

PROMOVIENDO EL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA: HOJA DE RUTA

JUAN CARLOS ECHEVERRY
VERÓNICA NAVAS
MARÍA PAULA GÓMEZ

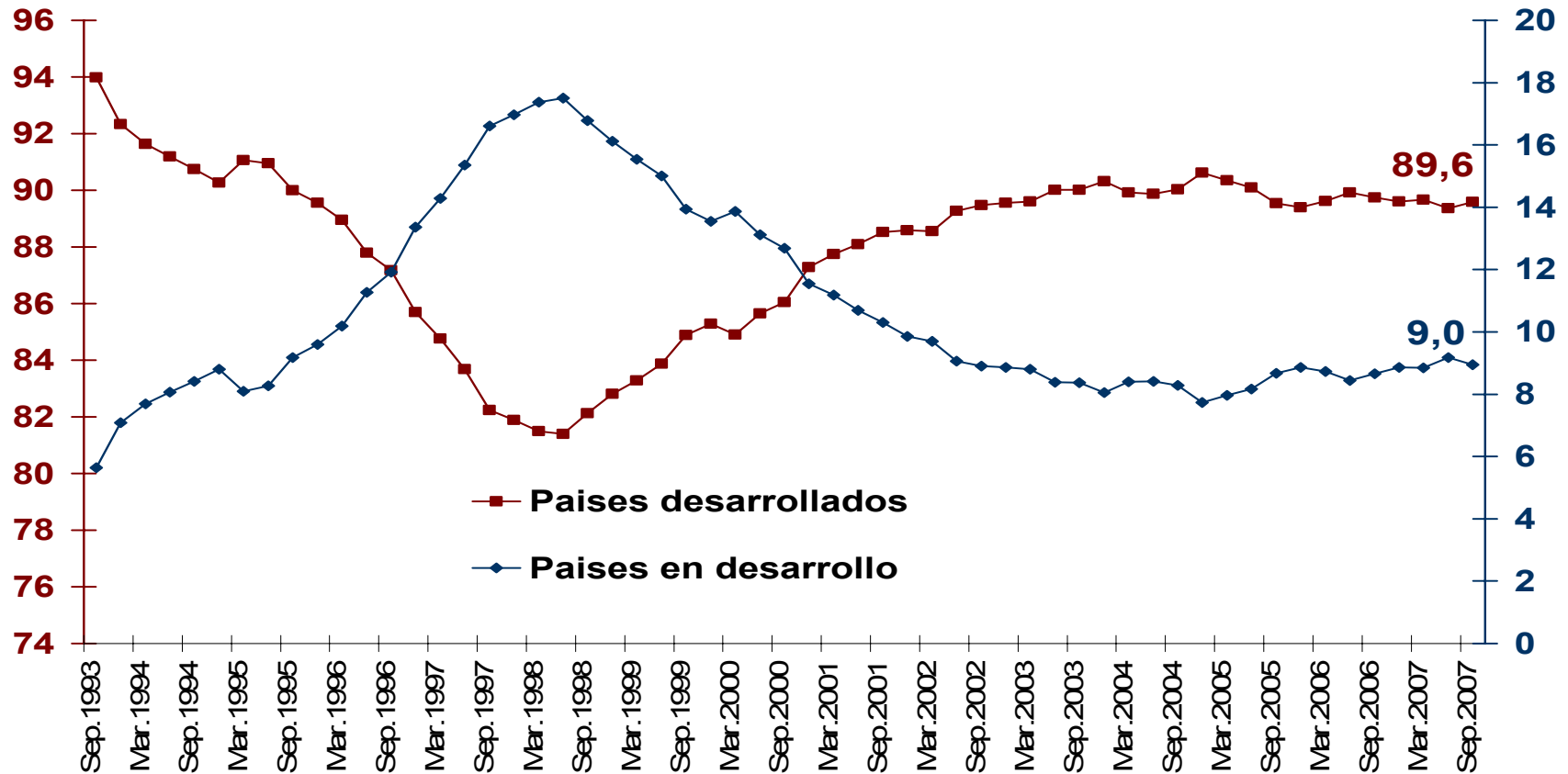
DOCUMENTO ELABORADO PARA BRC INVESTOR SERVICES CON OCASIÓN
DE LA CELEBRACIÓN DE SUS DIEZ AÑOS DE LABORES

ESTE DOCUMENTO HA SIDO AUSPICIADO POR LA CEPAL

Agenda

1. La experiencia internacional en el desarrollo de un mercado líquido de deuda privada
2. Diagnóstico del mercado de deuda en Colombia
3. Los principales obstáculos para el desarrollo del mercado de capitales colombiano
4. Tareas por hacer

Deuda corporativa internacional en circulación en países desarrollados y en desarrollo, % del total de deuda emitida en el mundo



Fuente: Bank of International Settlements

Bonos de deuda internacionales en circulación por nacionalidad del emisor

Miles de millones de dólares

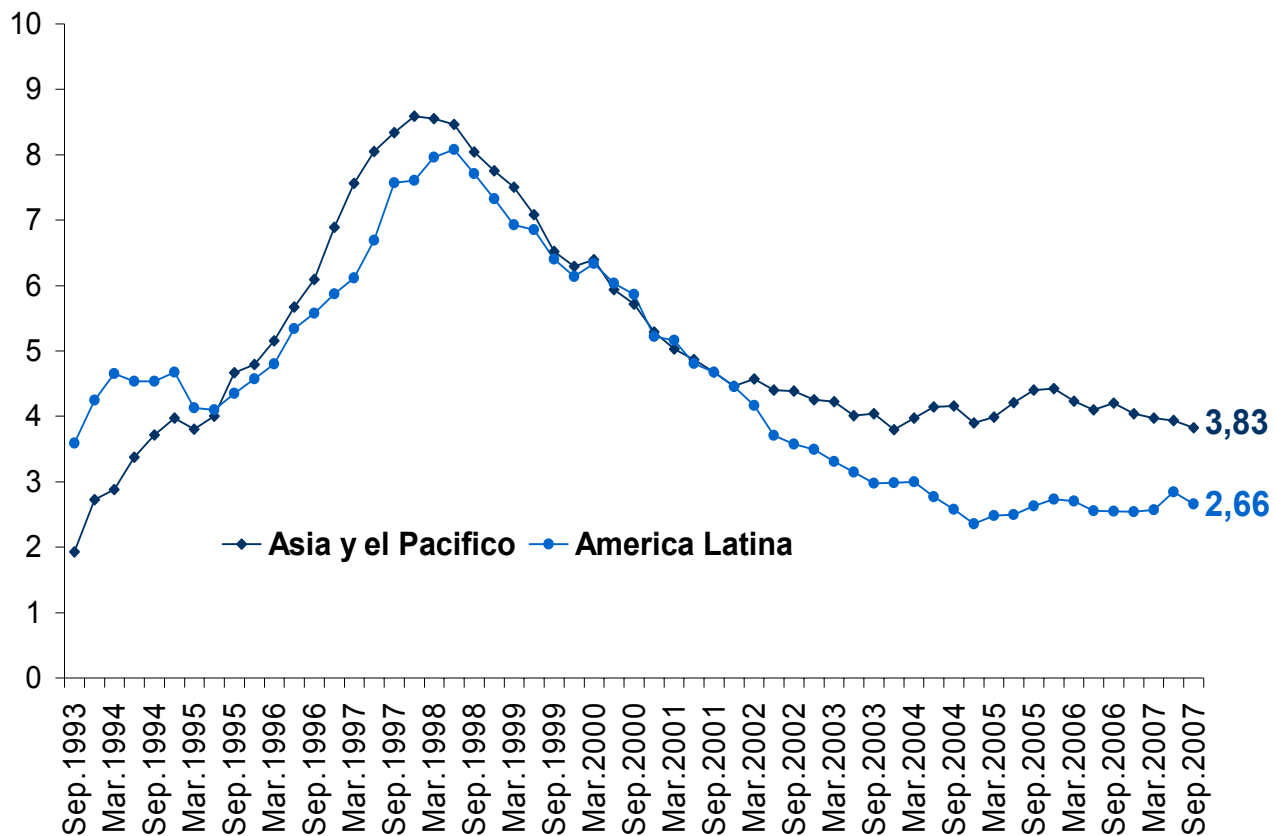
	Total			Privada			Pública		
	Dic-05	Dic-06	Sep-07	Dic-05	Dic-06	Sep-07	Dic-05	Dic-06	Sep-07
Todos los países	14.610	18.444	21.887	13.188	16.817	20.050	1.422	1.627	1.836
Países desarrollados	13.042	16.645	19.858	12.087	15.511	18.533	955	1.134	1.325
Países en vía de desarrollo	847	1.005	1.147	410	547	672	437	458	475
África y Medio Oriente	68	111	141	38	79	107	30	32	34
Asia y el Pacífico	244	291	332	197	240	279	47	52	53
Europa	197	251	300	66	101	140	131	150	160
Latino América y el Caribe	338	352	375	109	128	147	229	224	228

% del total en circulación

	Privada			Pública		
	Dic-05	Dic-06	Sep-07	Dic-05	Dic-06	Sep-07
Todos los países	90	91	92	10	9	8
Países desarrollados	93	93	93	7	7	7
Países en vía de desarrollo	48	54	59	52	46	41
África y Medio Oriente	56	71	76	44	29	24
Asia y el Pacífico	81	82	84	19	18	16
Europa	34	40	47	66	60	53
Latino América y el Caribe	32	36	39	68	64	61

Fuente: Bank of International Settlements

Deuda corporativa internacional en circulación de Asia y América Latina, % del total de deuda emitida en el mundo



