

¿Porque Tenemos un Mercado de Capitales Emergente?

Para resolver el anterior interrogante es necesario aclarar la definición de mercado de capitales emergente, para luego verificar cuales de las características propias de estos mercados coinciden con la evolución que hemos tenido en Colombia, así como cuales son los principales desafíos de los responsables de las políticas públicas, en la mejora de la dinámica emergente hacia un mercado de capitales desarrollado equitativamente.

Una buena definición de mercado emergente la proporciona un trabajo elaborado por Ashoka Mody, publicado por el Fondo Monetario Internacional, titulado “¿Que es un Mercado de Capitales Emergente?”¹. El documento en mención hace cuatro llamados relacionados con la definición de los mercados emergentes y sus procesos de elaboración de políticas.

Primero, determina que la característica esencial de los mercados emergentes, apoyada en ambos, percepción popular y datos, es su alto grado de volatilidad y su estado de permanente evolución ocurriendo en las dimensiones económica, política, social y demográfica.

Segundo y tema central del documento reseñado, es la deseable transición entre el compromiso y la flexibilidad al elaborar políticas públicas. El compromiso como un camino de política es recomendable para atraer inversiones productivas, pero puede ser no creíble cuando se sobredimensiona; por su parte la flexibilidad es necesaria para responder a desarrollos inesperados, sin embargo puede permitir abusos.

Tercero, un amplio llamado es que mientras la terminología compromiso-flexibilidad es útil, compromisos rígidos sin flexibilidad son prácticamente inviables y al mismo tiempo, la flexibilidad por si misma es viable sólo cuando existe un amplio e indeclinable compromiso para comportarse disciplinadamente a través de instituciones que limiten las fronteras de lo discrecional. De ahí que la mayor evolución en los mercados emergentes, es pasar de compromisos transaccionales específicos a compromisos institucionales.

Finalmente, advierte que la principal lección para los elaboradores y ejecutores de políticas es que soluciones netas a los problemas existentes son raramente posibles, por lo que se necesita de esfuerzos en varios frentes complementarios e interrelacionados. Es así como la inercia en los procesos de reforma política, además de ir la mayoría de las veces en detrimento, a menudo refleja la complejidad de esfuerzos complementarios que contribuyan a construir madurez institucional.

Además, el trabajo de Mody encuentra elementos en común en las políticas públicas de los mercados emergentes en tres diferentes contextos, los cuales además sirven para caracterizarlos. Usando ejemplos relacionados con: las garantías a los inversionistas sobre emisiones de países soberanos otorgadas por el Banco Mundial, los regimenes de tasa de cambio y los contratos de los bonos internacionales; reconociendo las diferencias analíticas y conceptuales en cada caso, resalta la común evolución de contratos rígidos a flexibles, del compromiso transaccional al compromiso institucional.

¹ Working Paper WP/04/177- IMF, International Monetary Fund - What Is an Emerging Market? Preparado por Ashoka Mody, Septiembre 2004

A continuación se analiza cual ha sido la evolución que hemos tenido en Colombia en los tres anteriores frentes, así como cuales son los principales retos en la adopción, elaboración y ejecución de las políticas publicas relacionadas.

Garantías del Banco Mundial y Calificación Soberana

El primer elemento caracterizador de los mercados emergentes son las garantías del Banco Mundial, reconocidas como un mecanismo que proporciona un fuerte compromiso transaccional para el pago de obligaciones a cargo de gobiernos soberanos. A través del tiempo estas garantías han venido siendo usadas por países prestamistas con baja calidad crediticia ó en situaciones regionales adversas, lo que conllevó al Banco Mundial a proporcionarles ayuda en los compromisos requeridos desde los tempranos 1990s, cuando el mercado aún se estaba recuperando de los efectos subsecuentes a la crisis de la deuda de 1980s y se requería de fuertes compromisos transaccionales para los crecientes prestamistas con baja calidad crediticia.

Un factor clave en el valor de la prima de las garantías y en el costo total de financiamiento, corresponde al aporte de las agencias de calificación de riesgos, que de acuerdo a Graciela Kaminski y Sergio Schmukler² han estado últimamente en el escrutinio como recetadoras de excesos financieros, mejorando la calificación en los buenos tiempos o disminuyéndola en los malos tiempos. Ellos reconocen que los cambios en la calificación de crédito de la deuda soberana tienen impacto sobre el riesgo país y el retorno de las acciones; esos cambios además se transmiten a través de los países, con significativos efectos en los países vecinos. También resaltan que los cambios en la calificación de crédito suelen ocurrir después de los movimientos de precios en el mercado. Los países con las economías más vulnerables tienen más bajas calificaciones y son más sensibles a los cambios en las tasas de interés en Estados Unidos.

