

Bogotá, Febrero 12, 2008

**CELEBRACIÓN DEL DÉCIMO ANIVERSARIO DE
BRC INVESTOR SERVICES S. A.
SOCIEDAD CALIFICADORA DE VALORES**

**Comentarios al Estudio
“Promoviendo el Desarrollo del Mercado de Capitales en Colombia:
Hoja de Ruta”**

Leonardo Villar Gómez

- Manifestar mis agradecimientos a Rafael Gonzalez por la invitación a participar en este acto.
- Felicitar a Rafael y a todo su equipo por el éxito de una compañía que completa 10 años de labores. Felicitación es particularmente fuerte por tratarse de una compañía innovadora, que conjuntamente con Duff and Phelps de Colombia, abrió un frente de trabajo que no existía anteriormente en Colombia: el de las Sociedades Calificadoras de Valores.
- Este acto coincide además con el anuncio de un acuerdo de cooperación entre BRC y Moody's, una de las agencias calificadoras más importantes del mundo, lo cual constituye además una excelente noticia para el país y hace que me sienta particularmente honrado por estar aquí presente.
- Hace ya catorce años, tuve la oportunidad como Viceministro Técnico del Ministerio de Hacienda de participar en forma muy activa en la Misión del Mercado de Capitales que convocó el Gobierno Nacional para identificar obstáculos para el desarrollo de ese mercado e identificar políticas encaminadas a promover su desarrollo.
- La mencionada Misión del Mercado de Capitales identificó de manera clara que uno de los elementos indispensables para el desarrollo del mercado era la calificación de valores por parte de agencias profesionales independientes. En concordancia con esa recomendación, siento una enorme satisfacción por haber participado

en las decisiones de la Sala de Valores –que en ese entonces se encargaba de la regulación del mercado- encaminadas a estimular la creación de al menos dos agencias calificadoras en Colombia. Específicamente, la norma que expedimos hacía obligatoria la calificación de los títulos valores que se registraran en el mercado público desde el momento en que existieran en Colombia dos o más agencias calificadoras.

- Las agencias calificadoras de riesgo contribuyen de manera fundamental a la solución de los problemas típicos de asimetrías de información que caracterizan los mercados financieros y ayudan a reducir enormemente los costos de acceso a la información sobre emisores de títulos con contenido crediticio, permitiendo economías de escala en el proceso de recopilación y análisis de esa información.
- Los beneficios que tiene la calificación de valores por parte de agencias especializadas para facilitar el acceso al financiamiento se hacen evidentes en la ansiedad con que cualquier gobierno de una economía emergente –incluido el gobierno colombiano- busca que esas agencias mejoren su calificación. Un “up-grade” en la calificación reduce los costos del financiamiento y en muchos casos hace que la disponibilidad del financiamiento aumente de manera sustancial.
- A nivel de la economía nacional, las agencias calificadoras también han tenido un papel muy importante para el acceso de empresas públicas y entidades territoriales al financiamiento.
- Su función más importante, sin embargo, se relaciona con las facilidades que abren estas agencias para el desarrollo de un mercado de deuda privada. Para que las empresas puedan emitir títulos en el mercado de capitales y tener así una alternativa frente al crédito que les ofrece el sistema financiero. Para que muchos proyectos de infraestructura puedan acudir directamente a aquellos agentes económicos que tienen excedentes financieros de largo plazo, tales como los fondos privados de pensiones, sin necesidad de que esos recursos tengan que pasar a través de intermediarios. Así mismo, para que el sistema financiero pueda titularizar su cartera de largo plazo, como ya está sucediendo hoy en día con la cartera hipotecaria.
- Si se compara el nivel actual de desarrollo del mercado de capitales colombiano con el que teníamos en la época de la Misión o en el

momento en que se creó BRC Investor Services, los avances son realmente grandes:

- El mercado de deuda pública se ha consolidado. El saldo de TES en circulación se acerca a \$90 billones, cerca del 26% del PIB, y el mercado tiene un grado de liquidez envidiado por el de muchos otros países emergentes.
- Los inversionistas institucionales y en particular los fondos de pensiones han pasado de ser actores insignificantes a manejar activos que representan cerca de un 18% del PIB.
- Los saldos de operaciones forward sobre tasa de cambio han pasado de ser virtualmente inexistentes a representar hoy en día más de 8.000 millones de dólares.
- Contamos actualmente con una bolsa de valores unificada a nivel nacional, en lugar de las tres bolsas regionales de Bogotá, Medellín y Occidente que teníamos entonces.
- La capitalización bursátil, esto es, el valor en bolsa de las empresas que tienen sus acciones inscritas en el mercado público, superó en diciembre de 2007 el 59% del PIB. Este indicador recibió un impulso enorme con la apertura accionaria de Ecopetrol, la cual compensó ampliamente la salida de bolsa de Bavaria en el año 2006. Lo cierto es que el indicador actual de capitalización bursátil es cinco veces más alto que el que teníamos en el año 2000 (12.2%) y casi tres veces el que habíamos llegado a tener antes de la crisis de fin del siglo pasado: 21% del PIB en 1997.
- Hoy en día tenemos sistemas de negociación electrónica de títulos valores como el SEN y el MEC en los que se transan diariamente varios billones de pesos, lo cual era difícil de imaginar hace sólo diez años, cuando las transacciones se hacían telefónicamente.
- Los depósitos de valores DCV y Deceval permiten manejar títulos en forma desmaterializada, lo cual contrasta con la situación que enfrentábamos hace muy pocos años, cuando cualquier transacción obligaba a mover los títulos físicos en motocicletas, con todos los riesgos que ello acarreaba.

- A pesar de los enormes avances, sin embargo, debe reconocerse que la emisión de bonos corporativos y de títulos de deuda privados en general ha evolucionado a un ritmo muy inferior al que sería deseable. La emisión de títulos de deuda privada apenas si supera los 5 billones de pesos, lo que representa menos del 1.5% del PIB. Esa cifra resulta decepcionante frente a las de países desarrollados o a la de países como Chile, donde supera el 4.5% del PIB.
- Resulta claro, por lo tanto, que hay una gran tarea por hacer hacia adelante. El trabajo de Juan Carlos Echeverry, Verónica Navas y María Paula Gómez elaborado para esta ocasión constituye una contribución invaluable para identificar los obstáculos que aún se encuentran para el desarrollo del mercado de deuda privada en Colombia. El trabajo, además, va más allá del diagnóstico para pasar a recomendaciones de gran relevancia y utilidad para las distintas instituciones públicas que tienen relación con el tema.
- Entre los elementos que afectan el desarrollo de un mercado de títulos de deuda privada, los autores del estudio identifican obstáculos que podrían agruparse en cuatro grandes bloques:
 - En primer lugar, los obstáculos tributarios. Entre ellos se destaca obviamente la existencia del impuesto a las transacciones financieras, sobre el cual ha habido una extensa discusión en Colombia. Más novedosa, sin embargo, me pareció la discusión que hacen Echeverry, Navas y Gómez sobre la no deducibilidad tributaria de las pérdidas asociadas a transacciones bursátiles. El trabajo de incluye una discusión particularmente interesante sobre el sesgo que genera esa no deducibilidad hacia la financiación de las empresas en el mercado puramente bancario y en contra del desarrollo del mercado de títulos de deuda privada.
 - El segundo bloque de obstáculos al desarrollo de un mercado de deuda privada tiene que ver con algunas características del mercado monetario y del mercado de deuda pública. En particular, los autores enfatizan con mucha razón la importancia que tiene para el desarrollo de un mercado de deuda privada el contar con una curva de rendimientos de cero riesgo que sirva como referencia para la valoración de los títulos. Colombia tiene un activo importante en este frente al contar con un mercado de

deuda pública profundo y líquido, cuyo desarrollo acelerado en los últimos tres lustros ha sido identificado como ejemplo para otros países del mundo. Sin embargo, los autores destacan apropiadamente las dificultades que surgen por el hecho de que la liquidez de este mercado se concentre en muy pocas emisiones específicas. Aún más importante, tenemos en Colombia grandes dificultades con la parte corta de la curva de rendimientos, no solamente por la baja liquidez de los títulos de deuda pública de corto plazo sino por la ausencia de buenos indicadores sobre el costo del dinero en el mercado monetario. En este frente, afortunadamente, el Banco de la República ha podido trabajar de manera estrecha con la Asociación Bancaria para la creación del Indicador Bancario de Referencia, IBR, el cual se está produciendo y divulgando desde el pasado mes de enero.