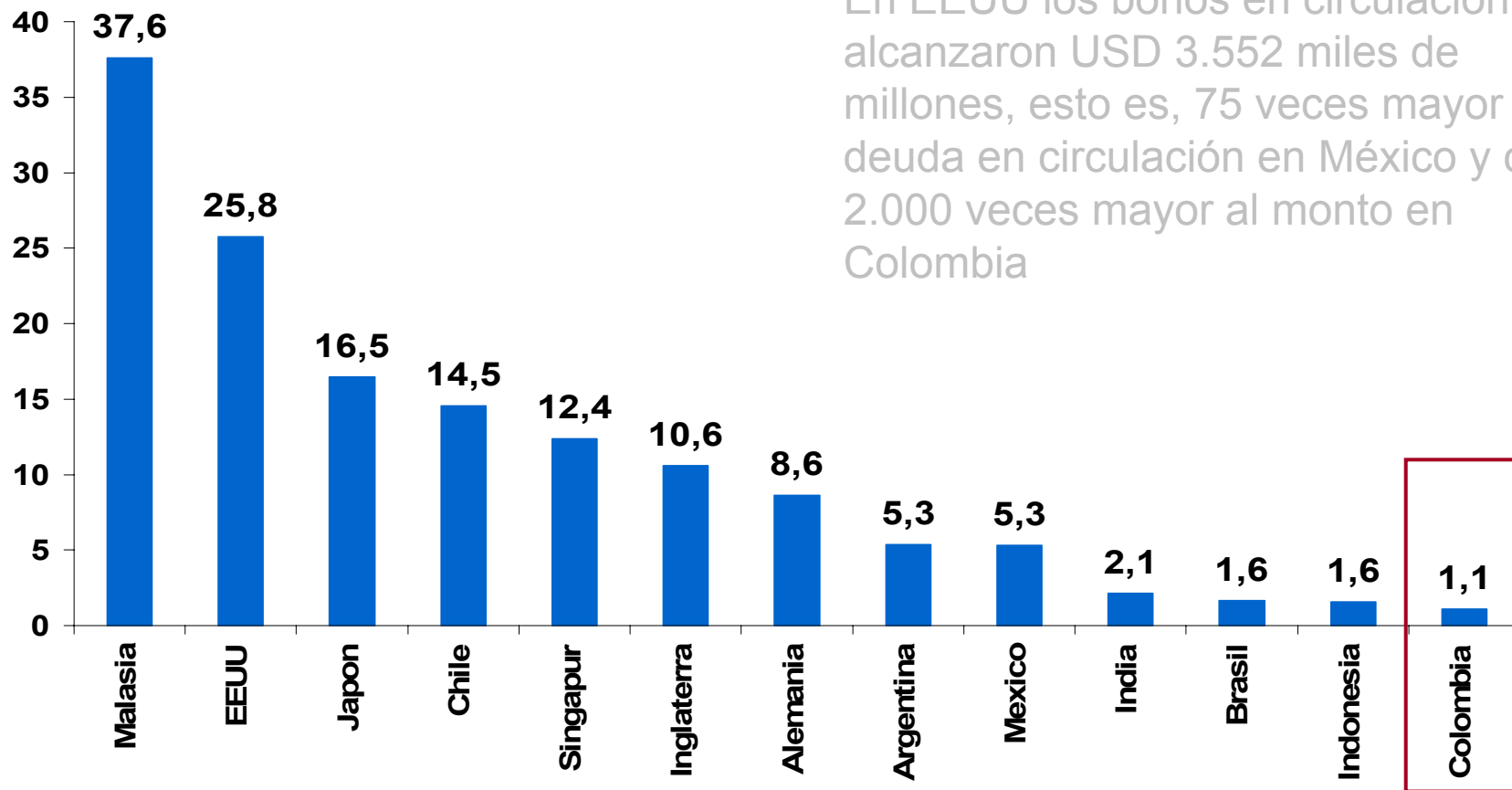
- La brecha entre la **participación de** la deuda emitida en **Asia** y la deuda emitida en América Latina **ha aumentado**

- Ha habido políticas activas adoptadas en algunos países asiáticos

- **Asia tiene el objetivo explícito de desarrollar su mercado de capitales**

Fuente: Bank of International Settlements

Bonos corporativos en circulación (internos y externos) en junio de 2007, % del PIB



Fuente: Bank of International Settlements

El mercado de deuda pública y el papel del gobierno

De acuerdo con Mohanty (2002) y Sidaoui (2002) los beneficios de un mercado de deuda pública son:

1. Cubrir las necesidades de financiamiento del gobierno
2. Ser punto de referencia (“benchmark”) y facilitar la valoración de acciones y bonos más riesgosos
3. Mejorar la efectividad y la transparencia de la política monetaria
4. Proveer información importante sobre las expectativas de los agentes del mercado a través de la curva de rendimientos de los bonos

Colombia ha dado pasos importantes en la generación de un mercado líquido de deuda pública

- El Ministerio de Hacienda se ha esforzado por emitir diferentes referencias con el fin generar precios en varios segmentos de la curva.
- Publica con regularidad un calendario de emisiones y tiene un sistema de subastas claramente establecido.
- Al igual que en México, Hungría y Singapur, el gobierno ha implementado una estrategia de reapertura de emisiones de papeles exitosos con el fin de proveerle mayor liquidez al mercado sin correr riesgos de refinanciamiento.

Mercado primario y creadores de mercado

- Los creadores de mercado e inversionistas institucionales son jugadores clave para el desarrollo del mercado de deuda corporativa
- La mayoría de países cuentan con creadores de mercado para las emisiones de deuda pública
- El caso mexicano muestra que también pueden ser útiles para el desarrollo de otros segmentos de mercado, como el de derivados.
- **Podría considerarse la posibilidad de generar creadores de mercado para otros títulos de emisores privados.**

Mercado primario y creadores de mercado

- La experiencia internacional ha mostrado que en general se realizan subastas no competitivas sobre el 20% del monto emitido (ciertas preferencias y/o un precio especial). Un límite mayor puede ser nocivo para la competencia.
- Según Mohanty (2002), para evitar que ante la volatilidad en el mercado, la liquidez caiga demasiado, en las primeras etapas de desarrollo de los mercados, se puede permitir un spread alto y que los creadores de mercado obtengan rentas monopólicas
- Pero la presencia de participantes del mercado muy grandes puede generar distorsiones en el mercado: fondos de pensiones en Colombia

Mercados secundarios: la política monetaria y el Banco Central

- No se debe desechar la coordinación entre el manejo de deuda pública y la política monetaria
- El aporte más importante de los BC, se da mediante las operaciones de mercado abierto (OMAS) y operaciones de recompra (Repo) como instrumento de política monetaria
- Mohanty argumenta que los repos son la mejor manera de intervenir porque
 - no requieren el desarrollo de un mercado de deuda privada previo;
 - no tienen efectos directos sobre los precios de las acciones; y
 - los efectos sobre la liquidez son temporales

Mercados secundarios: la política monetaria y el Banco Central

- La participación activa del Banco de la República en la generación de un mercado monetario permite aumentar la liquidez y generar tasas de referencia a plazos cortos.
- Si bien el Banco de la República utiliza estos instrumentos de política, no lo hace con el objetivo explícito de promover el mercado de capitales.
- **El uso de OMAS y Repos como instrumentos para desarrollar el mercado de capitales puede ser beneficioso para impulsar el mercado de deuda privada en Colombia, tal como se ha hecho en otros países.**

Mercados secundarios: los inversionistas

- La literatura especializada coincide en que una amplia base de inversionistas es clave para el desarrollo de los mercados de deuda pública y privada
- Aumentan la liquidez y diversifican el riesgo
- Las estrategias adoptadas para aumentar la base de inversionistas incluyen:
 - Exenciones de impuestos a compradores y emisores de deuda corporativa
 - Eliminación de los controles de capitales y
 - Flexibilización de la regulación en torno a la participación de inversionistas extranjeros
 - Eliminación de distorsiones como el Gravamen a las Transacciones financieras

Mercados secundarios: sistemas de transacción

- Los sistemas de transacción electrónicos han mostrado ser de gran utilidad para el desarrollo de los mercados de valores
- Estos han sido implantados en la mayoría de países durante la última década
- Aumentan la cantidad de información disponible y disminuyen el costo y tiempo de las transacciones.

Mercado de deuda corporativa: el caso de Singapur

La estrategia para desarrollar el mercado de bonos corporativos se basó en dos frentes:

1. Incentivos tributarios a empresas nacionales y extranjeras
2. Incentivos regulatorios a la participación de inversionistas extranjeros

Mercado de deuda corporativa: el caso de Singapur

Incentivos tributarios

- En 1998, el Banco Central introdujo los *Qualifying Debt Securities (QDS)*, bonos de deuda estructurados por instituciones financieras.
- Los ingresos por comisión que obtengan las instituciones financieras están exentos de impuestos.
- Los ingresos de instituciones financieras y corporaciones obtenidos por intereses, provenientes de los QDS, pagan un impuesto de 10%,
- los no residentes no pagan impuestos.
- En 1999 el Banco Central introdujo los Intermediarios Aprobados de Bonos (ABI).
- Todos los bonos de deuda relacionados con ABIs son tratados como QDS y por lo tanto gozan de los incentivos tributarios descritos antes.
- A finales de 2001, 27 instituciones financieras contaban con el título de ABI.

Mercados de derivados

- A pesar del acelerado ritmo de crecimiento del mercado de derivados de tasa de cambio en Colombia en los últimos años, su tamaño sigue siendo pequeño.
- Como porcentaje del PIB, el monto de dólares estadounidenses transado en el mercado *forward* en 2003 fue 34,5%, mientras en México fue 53,2% y en Chile 225%
- Las operaciones *forward* colombianas en 2004 representaron tan sólo 0,002% del total mundial (Asobancaria)

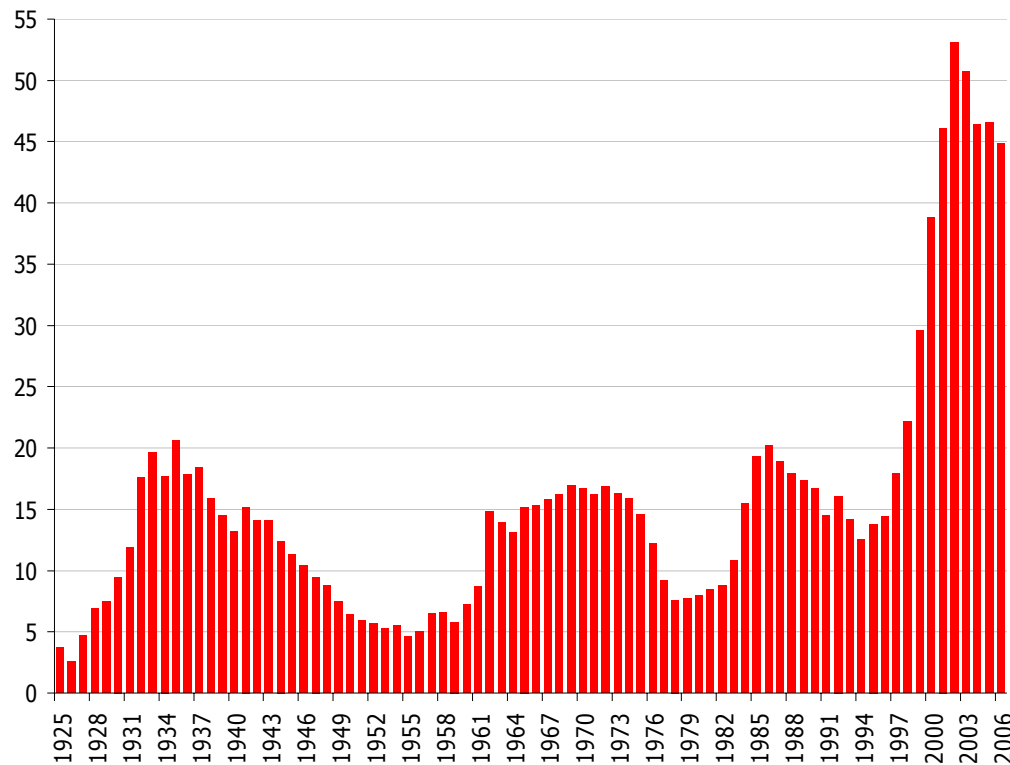
Mercados de derivados

- En 2005 la Superintendencia Financiera diseñó un proyecto de norma sobre la valoración de operaciones *forward*.
- Persisten algunos elementos regulatorios que dificultan el desarrollo del mercado
 - otros instrumentos derivados no cuentan con un marco regulatorio claro
 - el límite a la posición propia del mercado restringe la posibilidad de compra de divisas en el mercado spot.
 - las normas de control de capitales desincentivan a potenciales inversionistas extranjeras a participar en el mercado
 - El Emisor limita el uso de algunos derivados, como es el caso de los derivados de crédito

