargo?

G.H. La Superfinanciera no tiene nómina paralela, cuenta con unos pocos supernumerarios que nos autorizaron vincular para enfrentar el tema de captaciones ilegales. Mi experiencia es que las instituciones sólo se vuelven fuertes en la medida en que las personas que trabajan en ellas están comprometidas, bien capacitadas y pueden realizarse como seres humanos. Eso fue lo que

“Un tema que a uno le llama mucho la atención es que después de todo lo que sucedió, todavía haya gente que piense que puede conseguir rendimientos extraordinarios sin mayor esfuerzo.”

modificación muy importante en la reforma financiera y vamos a acompañar ese proceso para ver cómo resulta. Eventualmente será necesario que la Superintendencia o alguna otra entidad puedan tener algunas funciones jurisdiccionales para resolver problemas menores entre los usuarios y los bancos. En este momento, esa competencia no la tiene la Superintendencia, lo que deja la idea de inacción por parte de la entidad.

C.F. Usted desde el Banco de la República jugó un papel importante en impulsar la capacitación de personal, tanto local como internacionalmente, y no sólo de economistas, sino también de abogados. Entre tanto, el país asiste a denuncias generalizadas de “nóminas paralelas” en entidades tan

intenté hacer durante 16 años en el BR y creo que me fue bien, logré muchas cosas en esa materia y acá desde el primer día he estado empeñado en lograr algo similar.

Como dije anteriormente, en la Superintendencia hay un problema de recursos, por eso otra de las tareas es revisar cómo podemos tener una mayor autonomía en este frente. Si bien a la Superintendencia le cubren los costos sus vigilados, por razones fiscales entendibles se presentan recortes.

C.F. Superintendente, ¿tiene algún otro proyecto prioritario que se nos haya escapado preguntarle anteriormente?

G.H. La labor de la Superintendencia tiene una vida propia muy



interesante. En este momento tenemos pendiente el marco regulatorio en el tema de multifondos. Asimismo en el tema de seguros tenemos una agenda importantísima de reformas que hemos ido trabajando con las compañías de seguros, orientada a la actualización

dejando. Hace unos meses, en el partido de despedida que me hicieron en el BR, hasta me hicieron un penalti para que lo cobrara y pudiera meter un gol. Toda la vida he tomado el fútbol como una forma adicional de poder tener contacto con la gente. En el BR

de sus normas. Roberto Junguito hizo un trabajo muy interesante donde muestra que en el sector no ha habido mayores cambios y que un ajuste que flexibilice y ajuste la regulación incrementa el volumen de negocios. Lo mismo pasa con el mercado de valores, pensiones, etc... En fin, acá lo que hay es trabajo y muy interesante.

Personal

C.F. Por último, a **Carta Financiera** le gusta conocer algo su vida privada, si nos lo permite. Sabemos bien de su afición por el fútbol. ¿Todavía lo práctica? ¿Cree usted que los jugadores de la Superfinanciera pronto derrotarán a los del Banco de la República? ¿Será que sus antiguos colaboradores del Banco le dejarán hacer algún golecito (...¿dentro o fuera de la cancha)?

G.H. Pues no es que haya dejado el fútbol sino que el fútbol me ha estado

era muy particular, desde el principio empecé a jugar en el equipo de los conductores y los vigilantes, con los que jugué casi 16 años. Ya después, cuando llegué de gerente ejecutivo, cada vez que iba a jugar tenía una oportunidad muy informal de poder hablar con las personas sobre los temas que les preocupaban. En el entretiempo se me acercaba alguien y me decía: “mire que es que está pasando tal cosa, porque no nos ayuda con esto”, “mire que un compañero tiene un problema”, etc. Por eso una de las promesas para este 2011 es no dejar que me deje el fútbol.

Quienes me conocen saben que mi forma de trabajar es de cercanía con las personas y por ello me gusta tener las puertas abiertas, me gusta que la gente pueda discutir y, naturalmente, no estar de acuerdo con mis propuestas. Soy muy preguntón, hago de abogado del diablo y me gusta abordar todas las posibilidades para que todo el mundo tenga claridad de los temas.

C.F. ¿Cuáles son sus aficiones más preciadas, más allá del fútbol? ¿Cómo es su vida familiar?

G.H. Además de ser hinchita del Santafé y de ver cuanto partido de fútbol pueda, también leo mucho, sobre todo literatura colombiana. Trato también de pasar el mayor tiempo posible con mi esposa y mi hija. Con mi hija desde hace ya varios años tenemos unas citas sagradas que cumplimos religiosamente para poder estar juntos.