Dentro de las agencias calificadoras de riesgo con mayor reconocimiento están: Moody's, Standard and Poor's, Fitch, Duff and Phelps, y, Thomson Bank Watch; siendo las dos primeras las más renombradas, sin embargo, estas dos agencias frecuentemente están en desacuerdo en calificaciones específicas sobre deuda soberana, donde regularmente Standard and Poor's es más optimista y menos severa que Moodys,³ efecto llamado de "calificaciones partidas", lo cual ocurre frecuentemente.

La metodología de Standard and Poor's para establecer la calificación del riesgo de crédito soberano considera los siguientes factores: riesgo político, estructura económica y de ingresos, prospectos de crecimiento económico, flexibilidad fiscal, deuda general, deuda externa del sector público y del sector privado, obligaciones contingentes, estabilidad monetaria y de precios, balanza de pagos, y, liquidez externa. Por su parte Fitch además incluye como criterio de calificación: factores estructurales, demográficos y educacionales, análisis del mercado laboral y de la estructura productiva y de negocios, dinamismo del sector privado, balanza de insumos, análisis de restricciones de crecimiento en el mediano plazo, política de inversión extranjera, y, análisis del sector financiero y bancario.

² Graciela Kaminsky *George Washington University* and Sergio Schmukler *World Bank* - Emerging Markets Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns? Febr. 28, 2001

³ Richard Cantor and Frank Packer -Federal Reserve Bank of New York- Sovereign Credit Ratings, Current Issues in Economics and Finance, Volume 1 Number 3, June 1.995

El siguiente cuadro tomado de Fitch sobre el riesgo soberano a largo plazo de emisiones en moneda extranjera de algunos de los países de América Latina, ilustra lo anterior:

Cuadro 1

Calificación de Riesgo Soberano M/E a Largo Plazo - Fitch

| <u>País / año</u> | <u>1994</u> | <u>1997</u> | <u>2002</u> | <u>2004</u> |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Colombia | BBB | BBB- | BB | BB |
| Venezuela | | BB- | B- | B+ |
| Ecuador | | | CCC+ | B- |
| Perú | | | BB- | BB |
| Panamá | | BB+ | BB+ | BB+ |
| México | BB | BB+ | BBB- | BBB- |
| Chile | BBB+ | A- | A- | A- |
| Brasil | B+ | B+ | B | BB- |
| Argentina | | BB | DDD | DDD |

La calificación de Fitch coincide con la de Standard and Poor's en 2002, denotando que la pérdida de calificación de Colombia de 1997 a 2002, fue una tendencia regional marcada principalmente por la crisis de Argentina en 2001, que llevó a la deuda de ese país a sufrir consecutivas degradaciones de B- a CCC-, CC, C hasta terminar el año con DDD.

La anterior situación condujo a que Colombia en 2001 hiciera por primera y única vez uso de las garantías del Banco Mundial, muy a pesar de que venía incursionando en el mercado internacional de capitales con emisiones y colocaciones exitosas de sus primeros bonos entre 1992 y 1993, dado que antes de esos años la financiación internacional proveniente de recursos internacionales, resultaba sólo de empréstitos otorgados por entidades multilaterales y los bancos privados más grandes del mundo.

Los bonos Colombia garantizados parcialmente por el Banco Mundial, son notas estructuradas a diez (10) años con pagos parciales de capital, emisión total por U\$1.000.000, con garantía del Banco Mundial por U\$158.8 millones, exitosamente colocada en abril de 2.001 por los bancos de inversión Goldman Sachs & Co. y J.P.Morgan Chase. Antes de la garantía las emisiones de bonos Colombia en los mercados internacionales de capital habían tenido típicamente maduraciones de tres (3) a siete (7) años y habían conseguido hasta U\$400 millones en el Euro mercado. Las notas garantizadas se colocaron al 9,786%, tasa inferior al 11,05% por un título emitido por Colombia con igual duración⁴ y la calificación de las mismas según FITCH al momento de la emisión fue de BBB+, tres notas superiores que el resto de los bonos Colombia en M/E.

Pruebas empíricas demuestran que las economías emergentes pagan primas adicionales sobre deuda soberana a medida que esta se incrementa, hasta cierto nivel crítico, sobre el cual comienza a hacer presencia el azar moral de los prestamistas internacionales⁵.