Agenda

1. La experiencia internacional en el desarrollo de un mercado líquido de deuda privada
2. **Diagnóstico del mercado de deuda en Colombia**
3. Los principales obstáculos para el desarrollo del mercado de capitales colombiano
4. Tareas por hacer

Deuda pública en Colombia como % del PIB, 1900-2007

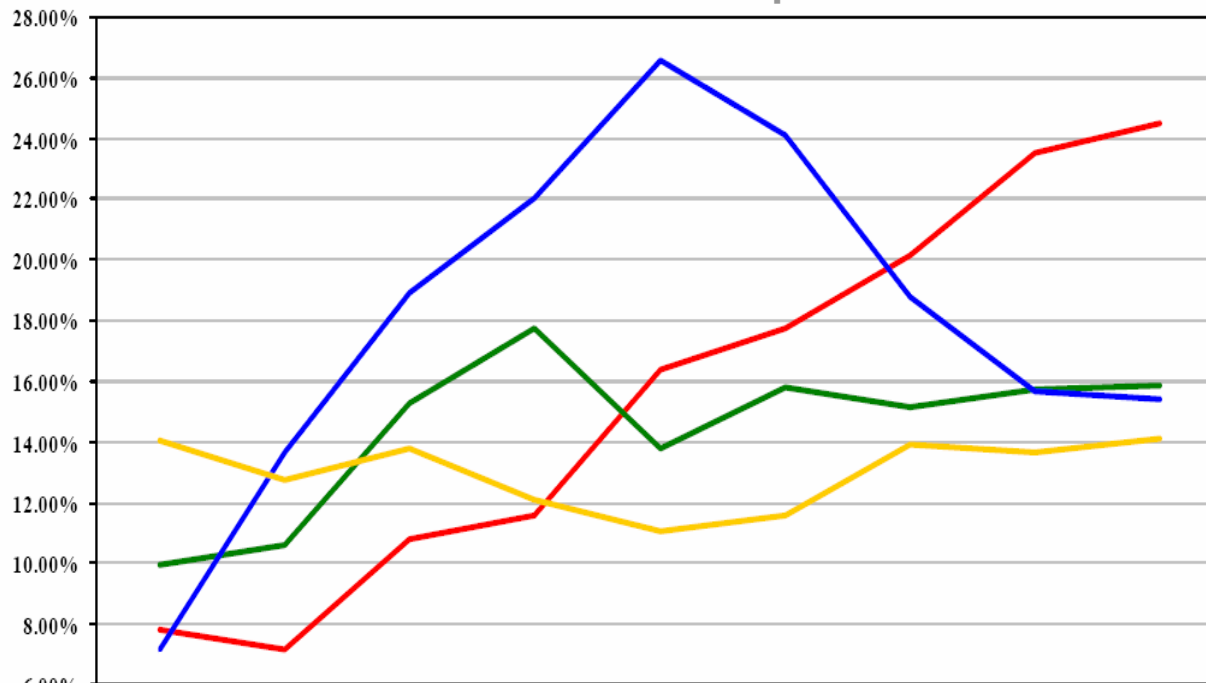


- En la mayoría de países el gobierno es el emisor de deuda más grande
- La deuda pública cuenta con el volumen y liquidez para el desarrollo de un mercado secundario lo suficientemente amplio para la creación de una curva de rendimientos que actúe como referente para la valoración de otros papeles en el mercado
- En Colombia el comportamiento del mercado de deuda pública ha estado ligado directamente al financiamiento del déficit fiscal.

Fuente: Junguito, Roberto, H. Rincón (2004) "La Política Fiscal en el siglo XX en Colombia", Mimeo, Fedesarrollo y Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Después de un boom en el mercado de TES, este perdió dinamismo en el último año y medio

Inversionistas con más del 10% de su portafolio en TES 2000 – 2007



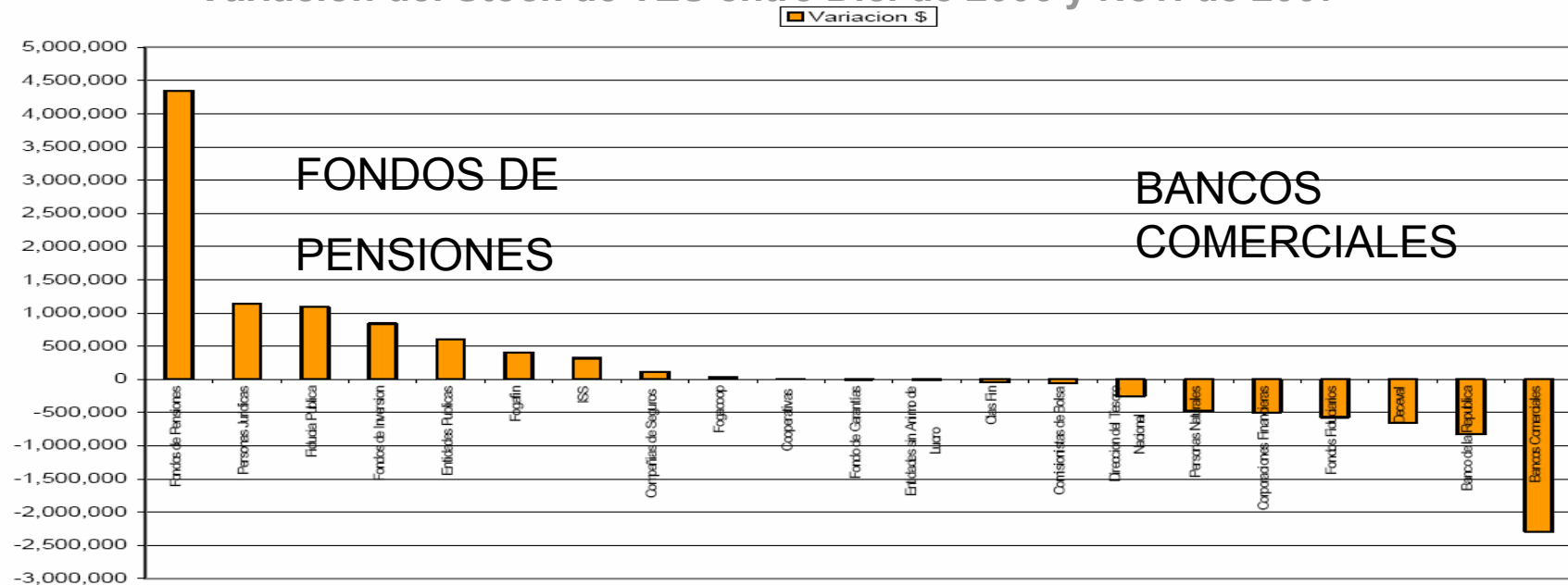
- Hasta 2005 subió la demanda de deuda pública
- Luego hubo una recomposición del portafolio de los bancos desde TES hacia cartera
- Desde abril de 2006 hubo venta de TES

	Dic-00	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Oct-07	Nov-07
Fondos de Pensiones	7.80%	7.17%	10.80%	11.60%	16.38%	17.75%	20.16%	23.55%	24.50%
Fiducia Publica	9.94%	10.62%	15.27%	17.73%	13.79%	15.79%	15.18%	15.72%	15.89%
Bancos Comerciales	7.15%	13.64%	18.89%	22.00%	26.59%	24.12%	18.77%	15.65%	15.39%
Entidades Publicas	14.02%	12.72%	13.78%	12.12%	11.07%	11.55%	13.91%	13.67%	14.10%

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Los inversionistas de corto plazo, especialmente los bancos comerciales se deshicieron de TES el año pasado

Variación del Stock de TES entre Dic. de 2006 y Nov. de 2007



- Turbulencia financiera entre mayo y junio de 2006 generada por aumentos en las tasas de la Fed
- Política monetaria contractiva del BR