- El tercer bloque de obstáculos para el desarrollo del mercado de deuda privada tiene que ver con la regulación del llamado mercado sobre el mostrador (o mercado OTC, por la sigla “over-the counter”). El trabajo tiene una descripción completa de los obstáculos que generó la obligación de que todos los títulos se transaran a través de sistemas electrónicos, lo cual es tremendamente difícil en el caso de los títulos emitidos por empresas privadas, cuya liquidez es relativamente baja incluso en los mercados más desarrollados. Esta obligación se estableció a comienzos de la presente década después de la creación del sistema electrónico de la bolsa de valores MEC. Su objetivo era probablemente estimular la utilización del MEC e incrementar la transparencia de las operaciones. Sin embargo, todas las experiencias internacionales exitosas muestran que la liquidez de los títulos de deuda privada es baja y que no se puede aumentar de manera artificial con este tipo de regulaciones. Tratar de hacerlo termina por ahogar el mercado, generando efectos totalmente contrarios a los que se buscan. Afortunadamente, como se anota en el trabajo, las autoridades están avanzando en este frente con una regulación que obliga al registro de todas las operaciones sin obligar a que ellas se realicen por medios electrónicos. Se volvería de esta forma a una regulación como la que existía sobre este tema en la segunda mitad de la década de los noventa. Menos ambiciosa y más realista.

- El cuarto bloque de obstáculos para el desarrollo del mercado de deuda privada que mencionan Echeverry, Navas y Gómez tiene que ver con la regulación de los Fondos Privados de Pensiones. Ciertamente, las normas sobre rentabilidad mínima que tienen que cumplir las AFP pueden generar algún desestímulo a la compra de títulos corporativos o de titularizaciones de cartera hipotecaria. Sin embargo, tengo dudas sobre otras recomendaciones que hace (al menos implícitamente) el documento, tales como la de eliminar el límite máximo de 50% que pueden tener los fondos de pensiones en títulos emitidos por el Gobierno o la de reducir de manera sustancial la calificación de los títulos admisibles para ser adquiridos por esos fondos.
- No quiero terminar estos comentarios sin referirme a un tema que tal vez por obvio es dejado de lado en el trabajo de Echeverry, Navas y Gómez y que por mis funciones en el Banco de la República me siento obligado a mencionar. Me refiero a la importancia que tiene una inflación baja y estable para el desarrollo del mercado de capitales. El gran desarrollo del mercado de deuda pública en los últimos años, con títulos que pagan una tasa fija durante quince, veinte o hasta treinta años, sería algo impensable en un ambiente de inflación como el que tuvimos en Colombia entre mediados de los años 70 y finales de los 90. La recuperación del mercado accionario también está íntimamente vinculada con las menores tasas de inflación que tenemos actualmente. Debe recordarse que Colombia tuvo un mercado accionario relativamente importante hasta comienzos de los años setenta, el cual entró en una franca decadencia cuando empezamos a observar inflaciones de dos dígitos.
- Por supuesto, mantener la inflación baja implica en algunas coyunturas aceptar costos de corto plazo tales como los asociados a los aumentos en las tasas de interés de intervención del Banco de la República que se deben hacer cuando la economía se enfrenta a períodos de excesos de demanda agregada. El Banco de la República ha aumentado sus tasas de intervención en catorce oportunidades desde abril de 2006 con la intención de estabilizar las presiones inflacionarias. Con alguna frecuencia, críticos del Banco mencionan esos aumentos como elementos que actúan en contra del financiamiento de las empresas y los hogares. Ello puede ser cierto en el muy corto plazo, cuando los aumentos en las tasas de interés inducen a las empresas y los hogares a moderar el ritmo al cual se

endeudan y a tener mayor cuidado con la sostenibilidad del financiamiento que están obteniendo. A la larga, sin embargo, lo fundamental es que la inflación se mantenga controlada y convergiendo hacia niveles similares a lo de la inflación internacional. Ello garantizará que el mercado de capitales se pueda desarrollar y que las empresas y los hogares se puedan financiar de manera sostenible con recursos de largo plazo a tasas de interés razonables.

- Sólo me resta reiterar mis agradecimientos a Rafael González y mis más sinceras felicitaciones a todos los socios y colaboradores de BRC Investor Services en este décimo aniversario que coincide, además, con el muy importante acuerdo alcanzado con Moody's.

Muchas gracias