⁴ World Bank, Project Finance and Guaranties Department, Private Sector & Infrastructure Vice-Presidency, September 2001

⁵ Working Paper WP/04/70 - IMF International Monetary Fund - Credit Rationing in Emerging Economies' Access to Global Capital Markets - prepared by Edda Zoli, authorized for distribution by Sunil Sharma, April 2004

Al respecto Rodrigo Rato, director gerente del FMI expresó recientemente que “es necesario hacer frente lo antes posible a varios desafíos importantes de política económica. La deuda pública de muchos países latinoamericanos sigue siendo demasiado alta. Pese a la reciente consolidación fiscal, el promedio de la deuda pública de región se sitúa alrededor del 55% del PIB, muy por encima del registrado a finales de los años noventa. Su reducción reduciría los factores de vulnerabilidad existentes y ampliaría las posibilidades de aplicar políticas fiscales anticíclicas que ayuden a amortiguar, en el futuro, el efecto de una desaceleración económica”⁶.

La deuda pública en Colombia como proporción del PIB era del 31% en 2003 y del 26,3% a septiembre de 2004⁷, mientras que la deuda total incluida la pública y la privada fue 48,3% y 40,9% respectivamente, por lo que la situación de la deuda Colombiana aunque mala, no es tan crítica como el promedio de la región. El perfil de la deuda pública tiene vencimientos concentrados antes de 2013 y con plazos para colocaciones de bonos hasta 2033; la composición por fuente de financiación es, bonos 57%, BID 20%, BIRF 11%, CAF 6%, banca comercial 4%, créditos de exportación 1%, gobiernos 0,5%, proveedores 0,3%, bancos de fomento 0,16%, otras fuentes comerciales 0,01% y otros 0,03%.

Por su parte, la respuesta de los flujos de capital de los fondos mutuales internacionales a las calificaciones soberanas es asimétrica. Bajas en la calificación están fuertemente asociadas con salidas de capital, mientras que mejoras en la calificación no están asociadas con cambios discernibles en los flujos de capital⁸.

Un indicador sobre el estado coyuntural de los mercados de capital emergentes que es utilizado para controlar periódicamente su evolución es el EMBI (Emerging Markets Bond Index), índice de los bonos de los mercados emergentes en Estados Unidos, el cual fue introducido en 1992 por J.P.Morgan y representa el exceso de tasa de interés reconocido por los bonos de países emergentes por encima del rendimiento ofrecido de títulos equivalentes de Estados Unidos; indicador que además de servir como punto de referencia, provee a los inversionistas de una definición de mercado emergente en sus propios términos y, ayuda a reflejar el tamaño y la liquidez de los mercados externos de deuda. Los instrumentos considerados para calcular el EMBI deben tener en circulación al menos U\$500 millones. El 26 de noviembre de 2001 el EMBI+ promedio de los principales mercados emergentes del mundo era de 203 puntos básicos, para Latinoamérica era de 182, para Colombia 154, Brasil 234, México 213; mientras que en 2003 el EMBI+ fue 628 y el EMBI Colombia 535, respectivamente y, para el 4 de abril de 2004 el EMBI+ fue de 422 y el EMBI Colombia 369 puntos básicos.

Otro tipo de garantías ofrecidas por el Banco Mundial son las enfocadas a movilizar inversión extranjera directa -IED- a través del programa de acuerdos de garantía a la inversión ó MIGA (Multilateral Investment Guarantee Agreement), que no ha realizado operaciones en Colombia, pero asiste y apoya en la atracción de IED a Coinvertir desde 2002 y a la Cámara de Comercio de Bogotá desde 2003.

⁶ Rato, Rodrigo - Los retos de América Latina, para que la recuperación no se escape -, especial para el periódico El Tiempo, lunes 17 de enero de 2005, página 1-11

⁷ Banco de la República – Colombia, Deuda Externa de Colombia, Subgerencia de Estudios Económicos, Sección Sector Externo, Diciembre de 2004

⁸ Gande, A. & Parsley, D. -Sovereign Credit Ratings and International Portfolio Flows, Owen Graduate School of Management, Vanderbilt University, Nashville-Tennessee, October 2004

Régimen de Tasa de Cambio

El segundo elemento caracterizador para Ashoka Mody¹ de los mercados emergentes corresponde a los regímenes de tasa de cambio, los cuales pueden ser usados para comprometer la política monetaria al relacionar la moneda de un país y anclarla con otra moneda ó monedas. Pero, ¿en realidad vale la pena tal compromiso? La respuesta parece ser sí en países con relativamente limitadas interacciones con el mercado internacional de capitales; sin embargo, en la medida que las interacciones con el mercado de capitales aumentan, los compromisos fuertes se vuelven más difíciles de sostener y, al mismo tiempo, los beneficios potenciales de una mayor flexibilidad se muestran más alcanzables.