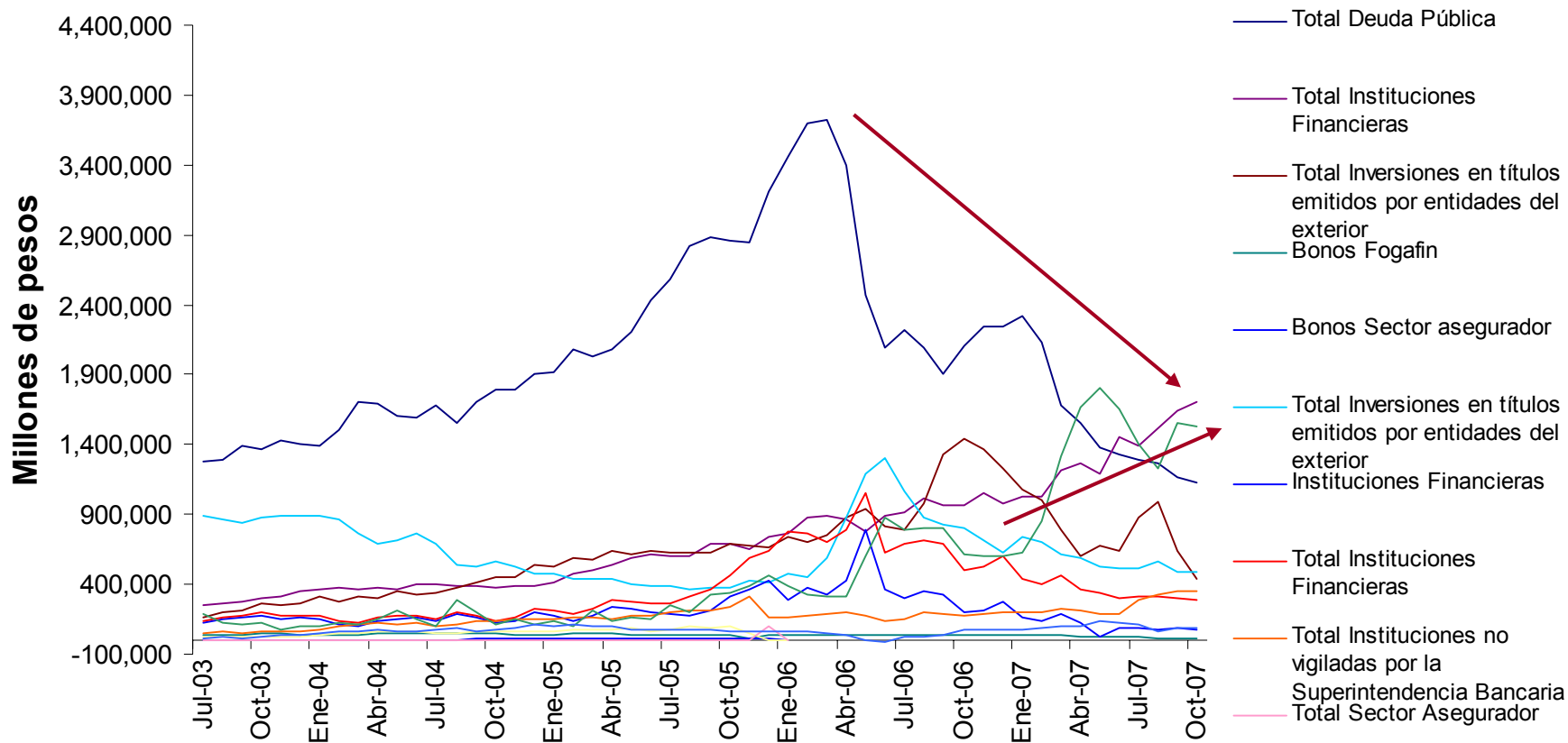


- Precios de los TES caen
- Inversionistas de corto plazo se deshacen de TES

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Desde el sell off de 2006, los fondos de pensiones se han ido deshaciendo de los bonos de deuda pública

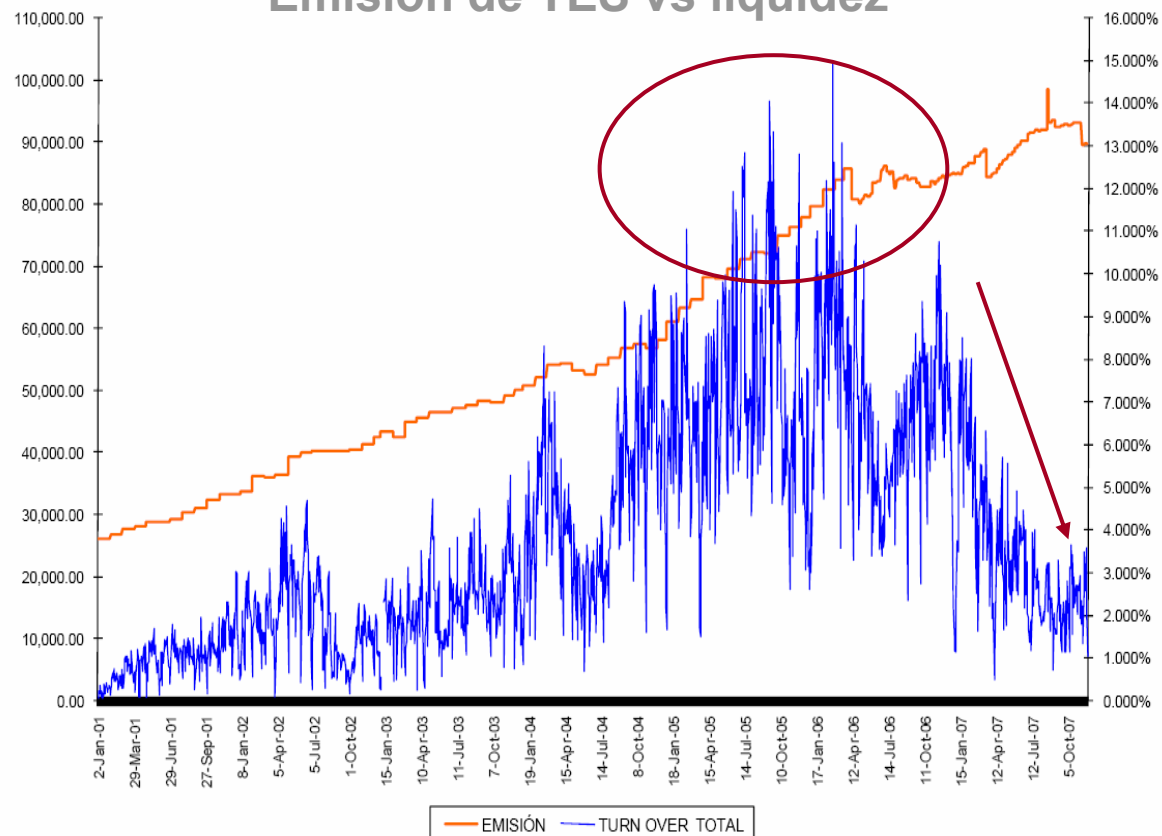
Portafolios de Inversión de Fondos de Pensiones Voluntarias



Fuente: Superfinanciera

La menor demanda de deuda pública ha reducido la liquidez de los TES en el mercado secundario

Emisión de TES vs liquidez

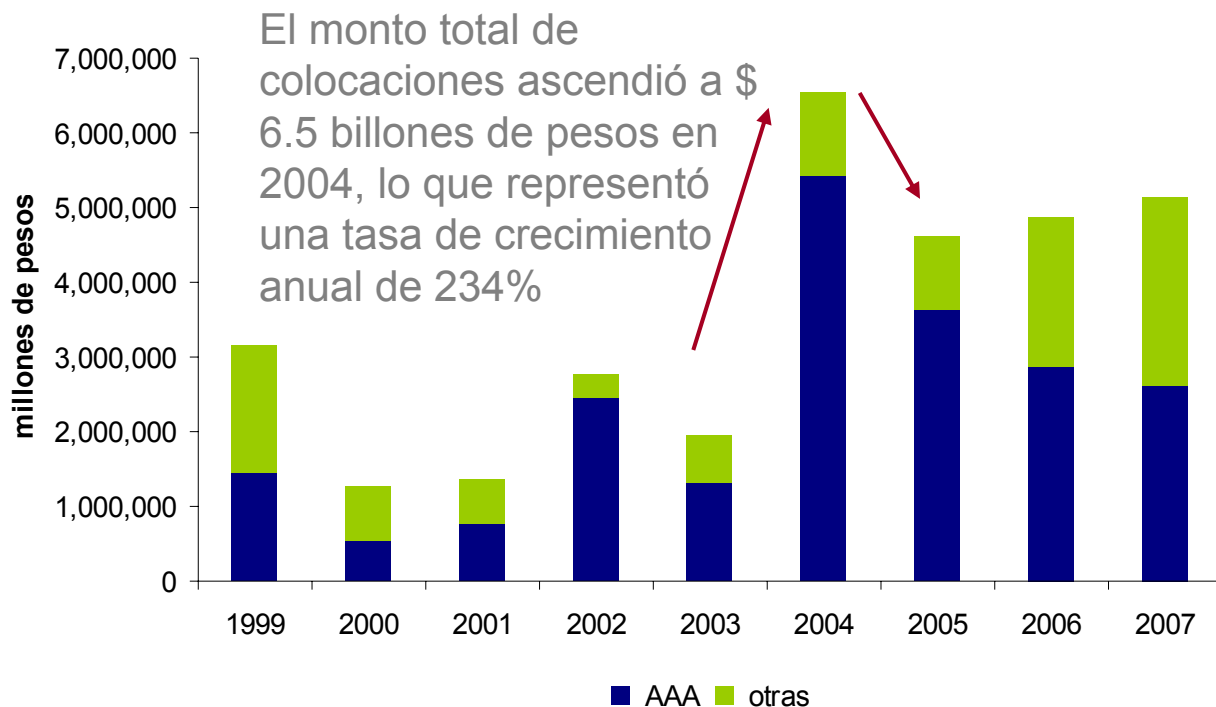


- A pesar de que el volumen emitido de TES permanece en una tendencia creciente, la liquidez se ha reducido sustancialmente.
- Esta alcanzó su pico a comienzos de 2006, durante el auge de deuda pública, donde el “turnover” ó rotación total de TES alcanzó una tasa cercana a 15%.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

El boom en el mercado de deuda pública observado entre 2004 y 2006 tuvo su contraparte en el mercado de deuda privada.