Muchas gracias por recibirnos. 



www.4-72.com.co

▶ Línea de Atención al Cliente Nacional 01 8000 111210 ◀



La economía política de la política macroeconómica en América Latina

Contexto institucional y distributivo*

Libro escrito por Eduardo Wiesner

Comentado por: Sergio Clavijo



Con esta reciente doble publicación (en inglés, 2008, y en español, 2010, Eduardo Wiesner nos sigue dando lecciones de vida. De una parte, ha logrado *internacionalizar* su seminal idea, de 1981, sobre lo determinante que resulta, a la hora de las reformas económicas, tener claro el proceso político que éstas deben cursar para llegar a feliz término (Wiesner, 2004; González, 2006). Wiesner ahora ha sofisticado sus ideas al enmarcarlas en las hipótesis de la “tolerancia política” (retomando a Hirschman, 1973) y de la “demanda pública” por dichas reformas. O, lo que es lo mismo, tratar de explicar la carencia de esas reformas precisamente por la conveniencia de lograr perpetuar el *statu quo* que favorece a una minoría políticamente poderosa (Alesina y Drazen, 1991).

De otra parte, es clave resaltar que estas publicaciones e internacionalización del pensamiento Wiesner ocurren en momentos en que Eduardo dobla hoy en edad a la mayoría de quienes hacen aportes seminales en el campo de la llamada “economía institucional”. Si bien Eduardo sembró esas ideas cuando regentó el Ministerio de Hacienda bajo la administración Turbay, hoy es cuando ha logrado internacionalizarlas.

Quienes hemos contado con la fortuna de su cercanía intelectual, envidiamos la vitalidad que aún hoy destila, viajando por diversidad de países y enfrascándose en debates de políticas públicas igual en Egipto, que en Costa Rica o en Uruguay; igual en la Asamblea Anual del FMI-Banco Mundial que en la del *American Economic Review*, que casualmente ocurre en los primerísimos días de cada año. Pues

* E. Wiesner (2010), *La economía política de la política macroeconómica en América Latina*, Banco de la República y Universidad de los Andes, Bogotá-Colombia.

bien, allá encontrarán ustedes al doctor Wiesner, ese Eduardo que ha tenido la paciencia infinita de aguantarse las exigencias editoriales de una casa como la Edward Elgar-UK-USA, que auspició su reciente publicación en inglés.

Este libro retoma dos temas centrales para América Latina: 1) incentivos para lograr un crecimiento sostenido que permita combatir la pobreza y mejorar la distribución del ingreso; y 2) instituciones que logren mejorar la aplicación de las políticas públicas. Esto último enfatiza el relativo “triumfo” de los bancos centrales, con su esquema de Inflación Objetivo, y los fracasos en el plano fiscal, donde reinan la proclividad al gasto y el drenaje y perforación de los esquemas tributarios.

Con relación al primer tema (crecimiento), cabe recordar que el Banco Mundial divulgó recientemente su reporte sobre perspectivas de crecimiento para América Latina (Anif, 2010). Allí se hizo evidente que América Latina presenta un rezago sustancial en materia de desarrollo, especialmente cuando nos comparamos con el sureste asiático. Tomemos tan sólo tres indicadores clave: la pobreza absoluta en América Latina es del 43% y en el sureste asiático (incluyendo China) es del 30%; el índice de desigualdad en ingresos es de 0.54 (medido a través del Gini) vs. 0.39 en Asia; la expansión del PIB-real per cápita ha sido tan sólo del 2% anual en la última década vs. el 4.4% en el sureste asiático.

Pero lo triste de dichos registros es que estos diferenciales no son nuevos

per se, sino que se han venido agravando. Por ejemplo, a finales de los años noventa se habló mucho de brechas crecientes entre el desarrollo de América Latina y Asia por cuenta de la llamada “década perdida de los años ochenta”. Primero fue Japón, después los llamados Nuevos Países Industrializados (NICS, incluyendo Corea del Sur, Taiwán, Hong Kong y Singapur). Más recientemente los nuevos tigres (MIT: Malasia, Indonesia y Tailandia) y, por último, China y Vietnam. Todos ellos han sido capaces de incrementar sus PIBs per cápita a tasas superiores al 5% real por año, duplicando así sus ingresos cada 14 años (en promedio). En cambio, América Latina apenas expandía su PIB per cápita a ritmos del 1.8% real anual, lo cual implica esperar unos 40 años antes de duplicar sus ingresos.

Colombia incrementó su PIB per cápita a ritmos del 2.4% real anual durante 1965-2010, duplicando su ingreso cada 30 años. Esa cifra equivalía al promedio de lo observado en la región. Así pues, el balance para América Latina no es muy favorable al comparársele con Asia, aunque sus perspectivas actuales (poscrisis 2007-2010) lucen algo más promisorias.