Mody reconoce que el compromiso con un régimen de tasa de cambio tiene mayor significado para el desempeño económico que el de las garantías del Banco Mundial, por esta razón, los cambios de régimen deben ser tomados después de amplios debates acerca de su conveniencia. Considera que aparentemente existe algún valor para los países en desarrollo en poder manipular con flexibilidad limitada las tasas de cambio, para disminuir inflación. Sin embargo, a medida que los países comienzan a emerger, participando más profundamente de los mercados de capital internacionales, se prueba el riesgo del compromiso y se incrementa el riesgo financiero. En ese momento se vuelve importante el cambio de un compromiso transaccional hacia una tasa de cambio en particular, que amplíe el compromiso institucional hacia políticas prudentes.

Tal es el caso de Colombia donde el Gobierno Nacional en coordinación con el Banco de la República desde 1991 adoptó una relativa liberación cambiaria, dejando que la tasa de cambio fluctuara libremente sobre unas bandas prefijadas, instituyendo además el esquema de inflación objetivo. La flotación de la tasa de cambio comenzó a partir de septiembre de 1999 y se complementó después con el uso de instrumentos cambiarios en presencia de turbulencias en los mercados internacionales, a través de opciones *put* para acumular ó *call* para desacumular reservas internacionales, “lo que ha permitido un manejo más ágil del instrumental monetario, al tiempo que ha mantenido una tasa de cambio real competitiva a nivel internacional. El mecanismo de opciones cambiarias instituido en Colombia es uno de los más transparentes de la región, pues además del Banco de la República también cubre a la Tesorería General de la Nación y a todas las entidades públicas, en contraste con lo que ocurre en México o Chile”⁹.

Sergio Clavijo⁹ anota que la principal virtud de flotar la tasa de cambio y amortiguar sus fluctuaciones a través del mecanismo de las opciones, es que permite repotenciar la política monetaria, al otorgarle cierta exogeneidad a esta última. Pero otra virtud que destaca de este arreglo, es que permite entender que frente a choques externos debe ser la tasa de cambio la que reaccione y no tanto la política monetaria interna. Resalta que a medida que se consoliden los esquemas vigentes de flotación de la tasa de cambio y de inflación objetivo, deberá ser más clara la relación existente entre las políticas monetaria y cambiaria, de una parte, y entre estas políticas y los determinantes del sector real, medidos a través de la brecha del producto.

Sin embargo desde octubre de 2003 el panorama cambiario cambió de rumbo marcando la pauta la tendencia revaluacionista, tanto así que hay analistas que advierten que “la

⁹ Clavijo, Sergio “Política monetaria y cambiaria en Colombia: progresos y desafíos (1991-2002)”, Ensayos sobre política económica, Revista No. 42, Banco de la República, Junio-Diciembre 2002

revaluación es el resultado de la combinación de la modalidad de tipo de cambio flexible y de la abundancia de dólares. Si bien el emisor ha intervenido para comprar cuantiosas divisas, a estas alturas no se ha desprendido del tipo de cambio flotante, o si se quiere, no se ha adoptado abiertamente la modalidad de cambio fijo. Por otra parte la abundancia de dólares en los mercados tiende a agravarse. En forma irresponsable Estados Unidos configuro un déficit en cuenta corriente que no es sostenible, condicionando su reducción a la revaluación de otras monedas, lo que tiende a ser resistido en los países mediante la acumulación de dólares y su esterilización con operaciones de mercado abierto. Mientras persista la abundancia de dólares, no será posible detener la revaluación con un sistema de cambio flotante y desviándolos al mercado paralelo. El propósito sólo puede lograrse con una modalidad de tipo de cambio fijo y con un depósito a los reintegros de divisas que desestime la especulación y retire divisas de la circulación¹⁰.

De acuerdo a Juan Camilo Restrepo, “no debe caerse de ningún modo en medidas calenturientas, como sería el establecimiento de tasas de cambio fijadas administrativamente, ó el restablecimiento de controles de cambio; sería un retroceso institucional”¹¹. Lo cual es confirmado por las percepciones sobre la conveniencia de una moneda libre y sobre los controles de capitales, a partir de una encuesta entre economistas colombianos, donde “la mayoría de los economistas a cargo de diseñar y liderar la política cambiaria de Colombia se oponen a los controles de capitales como instrumento de política a largo plazo, pero casi dos terceras partes no se oponen a las restricciones a los capitales especulativos”¹².