Monto total de colocaciones anuales de deuda privada, pesos corrientes

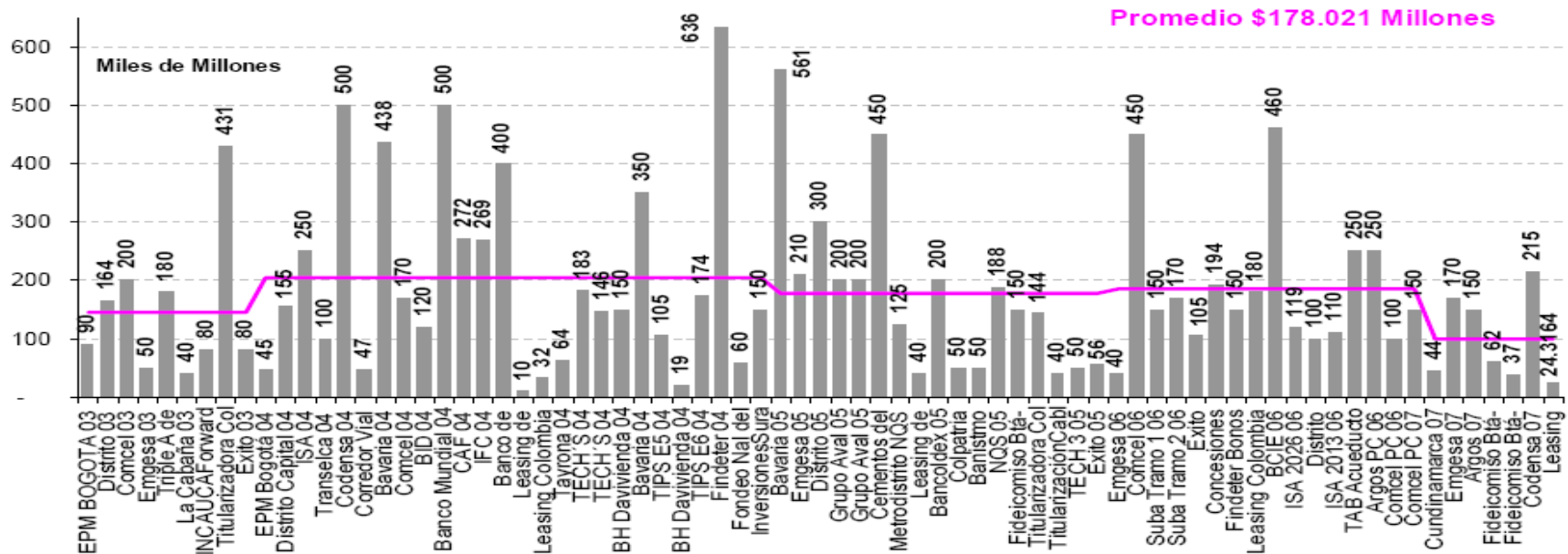


- La demanda por deuda pública contribuyó a la eficiencia de la curva de rendimientos cero cupón
- Facilitando la valoración de otros activos dentro del mercado.
- La colocación de deuda privada se ha concentrado en bonos calificados como AAA

Fuente: Superfinanciera

Monto total de colocaciones de deuda privada AAA 2002 – 2007, millones de pesos corrientes

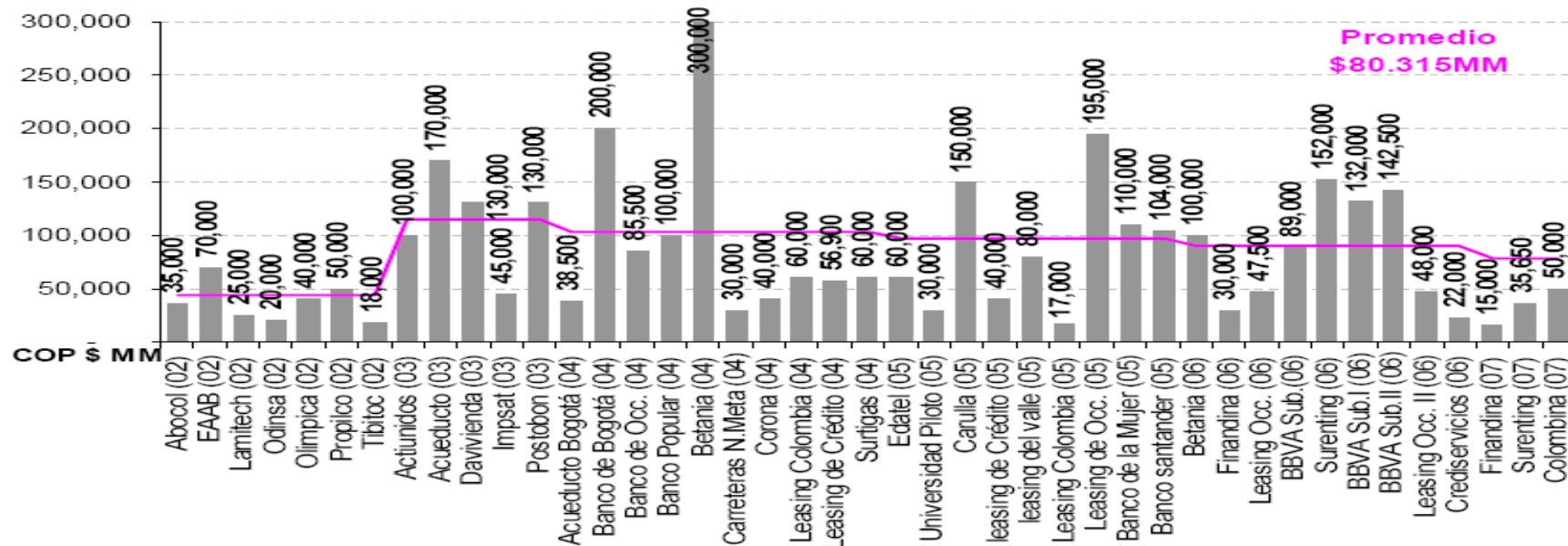
- El monto promedio de las colocaciones AAA desde 2002 hasta 2007 ha sido de \$178,000 millones de pesos, aunque se observan colocaciones de un tamaño sustancialmente mayor, como es el caso de Comcel y BCIE en 2006.
- El monto promedio colocado en el año 2007 es sustancialmente inferior al promedio del periodo, al alcanzar tan sólo \$69,084 millones de pesos



Fuente: Corficolombiana

Monto total de colocaciones de deuda privada con calificación inferior a AAA 2002 – 2007, millones de pesos corrientes

El emisor con la colocación más alta a lo largo del periodo fue Betania en el año 2004 con una colocación por \$300,000 millones de pesos



Fuente: Corficolombiana

El mercado de deuda privada estaba inflado en 2005, y la deuda sobrevalorada

- En el 1T de 2006 las tasas de interés a las que se emitieron algunos bonos de empresas privadas llegaron a ser inferiores o cercanas a las tasas de deuda pública para plazos semejantes
- En abril de 2006 I.S.A realizó una colocación por \$118,500 millones de pesos a una tasa de corte equivalente a IPC más 4.58%, a un plazo de 20 años.
- Esta tasa era equivalente a 8.7%.
- Los TES 2020 se cotizaban a una tasa de 8.8%.
- Esto puede ser **evidencia una sobrevaloración de la deuda privada, dado que el retorno no guardaba relación con el riesgo**

Fuente: Corficolombiana

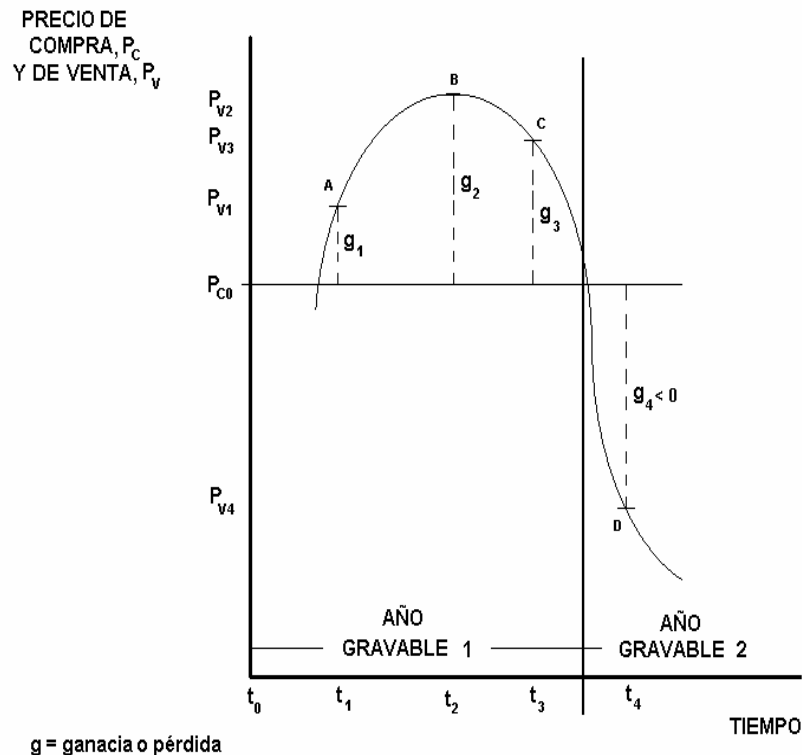
Agenda

1. La experiencia internacional en el desarrollo de un mercado líquido de deuda privada
2. Diagnóstico del mercado de deuda en Colombia
3. **Los principales obstáculos para el desarrollo del mercado de capitales colombiano**
4. Movimientos de la curva de rendimientos en Colombia
5. Tareas por hacer

Agenda

1. La experiencia internacional en el desarrollo de un mercado líquido de deuda privada
2. Diagnóstico del mercado de deuda en Colombia
3. **Los principales obstáculos para el desarrollo del mercado de capitales colombiano**
 - a. **Normatividad tributaria**
 - b. Referencias de deuda pública
 - c. Datos y filtros utilizados para el cómputo de la curva de rendimientos
 - d. Posibilidad de utilizar una metodología diferente para referencias de corto plazo
 - e. Regulación
4. Tareas por hacer

Normatividad tributaria: no deducibilidad de las pérdidas en transacciones bursátiles del impuesto de Renta



