

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1909-0137

Con la colaboración de Alejandro González
y Mario J. Castro



FEBRERO 8 DE 2009

EDICIÓN 30

DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES: ¿EN QUÉ ESTAMOS?

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

Uno de los hitos de colocación accionaria primaria en Colombia ocurrió precisamente en 2007, cuando se logró la capitalización de Ecopetrol por un 1.4% del PIB, mediante la vinculación de más de medio millón de colombianos a la emisión. Gracias a ello, la capitalización bursátil efectiva se elevó del 11.23% al 18.6% del PIB entre 2006-2007, contado aquí el valor de las acciones disponibles para transar. Entre tanto, el sistema financiero ha ido profundizando sus servicios de préstamos al sector real de la economía y el grueso del ahorro nacional ahora se viene canalizando a través de las administradoras de fondos de pensiones y cesantías, con valores que ya representan un 17% del PIB.

El desarrollo de la regulación del mercado de valores en Colombia ha ofrecido la seguridad jurídica necesaria para la profundización del sistema financiero. Antes de la Ley 964 de 2005, los inversionistas estaban desprotegidos en caso de tener una posición minoritaria en la empresa y la negociación de los títulos se hacía en merca-

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

dos no totalmente profesionales. La nueva normatividad provee una institucionalidad que corrige algunos de estos problemas. Todo ello provee mejores fundamentos para hacer realidad el buen gobierno corporativo y la transparencia contable y transaccional para todos los participantes en el mercado.

Algunos resultados recientes

No obstante, la emisión de acciones sigue sin desplegar todo su potencial. Si bien en 2007 las emisiones de renta variable ascendieron a \$8 billones (2% del PIB), en 2008 fueron prácticamente nulas y, debido a la volatilidad financiera internacional, su recuperación será lenta. Aunque el mercado de renta fija privada sí ha tenido un buen desempeño, creciendo 11% nominal (5% real) en 2008, el crédito bancario se ha constituido en el mecanismo de financiación más común entre los empresarios, aumentando cerca de 20% nominal (12% real) durante 2008.

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

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

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

Fuente: Elaboración Anif con base en BVC

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



FEBRERO 8 DE 2009

PÁGINA 2

El mercado de capitales 2006-2008

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

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

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

El lento progreso del mercado de acciones en Colombia es consecuencia de varios factores institucionales, culturales y tributarios.

empresas del sector real.

Las emisiones realizadas por el sector financiero son consistentes con los beneficios de emitir deuda subordinada: las entidades reciben beneficios tributarios al mismo tiempo que logran satisfacer sus mayores requerimientos de capital. Pero lo que llama la atención es que las empresas del sector real no están aprovechando en mayor proporción la "desintermediación financiera buena", en el sentido de abrirse alternativas frente al financiamiento del mercado bancario.

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

El incremento absoluto de tasas de interés de fondeo para el agregado, durante

Cuadro 2: Tasa de colocación promedio de los títulos de renta fija en el mercado colombiano

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

Fuente: Elaboración Anif con base en BVC

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



FEBRERO 8 DE 2009

PÁGINA 3

2007-2008, ha sido el resultado de dos fenómenos. De un lado, las tasas reales han aumentado debido a la turbulencia financiera internacional y los mayores riesgos asociados. De otro lado, la mayor inflación en 2007-2008 ha castigado la tasa nominal de los títulos. En este sentido, la pérdida de la meta de inflación en Colombia durante dos años consecutivos afectó negativamente las colocaciones de largo plazo a tasa fija, tanto de la deuda corporativa como de la pública (TES). Esta situación podría haber sido peor de no ser por las ganancias extraordinarias de la actividad petrolera, evitando así un potencial *crowding out* de la deuda pública sobre la privada.

Deuda privada

Si bien la Ley 964 de 2005 mejoró el marco regulatorio para emisiones de renta variable, las firmas colombianas optaron por incrementar sus colocaciones de bonos, en vez de financiarse con acciones. Más allá de los factores adversos de la coyuntura internacional, ingresar al mercado de capitales en Colombia mediante la emisión de acciones conlleva transformaciones en materia de gobierno corporativo y transparencia contable y tributaria, lo cual puede resultar oneroso para algunas firmas. En contraste, los costos de evaluación crediticia los absorben las entidades bancarias.

Muchas firmas sólo recurren al financiamiento a través del mercado de capitales cuando sus proyectos superan los límites de apalancamiento y sostenibilidad exigidos por los bancos. Esto puede estar reflejando la falta de profundidad del sistema financiero y de capitales en Colombia. Es posible que hagan falta *equity kickers* y otros instrumentos de deuda que permitan a los bancos financiar grandes proyectos empre-

Si bien la Ley 964 de 2005 mejoró el marco regulatorio para emisiones de renta variable, las firmas colombianas optaron por incrementar sus colocaciones de bonos, en vez de financiarse con acciones.

sariales participando de su rentabilidad. El desarrollo de los llamados fondos de capital privado aún es incipiente en el país. Sólo recientemente las AFP han montado una juiciosa tarea evaluativa del potencial que ofrecen estas alternativas.

En síntesis, a pesar de que el mercado de capitales tiene una regulación consistente que promueve la transparencia, establece reglas de juego claras y consolida la seguridad jurídica, el mercado de capitales y crédito carece de profundidad en Colombia. De hecho, la sustitución de emisión de acciones por bonos privados ha frenado el desarrollo del mercado de capitales. Al mismo tiempo, la sustitución de cartera bancaria por emisión de bonos privados (con poca liquidez) retrasa la profundización financiera.

Por ejemplo, la deuda corporativa en Colombia representa actualmente un 2.3% del PIB. De modo que, en realidad, la relación cartera/PIB en Colombia hoy debería estar cerca del 40%, en vez del 35% actual, si se incluyen los bonos privados y la cartera generada (2.5% del PIB) a través

de los llamados *near banks* (que impulsan mecanismos de financiamiento por fuera del sistema, prestando directamente a través de sus tesorerías).

Conclusión

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

La favorable coyuntura de la economía colombiana durante 2003-2007 a duras penas sirvió para recomponer los daños financieros dejados por la crisis hipotecaria 1998-2000. La buena noticia es que ahora la difícil coyuntura internacional (2008-2010) nos toma con un sector financiero sólido, bien capitalizado y provisionado, al mismo tiempo que contamos con un marco legal adecuado para el desarrollo de la renta variable. El catalizador que debe impulsar el mercado de capitales está allí mismo: la excelente imagen de progreso que va dejando el país durante estos años, todo lo cual debería podernos llevar a puerto seguro si continúa la apertura comercial y de capitales y si se puede conquistar pronto el "grado de inversión" de la deuda soberana, para lo cual debemos perseverar en el ordenamiento fiscal.

Escribanos sus comentarios a: jarjona@deceval.com.co o crojas@anif.com.co

* La información contenida en el documento anterior no compromete a Deceval, ni constituye asesoría legal de su parte en la materia.