La respuesta entonces del Gobierno Nacional a la revaluación fue la medida de urgencia adoptada a mediados de diciembre de 2004, expidiendo un decreto para frenar el ingreso de inversiones en dólares en el corto plazo. El Decreto 4210 restringe la entrada de inversiones de portafolio con un plazo inferior a un año, con el fin de evitar que lleguen al país los denominados capitales golondrina ó especulativos, que van de país en país en busca de una mejor rentabilidad. No obstante, expertos en comercio exterior consideran que si se impone el control de capitales se podrían generar tensiones en la negociación del TLC, especialmente de parte de Estados Unidos¹³.

El proceso revaluacionista puede llevar en algunos sectores, a que los productos colombianos no puedan competir en el exterior, por lo cual además de la solución anterior, Analdex plantea la necesidad de complementarla con disminución del gasto público y endeudamiento externo, evitar monetizar recursos externos con el pago directo de deuda externa. Adelantar por parte de la Tesorería, compras directas en el mercado cambiario colombiano para sus giros al exterior. De igual manera se requiere extremar las medidas tendientes a controlar el ingreso de capitales ilegales y operaciones de lavado activos¹⁴.

¹⁰ Sarmiento, Eduardo “Bandazos cambiarios - Análisis”, periódico El Espectador, semana del 12 al 18 de diciembre de 2004, página 2B Economía

¹¹ Restrepo Salazar, Juan Camilo “Las tribulaciones cambiarias”, periódico El Tiempo, miércoles 29 de diciembre de 2004, página 1-15

¹² Leiteritz, Ralf - ¿Es conveniente una moneda libre? - Departamento de Ciencia Política de la Universidad de los Andes – UN periódico, Diciembre 26 de 2004, páginas 2 y 3 Economía

¹³ Redacción económica – periódico El Tiempo, miércoles 15 de diciembre de 2004, página 1-2

¹⁴ Díaz Molina, Javier – presidente Analdex “¿Cómo frenar la revaluación del peso?”, periódico La República, viernes 17 de diciembre de 2004, página 2

Para Daniel Castellanos, hay amplia evidencia de que los mercados financieros son excesivamente volátiles y que la excesiva volatilidad de los mercados de capitales internacionales hace daño a economías como la nuestra. Los mercados financieros muestran un tipo preocupante de imperfección. En ese sentido, la imposición de controles de capital es una medida, en teoría, conveniente. Las dificultades parecerían estar, más bien, por el lado del cumplimiento de la medida. Dado que el capital es fungible, ¿cómo se puede garantizar que la plata que quiere salir mañana es la misma que entró ayer?¹⁵. Además hay trabajos que demuestran los insignificantes efectos que tienen este tipo de control de capitales sobre la tasa de cambio, pudiendo por el contrario, los controles a la entrada de capitales, facilitar aumentos en la tasa de interés doméstica¹⁶.

Corfinsura – Suvalor sostiene que el vaivén de intervenciones y noticias durante 2004 ha incrementado el riesgo de tomar posiciones en dólares pero también en activos en pesos. Por esto en Colombia el mercado de *forwards* (contratos a futuro) sobre la tasa de cambio es el más desarrollado en el tema de coberturas. De hecho en los últimos cinco años el monto transado a través de éste se ha incrementado al pasar de 1.400 millones de dólares a 3.500 millones de dólares en promedio mensual, alcanzando un volumen record de 5.393 millones de dólares en septiembre de 2004. Lo cual responde a varios factores entre los que se destacan la mayor volatilidad de la tasa de cambio, el mayor flujo de capitales externos, el crecimiento de las inversiones en moneda extranjera de los fondos de pensiones y la utilización de este mecanismo por parte de los exportadores¹⁷. Las Operaciones a Plazo de Cumplimiento Financiero (OPCF) es otra herramienta de cobertura frente a los riesgos del mercado cambiario. Estas OPCF se realizan sobre contratos estandarizados y garantizados, se implementaron a partir de 1998 en la antigua Bolsa de Bogotá y son ofrecidos a partir de 2001 en la Bolsa de Valores de Colombia; en la actualidad sólo se negocian contratos sobre tasa de cambio (TRM) y se transaron en septiembre de 2004 un promedio diario record de 12,9 millones de dólares.