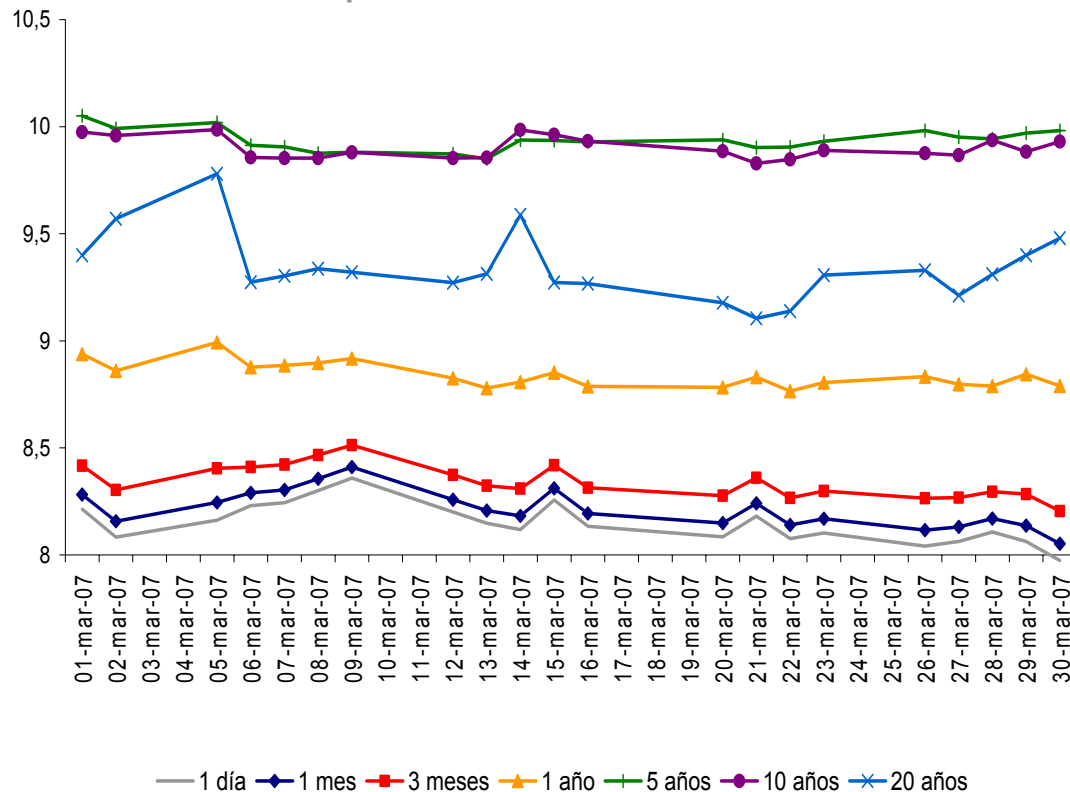
- La base del impuesto de renta durante el año gravable 1 sería la suma de $(g_1 + g_2 + g_3)$, los cuales representan los retornos de vender un activo adquirido a precio de compra (P_{co}) y vendido en tramos distintos a precios de venta P_{v1} , P_{v2} y P_{v3} , respectivamente
- Si al entrar en el año gravable 2 se lleva a cabo la operación D, en la cual se vende a un precio P_{v4} , se causa una pérdida en la venta de un activo líquido
- En la metodología para el cálculo de la base del impuesto de renta sobre las transacciones bursátiles, las pérdidas g_4 no son deducibles
- Esta inequidad horizontal afecta las decisiones de inversión. Este sesgo debe ser corregido

Agenda

1. La experiencia internacional en el desarrollo de un mercado líquido de deuda privada
2. Diagnóstico del mercado de deuda en Colombia
3. Los principales obstáculos para el desarrollo del mercado de capitales colombiano
 - a. Normatividad tributaria
 - b. **Referencias de deuda pública**
 - c. Datos y filtros utilizados para el cómputo de la curva de rendimientos
 - d. Posibilidad de utilizar una metodología diferente para referencias de corto plazo
 - e. Regulación
4. Tareas por hacer

La curva cero cupón como referencia para la valoración de deuda privada

Comportamiento de las tasas para cada una de las referencias de deuda pública durante el mes de marzo de 2007

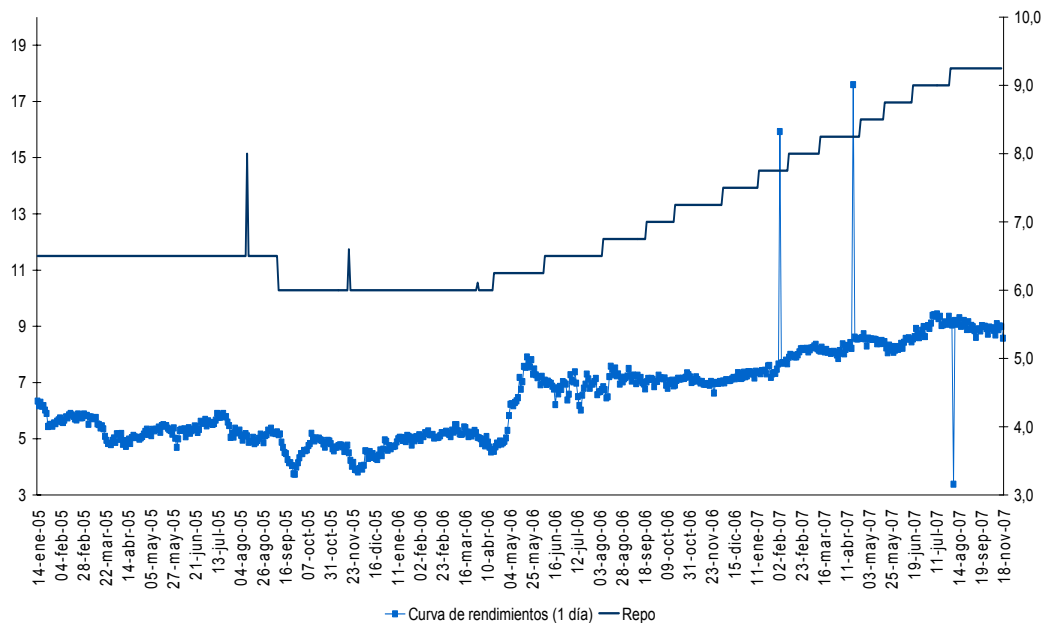


- Es frecuente la opinión según la cual la curva de rendimientos de deuda pública (Curva Cero Cupón – CCC) actualmente no constituye una buena referencia para la valoración de deuda privada
- No tiene un buen comportamiento en los plazos inferiores a 365 días
- La volatilidad para la referencias de 1 día, 1 mes y 3 meses no responde a fluctuaciones reales del mercado, sino a baja liquidez de algunos títulos que se refleja en pocas negociaciones

Fuente: Infoval

La CCC no refleja con precisión las tasas del mercado de cortoplazo

Tasa repo vs referencia de 1 día de la curva CCC



- A finales de 2007 la parte corta de la CCC registró tasas de rendimiento inferiores a 9%, a pesar de que en ese momento la tasa de intervención del Banco de la República era de 9.5%
- Esta diferencia carece de sentido económico
- Existen títulos con vencimiento en 90 días valorados a tasas cercanas a 8.9%, cuando deberían ser por lo menos superiores a la tasa repo del Banco Central

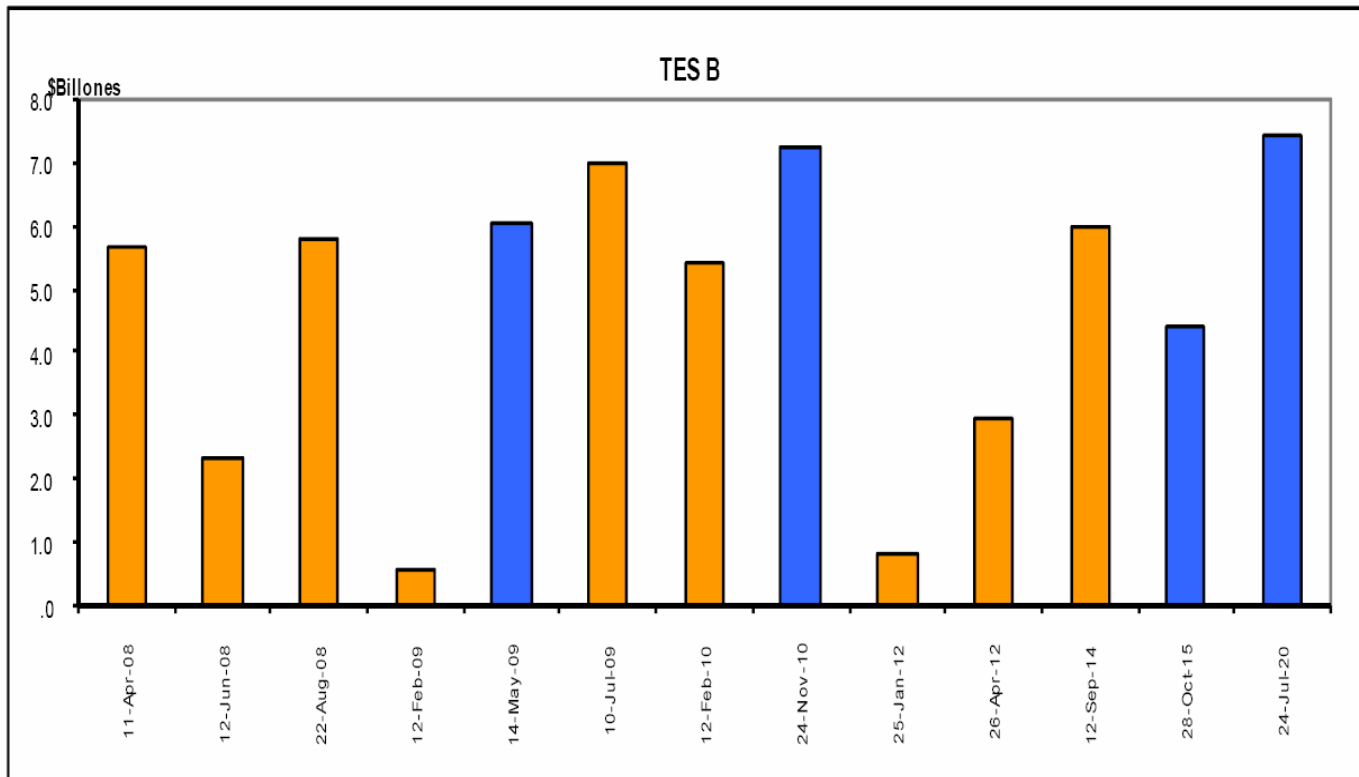
Fuente: Banco de la República e Infoval

Volatilidad en la parte corta de la CCC

- La volatilidad en la parte corta se debe a varios factores:
- Baja liquidez en este segmento del mercado; que responde a características específicas del mercado de deuda local
 - **Gravamen sobre los movimientos financieros (GMF):** Genera incentivos para que los inversionistas no quieran transar un título cuando este está próximo a vencerse, con el fin de no incurrir en el costo adicional que representa el impuesto
- Deducibilidad de las pérdidas en el impuesto de Renta

Referencias de deuda publica: el déficit fiscal del gobierno incentiva al MHCP a emitir en las referencias más líquidas para reducir costos, en detrimento de la curva

Saldo de TES tasa fija a noviembre de 2007
Billones de pesos



- Las barras azules representan las emisiones “abiertas” mientras que las naranjas las emisiones cerradas

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Agenda

1. La experiencia internacional en el desarrollo de un mercado líquido de deuda privada
2. Diagnóstico del mercado de deuda en Colombia
3. Los principales obstáculos para el desarrollo del mercado de capitales colombiano
 - a. Normatividad tributaria
 - b. Referencias de deuda pública
 - c. **Datos y filtros utilizados para el cómputo de la curva de rendimientos**
 - d. Posibilidad de utilizar una metodología diferente para referencias de corto plazo
 - e. Regulación
4. Tareas por hacer