Con relación al segundo tema (instituciones), claramente la parte más sustantiva del libro aparece en la introducción y en los dos primeros capítulos, donde se resumen estos conceptos. Allí se han entrelazado “tolerancia política” y “demanda por reformas” con las realidades de sus países “laboratorio”: Brasil, Chile, Colombia, Argentina y México. Curiosamente, ésta es la misma muestra de países que recientemente analizáramos en el contexto de la crisis 2007-2010 (ver Clavijo y Vera, 2010).

El debate sobre instituciones continúa siendo algo etéreo; todos reconocemos su importancia, pero a la hora de definirlas, re-

Este libro retoma dos temas centrales para América Latina: 1) incentivos para lograr un crecimiento sostenido que permita combatir la pobreza y mejorar la distribución del ingreso; y 2) instituciones que logren mejorar la aplicación de las políticas públicas.

plicarlas y construirlas, las conclusiones son menos contundentes y directas. Wiesner es consciente de esto e inclusive menciona que la discusión del tema puede terminar siendo algo tautológica (ver págs. 26ss). En efecto, como en el caso de la demanda por dinero, su potencial nunca se conoce, lo que observamos son puntos de equilibrio entre oferta y demanda (satisfecha). Luego argumentar que “el público” demanda más reformas y que no se le satisface no es una hipótesis “poperiana” contrastable empíricamente.

La teoría de la Inflación Objetivo le daba poca probabilidad de éxito a esquemas que estuvieran amenazados por altos déficits fiscales y, aun así, en los casos de Brasil y Colombia la inflación se ha logrado contener hasta la fecha.

Yo he manifestado en otros escritos mi desencanto con la idea de “replicar instituciones” de país a país (Clavijo, 2009). Me llevo la sensación de que el libro de Wiesner llega a una conclusión similar: cada país enfrenta sus propias dinámicas y economía-política, lo cual hace difícil entonces teorizar al respecto, especialmente en el complejo campo del gasto público y de los arreglos tributarios.

Tal vez la porción que salva el argumento “institucional” tiene que ver con la buena experiencia de los bancos centrales de América Latina y su éxito en contener la inflación a

niveles “bajos y estables” en la mayoría de los países de esa muestra. Obviamente, con Argentina siendo la excepción a la regla: inflación oficial del 10% en 2010, pero probablemente en la realidad una del 15%-20%, si allí no se falsearan las cifras oficiales. Estas actuaciones amenazan con una sanción del G-20 y una pronta visita del FMI para enmendarlas. ¿Buenas instituciones?

Aun en el caso de los bancos centrales, el propio Wiesner no deja de asombrarse al

constatar cómo la teoría “institucional” también se ve rebasada por la realidad de la llamada “dependencia fiscal”. La teoría de la Inflación Objetivo le daba poca probabilidad de éxito a esquemas que estuvieran amenazados por altos déficits fiscales y, aun así, en los casos de Brasil y Colombia la inflación se ha logrado contener hasta la fecha. Pero, como bien concluye Wiesner, una década es muy poco tiempo para poder afirmar que entendemos la económica política de las políticas públicas. Además, antes de que hayamos logrado asimilar totalmente el fenómeno, estas políticas se esfumarán, como bien nos lo recuerda Hirschman en la introducción de este interesante libro. ANIF

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alesina A. and Drazen A. (1991), “Why are Stabilizations Delayed?”, *American Economic Review*, Vol. 85, No. 5.
- Anif (2010), “Crecimiento económico: ¿cuándo perdimos el rumbo?”, revista *Carta Financiera*, No. 152, Oct-Dic.
- Clavijo S. (2009), *Instituciones, leyes y pragmatismo económico*, Anif.
- Clavijo S. y Vera A. (2010), “Public Sector Deficits in Latin America”, Anif, *Working Paper*, September, www.anif.org.
- González J. I. (2006), “Los aportes de Eduardo Wiesner al pensamiento económico colombiano”, *Revista de Economía Institucional*, No. 14, Universidad Externado de Colombia.
- Hirschman A. O. (1973), “The Changing Tolerance for Inequality in Development”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 57, No. 4.
- Wiesner E. (2004), “El origen político del déficit fiscal en Colombia: el contexto institucional 20 años después”, *Documento CEDE-Uniandes*, No. 20.
- Wiesner E. (2008) *The Political Economy of Macroeconomic Policy Reform in Latin America*, Edward Elgar, Publishing Inc., USA.
- Wiesner E. (2010), *La economía política de la política macroeconómica en América Latina*, Banco de la República y Universidad de los Andes, Bogotá-Colombia.