Según Mauricio Cabrera sólo cuando las autoridades comprendan verdaderamente en detalle el funcionamiento del enorme mercado de los derivados: contratos de futuros con o sin entrega de dólares (*forwards*), los canjes (*swaps*), las Operaciones de Cumplimiento Financiero (OPCF), entre otras innovaciones, y encuentren mecanismos efectivos para regularlas, podrán evitar que el precio del dólar fluctúe como un yo-yo¹⁸. Sin embargo para la Asobancaria “en la medida en que existe una restricción dada por el límite a la posición propia de contado, se mitiga la capacidad de las entidades financieras de cubrir dicha exposición cambiaria; este límite restringe la posibilidad de compra de divisas para tal cubrimiento, propiciando una reducción de la oferta de coberturas por parte de los intermediarios financieros¹⁹”.

¹⁵ Castellanos, Daniel – Economista Jefe, Bbva Colombia, “El control de capitales: ¿una buena medida?, periódico La República, 16 y 17 de diciembre de 2004, páginas 11 y 10

¹⁶ Working Paper WP/04/3 – IMF International Monetary Fund, Do Macroeconomic Effects of Capital Controls Vary by Their Type? Evidence from Malaysia, Prepared by Natalia T. Tamirisa, Authorized for distribution by Dominique Desruelle, January 2004

¹⁷ Corfinsura – Suvalor, Investigaciones económicas, “La importancia de los mecanismos de cobertura” Periódico La República, 18-19 de diciembre de 2004, página 12

¹⁸ Cabrera Galvis, Mauricio – “El yo-yo del dólar”, periódico El País, domingo 9 de enero de 2004, página A13

¹⁹ Periódico La República “Las coberturas cambiarias sumaron US\$40.000 millones”, martes 18 de enero de 2005, página 6

Sobre la anhelada integración Sur Americana en un mercado común, conviene señalar que los diferentes regimenes de tasa de cambio de los países que integran este mercado tendrían que armonizarse, para Léo da Rocha²⁰ el camino hacia un mercado común requiere de alinear las políticas macroeconómicas, sin embargo en el caso de los países miembros de MERCOSUR (que no es distinto que el del Pacto Andino, el G-3, ó CARICOM) y en general en Latinoamérica las disparidades entre las políticas monetaria, cambiaria y tributaria, conllevan a serios desacuerdos que impiden su futura integración económica. A pesar de las diferencias residuales en las políticas de comercio entre nuestros países, las disparidades entre las políticas macroeconómicas reflejan populismo y la resultante carencia de mutuo compromiso político con los objetivos regionales.

Contratos de Bonos Internacionales

El tercer elemento caracterizador en el trabajo de Ashoka Mody¹ es que observa también una tendencia hacia una mayor flexibilidad en los contratos de bonos soberanos, que coincide además con el movimiento hacia tasas de cambio flexibles. Es así como la misma tensión entre el compromiso y la flexibilidad se da en el contexto de los bonos. Las Cláusulas de Acción Unánimes (CAUs) requieren que todos los tenedores de bonos estén de acuerdo en cambiar los términos de pago, haciendo difícil cambiar esos términos. Por lo tanto bonos con CAUs requieren un mayor compromiso por parte del emisor del bono para honrar los términos de pago. Bajo Cláusulas de Acción Colectiva (CACs), una mayoría calificada de los tenedores de bonos pueden acordar cambios en los términos de pago, lo cual provee a los emisores y a los tenedores de bonos de una mayor flexibilidad al reestructurar los términos de pago, si se hace necesario.

Mody¹ sostiene que entre los dos extremos de las garantías del Banco Mundial y los regimenes de tasa de cambio, recae el caso de los contratos de bonos soberanos. Esto tiene mayor importancia que las garantías del Banco Mundial para la emisión de cada país por sí mismo y que la arquitectura de los flujos de capital, pero menos importancia que los regimenes de tasa de cambio.

A comienzos de 2003 México emitió un bono bajo la ley americana previendo acciones colectivas, estimulando una tendencia hacia un mayor uso de cláusulas de acción colectivas por emisores soberanos. Siguiendo el ejemplo de México en Marzo de 2003, varios países del área han emitido bonos con cláusulas de acción colectiva, agregando flexibilidad a los contratos de sus bonos. Así sucedió con Brasil y Perú, y, es el caso de Colombia con sus dos últimas emisiones de bonos internacionales del año 2004. Conviene mencionar que en Colombia las emisiones de bonos soberanos, y en general la contratación de crédito público, se hace bajo los lineamientos del derecho privado.