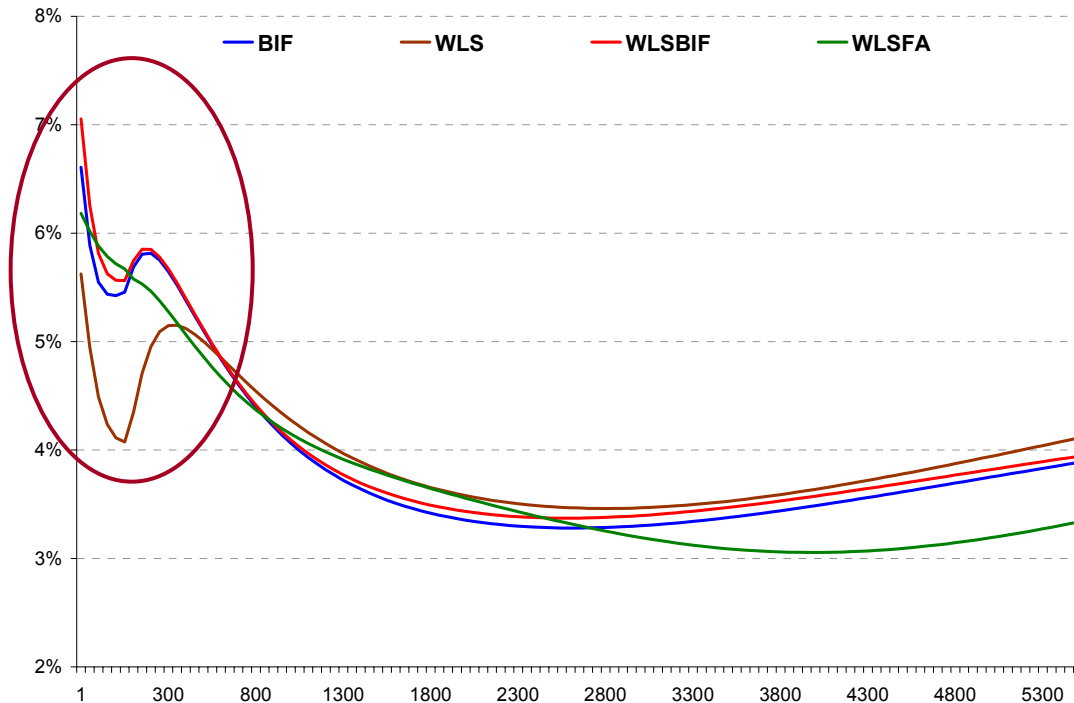
Datos y Filtros utilizados para el cómputo de la curva de rendimientos

1. **Tipo de Título:** Sólo se tienen en cuenta títulos totales o completos, y se excluyen operaciones de cupones y principales.
2. **Volumen:** Se tienen en cuenta tan sólo operaciones de montos superiores a \$450 millones de pesos en el caso de títulos tasa fija en pesos y superiores a \$400 millones para títulos tasa fija en UVR.
3. **Tasa de interés:** Se construye una curva TIR. La muestra puede ser complementada con operaciones de días anteriores. El error cuadrado de la operación i debe ser menor que 8 veces el error cuadrado promedio para los TES en pesos y 6 veces para los TES en UVR.
4. **Medianas:** Se eliminan las observaciones que superan las medianas de la tasa de negociación, ponderada por cantidad, para un grupo de títulos dentro de un rango de días de vencimiento elegido

De acuerdo con opiniones de funcionarios del BR los filtros son “rígidos, asimétricos y discrecionales”.

- El BR trabaja en desarrollar una propuesta de filtros, donde se conserven los dos primeros filtros y:
 1. Sólo considerar la utilización de títulos que tengan 3 o más operaciones.
 2. Con la muestra resultante, estimar el promedio ponderado por cantidad en forma robusta a la presencia de valores extremos. Esto implica realizar una estimación mediante el uso de “regresión de influencia acotada” (Bounded Influence Regresión, BIF)
 3. Calcular la curva spot con los promedios ponderados por cantidad estimados en el punto anterior.

Estructura a plazos de la volatilidad de la curva

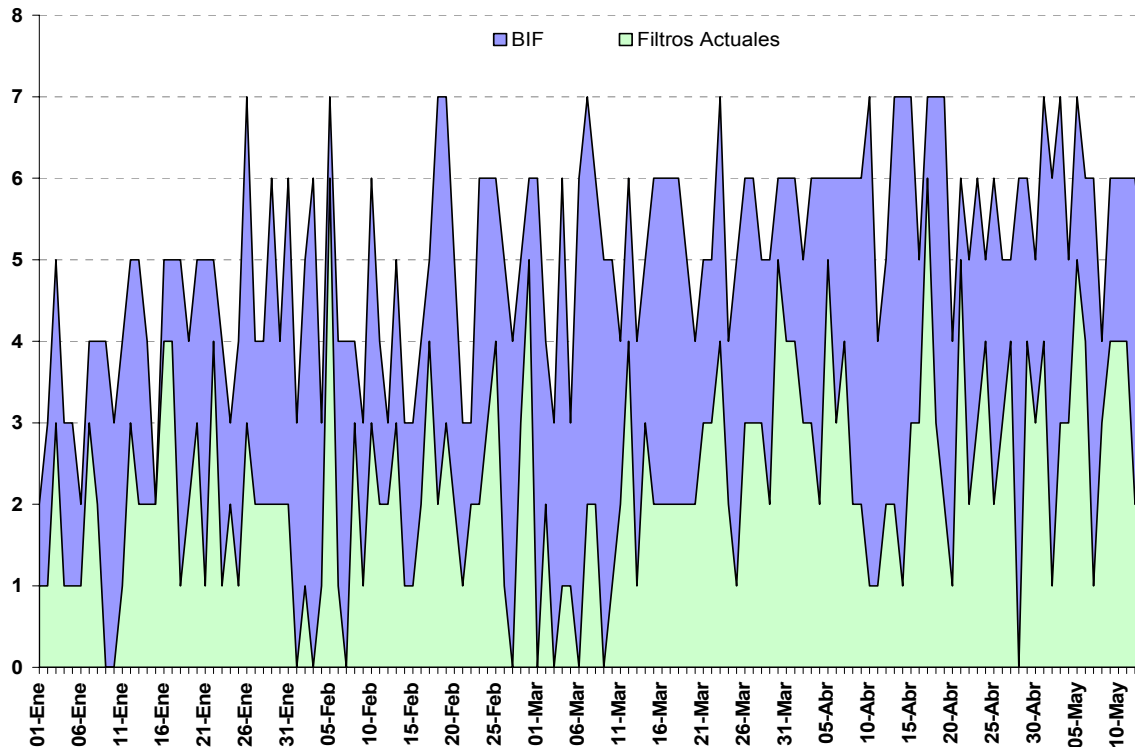


Lo que demuestran los ejercicios realizados por el Banco de la República, es que la metodología de estimación actual de la curva, haciendo uso de los filtros existentes, **tergiversa la curva incrementando ficticiamente su volatilidad en el corto plazo y reduciendo en exceso la volatilidad en el largo plazo**

Fuente: Banco de la República

BIF: Regresión de Influencia Acotada – propuesta Banco de la República; WLS: Weighted Least Squares – Mínimos cuadrados ponderados; WLSBIF: Mínimos cuadrados ponderados con filtros estimados por BIF; WLSFA: Metodología Actual – Mínimos cuadrados ponderados haciendo uso de los filtros existentes.

Número de observaciones de referencias de corto plazo (0 a 180 días) utilizadas para la estimación de la curva spot



Mediante la metodología actual, hubo días en los cuales se utilizaron cero observaciones para la estimación de la curva spot; a pesar de que sí hubo negociaciones en el mercado

Fuente: Banco de la República

Por lo tanto los técnicos del Banco de la República concluyen que la metodología actual, en **términos de la selección de la muestra para la estimación de la curva**, resulta en un **estimador poco robusto y con alto grado de volatilidad**. Los filtros actuales, que buscan resolver este problema de volatilidad resultan en la generación de un **sesgo de selección de muestra**, **ineficiencia en el uso de información**, **asimetría en el tratamiento de los valores extremos** y una **modificación artificial de la estructura de la curva**.

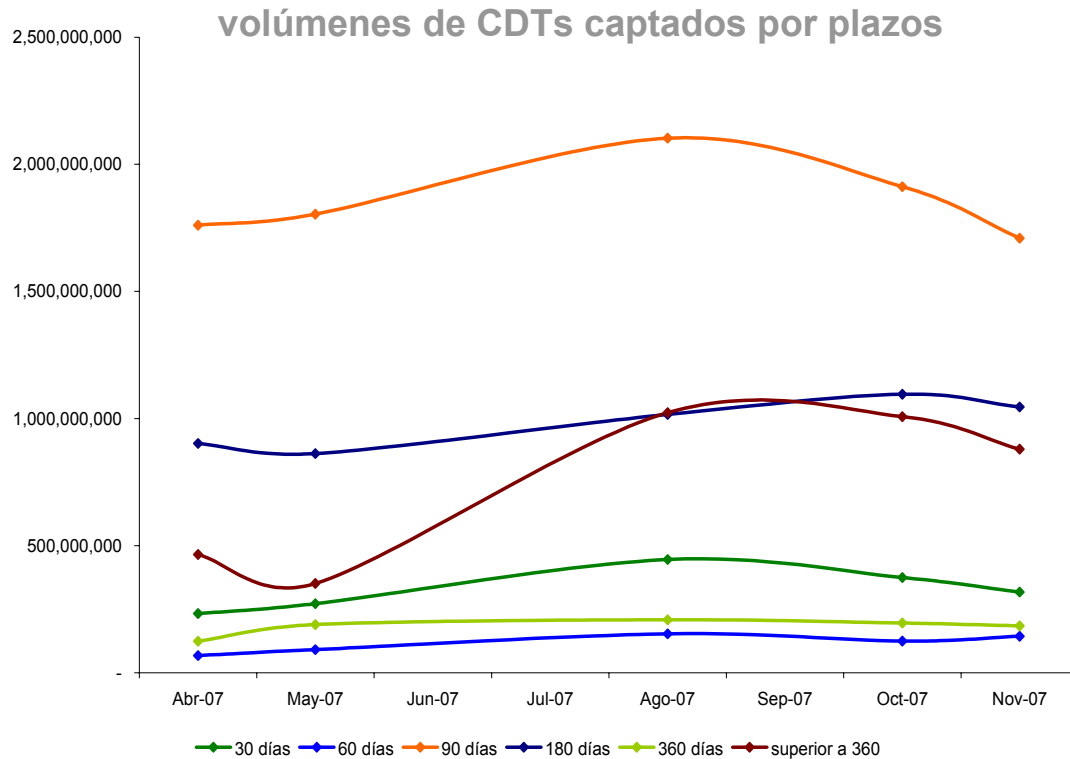
Fuente: Banco de la República

Agenda

1. La experiencia internacional en el desarrollo de un mercado líquido de deuda privada
2. Diagnóstico del mercado de deuda en Colombia
3. Los principales obstáculos para el desarrollo del mercado de capitales colombiano
 - a. Normatividad tributaria
 - b. Referencias de deuda pública
 - c. Datos y filtros utilizados para el cómputo de la curva de rendimientos
 - d. **Posibilidad de utilizar una metodología diferente para referencias de corto plazo**
 - e. Regulación
4. Movimientos de la curva de rendimientos en Colombia
5. Tareas por hacer