De acuerdo con Mody este cambio significativo en los contratos de bonos es consistente con el análisis realizado y puede representar un descanso del pasado si la innovación genera confianza en que la flexibilidad será sabiamente usada y, el progreso institucional en los países emisores provee el compromiso de servir la deuda. Desataca que si la incertidumbre al valorar los mercados emergentes decae, los requerimientos del mercado sobre compromisos en los contratos de bonos también decaerán.

²⁰ da Rocha Ferreira, Léo "SOCIAL EXCHANGE RATES, MERCOSUR AND ECONOMIC DEVELOPMENT, Universidade do Estado do Rio de Janeiro – Brazil, 25th International Conference of Agricultural Economists, August 16-22, 2003, Durban, South Africa

Desafíos de las Políticas Públicas

Para identificar y reconocer los principales retos en la adopción, elaboración y ejecución de las políticas públicas relacionadas con el fortalecimiento equitativo del mercado de capitales, se requiere identificar y reconocer las políticas y marcos de acción pública que conlleven a desarrollarlo y democratizarlo debidamente, emergiendo a un orden superior, caracterizado por niveles de profundización y liquidez financiera similares a los de economías avanzadas, con volatilidades controladas, matizado con adecuados niveles de redistribución y mejoras continuas en los indicadores de productividad sistémica; lo que resultaría en un modelo de desarrollo que reconozca las variables determinantes y estructurales del tema, para luego implementar propuestas en la dirección indicada.

El trabajo de Ashoka Mody destaca que un tema clave es valorar la volatilidad del mercado emergente, no importa si resulta de factores incontrolables ó es la consecuencia del marco de políticas dentro del cual operan los países. Considera que en lugar de actuar como una fuerza estabilizadora, como en la mayoría de las economías avanzadas, las políticas de los gobiernos con economías emergentes son procíclicas ya sean porque fortalecen y mejoran repentinamente la economía, así como porque agravan recesiones. Sin embargo, esta importancia crucial es percibida arbitrariamente al elaborar políticas públicas, lo cual debilita la confianza de los inversionistas y lastima las inversiones de largo plazo en activos productivos. Por lo tanto, la inestabilidad y los enfoques inadecuados de las políticas públicas perjudican severamente el crecimiento económico. Además considera que la inherente naturaleza volátil y la característica transicional de los mercados emergentes, hacen que elaborar políticas públicas relacionadas sea particularmente difícil en esas economías. La inversión a largo plazo requiere de estabilidad y predecibilidad, quienes elaboran políticas tienen restricciones como la carencia de instituciones fuertes con suficiente trayectoria para generar confianza en la estabilidad. Concluye que moverse hacia la flexibilidad transaccional respaldada por el amplio compromiso institucional para mejorar comportamiento, es el camino a seguir.

Sin embargo a pesar del gran aporte, la importancia que tienen otras políticas públicas no fue debidamente considerada en el trabajo de Mody, si bien es cierto las políticas conducentes a proporcionar estabilidad macroeconómica traen consecuentes beneficios al racionalizar los indicadores monetarios y cambiarios, minimizando volatilidad, este beneficio, *ex ante*, no es requisito único ni sine qua non, para que se pueda desarrollar el mercado de capitales y menos democratizarlo. Obviamente favorece, pero ciertamente además de la política cambiaria hay otras políticas públicas que tienen mayor relevancia e impacto y que adecuadamente manejadas conducirían, *ex post*, a lograr efectivamente fortalecer equitativamente el mercado de capitales.

Dentro de las políticas públicas que pueden tener un impacto más relevante que la política cambiaría en el fortalecimiento equitativo del mercado de capitales, está la política fiscal y tributaria. Otra variable determinante tiene que ver con el ajuste estructural, resultante en gran medida de la política comercial, industrial y financiera; sobre la cual subsisten interrogantes y hay carencia de respuestas acertadas, relacionadas con la definición de políticas públicas eficaces, que reactiven adecuadamente la inversión y el financiamiento sectorial, en consideración del nivel de eslabonamiento y de los requerimientos productivos de cada sector y subsector, así como de la estructura y el grado de desarrollo, aporte y prospectiva de todos y cada uno de los mercados de bienes y servicios, en el plano nacional e internacional.