Posibilidad de utilizar una metodología diferente para referencias de corto plazo: curva CDTs

Problemas con la curva de rentabilidad de los CDTs



Fuente: Superfinanciera

- el volumen transado en el mercado de CDTs es muy bajo y se concentra fundamentalmente en duraciones inferiores a 180 días
- la referencia de 90 días en la curva CR-CDT por definición equivale a la DTF. Existe relativo consenso dentro del mercado acerca de que esta tasa presenta serios inconvenientes al no reflejar de manera fiel el comportamiento de las tasas de corto plazo de la economía
- debe tenerse en cuenta que este incremento en las captaciones de CDTs a plazos superiores a seis meses no es necesariamente permanente

- El mercado de deuda privada se ve limitado por la ausencia de una curva de referencia idónea para su valoración,
- Sin embargo el principal problema en el mercado de deuda privada colombiana no es un problema metodológico de valoración, sino el de **generación de precios**. Esto es fundamental para que las diferentes metodologías de valoración de activos funcionen correctamente.
- Los problemas de creación de precios, a su vez son reflejo de un **mercado poco profundo con distorsiones regulatorias** que obstaculizan la negociación de títulos de deuda privada.
- El problema de valoración puede ser resuelto mediante la propuesta del Banco de la República, o a través de la implementación del Indicador Bancario de Referencia (IBR)

Agenda

1. La experiencia internacional en el desarrollo de un mercado líquido de deuda privada
2. Diagnóstico del mercado de deuda en Colombia
3. Los principales obstáculos para el desarrollo del mercado de capitales colombiano
 - a. Normatividad tributaria
 - b. Referencias de deuda pública
 - c. Datos y filtros utilizados para el cómputo de la curva de rendimientos
 - d. Posibilidad de utilizar una metodología diferente para referencias de corto plazo
 - e. **Regulación**
4. Tareas por hacer

Regulación: imposibilidad de transar en el mercado OTC y prohibición de operaciones preacordadas

- El mercado OTC es la vía de negociación más indicada para transar activos ilíquidos
- A nivel mundial, la deuda corporativa es transada mayoritariamente a través de acuerdos bilaterales en el mercado OTC
- El Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMVC) asegura que la norma que restringe las operaciones preacordadas ha resultado en una reducción en el volumen de operaciones y en el consecuente deterioro de la liquidez
- En mayo de 2006 se aprobó la negociación de los títulos entre las partes, siempre y cuando “sean expuestas durante un periodo de tiempo mínimo
- AMVC argumenta que el proceso de formación de precios puede verse entorpecido mediante este establecimiento de tiempos mínimos de exposición
- **El Ministerio de Hacienda y Crédito Público decidió en diciembre de 2007 poner en funcionamiento el mercado OTC**

Regulación: exigencias regulatorias para inversionistas institucionales

- La norma de rentabilidad mínima obliga a los fondos de pensiones a transar en el corto plazo .
- Las sociedades administradores deben responder con sus propios recursos “aportando la diferencia entre el valor del fondo al momento de medición y el valor que este debería tener para alcanzar la rentabilidad mínima obligatoria”
- Esto va en contra de la naturaleza de este tipo de inversionista que debería, mantener de manera estable títulos de largo plazo
- Los obliga a actuar como “traders” en vez de hacerlo cómo inversionistas de largo plazo

Regulación: exigencias regulatorias para inversionistas institucionales

- Otra consecuencia importante de la regulación de rentabilidad mínima, las limitaciones al tipo de activo en el que se puede invertir y de la existencia de un portafolio de referencia es el efecto “manada” que produce sobre los inversionistas.
- Estos factores resultan en que los fondos de pensiones presenten el mismo patrón de comportamiento en términos de sus inversiones
- Se genera una homogenización de los portafolios, lo que reduce los incentivos para diferenciar los fondos mediante el ofrecimiento de diferentes tipos portafolio que ofrezcan rentabilidad diferente.

Regulación de portafolios de grandes inversionistas institucionales en Colombia

Tipo de Instrumento	Compañías de Seguros	Fondos de Pensión	Fondos de Cesantías
Deuda Pública Domestica	60%	50%	100%
FOGAFIN	30%	10%	10%
Bonos Hipotecarios y Activos avalados	30%	40%	40%
Bonos Sector financiero	30%	30%	70%
Bonos ajenos al sector financiero	30%	30%	30%
Acciones	30%	30%	30%
Certificados de Deposito		2%	2%
Bonos Foráneos	30%	20%	20%
Trust Funds	5%		
Rentabilidad Mínima requerida	NO	SI	SI

El requisito de rentabilidad mínima genera un efecto “manada” sobre los inversionistas

Fuente: del Valle, Clemente y M. Casas (2007) “Mercado de bonos corporativos: mitos y perspectivas”, Banco Mundial, mimeo

Regulación: Intervención del Banco de la República

- En aras de controlar la apreciación del tipo de cambio, durante 2007 el Banco de la República introdujo una serie de medidas que generaron distorsiones en el mercado financiero colombiano: control de capitales, encaje marginal
- Las medidas de control de capitales y de encajes redujeron la liquidez del mercado, el número de tenedores de deuda y por ende la demanda de bonos.
- Esto tuvo un efecto negativo sobre la curva de rendimientos de deuda pública dado que se redujo el volumen de transacciones

Regulación: Calificación de deuda privada como AAA

- Existe el incentivo para demandar tan sólo deuda que esté calificada como AAA debido a los requisitos de calificación de las inversiones admisibles establecidos por la Superfinanciera
- Esta regulación ha conducido a que en los administradores de portafolios prefieran ser conservadores y establecer como piso efectivo de riesgo de los títulos una calificación de AAA.
- Se desincentiva la colocación de deuda por parte de emisores con riesgos más altos.
- El resultado es que emisores cuyo riesgo es mayor a AAA deban reducir el riesgo de sus bonos mediante el establecimiento de un colateral para la deuda emitida. Esto, en ocasiones, eleva tanto el costo de la emisión de bonos, que hace más favorable el endeudamiento con el sistema financiero.

Agenda

1. La experiencia internacional en el desarrollo de un mercado líquido de deuda privada
2. Diagnóstico del mercado de deuda en Colombia
3. Los principales obstáculos para el desarrollo del mercado de capitales colombiano
4. Tareas por hacer

Agenda

1. La experiencia internacional en el desarrollo de un mercado líquido de deuda privada
2. Diagnóstico del mercado de deuda en Colombia
3. Los principales obstáculos para el desarrollo del mercado de capitales colombiano
4. **Tareas por hacer**

Tareas por hacer

- Es indispensable un esfuerzo decidido por parte de los formuladores de política en la coordinación de muchas tareas que se llevan a cabo de manera relativamente separada
- Se necesita un mapa de ruta, que en nuestra opinión debe ser un Documento CONPES
 - Definir responsables en el sector público
 - Definir un lapso en el cual las autoridades deben cumplir las tareas propuestas

Tareas por hacer

- El MHCP debe continuar los esfuerzos para mejorar la liquidez en el mercado de deuda pública y la generación de precios para la CCC
- El BR debe implementar el uso de OMAS y Repos como instrumentos para desarrollar el mercado de deuda privada
- Puede considerarse la posibilidad de generar creadores de mercado para otros títulos de emisores privados
- Se debe incentivar a los inversionistas privados a participar en el mercado
 - Exenciones de impuestos a compradores y emisores de deuda corporativa,
 - eliminación de los controles de capitales y
 - flexibilización de la regulación en torno a la participación de inversionistas extranjeros

Tareas por hacer

- Sería conveniente implantar sistemas de autorregulación como mecanismo de supervisión
- Lo anterior debe estar acompañado sistemas de divulgación de información pública por parte de las agencias calificadoras de riesgo, inversionistas y emisores
- Adoptar la propuesta del Banco de la República para incrementar el número de observaciones que se tiene en cuenta al estimarse la curva cero cupón
- Indicador Bancario de Referencia

Tareas por hacer

- La reforma financiera en la que actualmente trabaja el MHCP y la Superfinanciera representa una buena oportunidad para **reducir las restricciones para la inversión de fondos de pensiones y cesantías**
- Se podría empezar por modificar los límites a la inversión por tipo de papeles y la composición del portafolio de referencia, para permitirle a los fondos explotar diferentes alternativas de inversión
- Otra alternativa, en este sentido, es seguir el ejemplo de Chile, en donde las AFP ofrecen cinco subfondos obligatorios de pensiones diferentes, de acuerdo con el nivel de riesgo y de la edad del ahorrador

Tareas por hacer

- La regulación de la Superfinanciera sobre las inversiones consideradas como admisibles, ha conducido a que en los administradores de portafolios prefieran ser conservadores y establecer como piso efectivo de riesgo de los títulos una calificación de AAA
- La reglamentación de las cuentas de margen desincentivó la toma excesiva de riesgo mercado
- Si bien la regulación debe evitar el riesgo sistémico, no tiene por qué limitar arbitrariamente la toma de riesgo individual
- La imposibilidad de transar en el mercado OTC y la prohibición de las operaciones preacordadas sin duda alguna constituyó una limitante severa para el desarrollo del mercado de deuda privada

Tareas por hacer

- Las políticas del Banco de la República a lo largo del último año, para controlar el tipo de cambio y reducir la inflación mediante la imposición de encajes generaron distorsiones en el mercado de capitales colombiano
- Este tipo de políticas distorsiona los precios y le resta transparencia a los mercados, impidiendo la correcta valoración de los activos y alterando las preferencias de los agentes
- la imposición de controles de capitales y la discriminación en contra de inversionistas extranjeros constituyen arcaísmos de los que se debía prescindir en el menor lapso posible
- Del mercado adolescente de los noventa y los primeros años del nuevo milenio, debemos pasar a uno joven y dinámico, que aprenda de sus propios errores, y desarrolle nuevos negocios e instrumentos