En la dirección anterior apuntan las políticas públicas relacionadas con efectivamente atraer inversión extranjera directa con vocación exportadora (IEDVE), que además propendan por vincular esta (IEDVE) con inversionistas institucionales no tradicionales (INTRAS) nacionales, tales como los fondos de empleados, los fondos mutuos de inversión, y en general todos los fondos de inversión asociativos o solidarios, llamados a ser los abanderados en el desarrollo y la democratización del mercado de valores.

Otras políticas públicas inexploradas con alto potencial de contribuir con el desarrollo y democratización del mercado de valores, tienen que ver con incentivar y hacer atractivo para los inversionistas que controlan las empresas, la instrumentación debida de Planes de Participación Accionaria para Empleados (PAE), mecanismo conocido en los países desarrollados como ESOP (*employee's ownership plan*), los cuales además inciden directamente en el incremento permanentemente de la productividad sistémica. En la misma dirección apunta el implementar medidas que estimulen la democratización del patrimonio empresarial, al permitir la entrada de terceros en especial de INTRAS.

Similar impacto en el fortalecimiento equitativo del mercado de valores tiene el desarrollo y la profundización de las políticas públicas que contribuyan al acceso de la micro, pequeña y mediana empresa (Mipyme) al mercado de capitales, lo cual es una tarea que apenas comienza y que inicia de esfuerzos que no han fructificado como el segundo mercado, enfocados ahora en los fondos de capital de riesgo, habiendo mucho espacio para aportar en este frente, sobre todo en el esquema operativo más apropiado para garantizar la sostenibilidad y eficacia de su gestión. Además de alternativas diferentes y novedosas de política pública, tendientes a garantizar el acceso de la Mipyme al mercado de capitales, tales como las que promuevan y afiancen la competitividad y asociatividad.

Pero tal vez la más desaprovechada sea la política de privatización, reconocida mundialmente como la política pública que mayores oportunidades ha brindado a las economías para desarrollar y democratizar su mercado de valores y de capitales, mediante adecuadas operaciones de enajenación de empresas estatales; oportunidad que en nuestro país ha sido desaprovechada, al ser utilizada como un medio para enjugar el abultado déficit fiscal, amparados por la Ley 226/95 que ha servido además para birlar frontalmente las exigencias constitucionales en materia de democratización.

No obstante lo anterior, logré incluir en el texto del proyecto de Ley del mercado de valores (No. 033/04 de la Cámara de Representantes) dentro de los objetivos de la Ley, el principio de la "democratización", que no había sido debidamente considerado y que hace parte de los fundamentos del Estado Social de Derecho consagrado en la Constitución.

Igualmente espero sea de buen recibo introducir dentro del texto del proyecto de Ley en el Título Séptimo sobre las Disposiciones Finales, un nuevo artículo que podría titularse "Políticas Públicas Relacionadas", el cual puede tener un texto como el siguiente: "Dada la relevante influencia y el alto impacto que tienen en el desempeño y la dinámica del mercado de valores las políticas monetaria, cambiaria, tributaria, fiscal, de privatización, comercial, industrial y financiera; la Superintendencia de Valores debe informar pública y periódicamente, al inicio de cada año, la forma y fondo como todas y cada una de las anteriores políticas han incidido en el desarrollo, la democratización y la eficiencia del mercado de valores en el año inmediatamente anterior".

Esta sugerencia se justifica al verificar que en todos los países democráticos y desarrollados, la dinámica y el desempeño del mercado de valores, ha estado claramente

Artículo preparado para el CMC Centro para el Desarrollo del Mercado de Capitales

influenciada y determinada por las políticas monetaria, cambiaria, tributaria, fiscal, de privatización, comercial, industrial y financiera; motivo por el cual para analizar, instrumentalizar, implementar y mejorar las políticas públicas y en particular, la legislación que propenda por impulsar y fortalecer equitativamente el mercado de capitales, es necesario considerar la forma y fondo como todas y cada una de las anteriores políticas, incide en el propósito en mención.

La anterior responsabilidad descuidada en el Proyecto de Ley, debe recaer en cabeza de la Superintendencia de Valores, dado que esta directamente relacionada con complementar, vivenciar y reafirmar las funciones propias del Superintendente, establecidas en el Decreto 203 de 2004, que en el numeral seis (6) establece que este despacho debe “proponer las políticas y mecanismos que propendan por el desarrollo y el fortalecimiento del mercado de valores”, y en los numerales once y doce (11 y 12), que debe “promover y dirigir investigaciones y estudios económicos sobre el mercado de valores para identificar las medidas y demás instrumentos que deban emplearse para promover su desarrollo”, así como “dirigir la elaboración de informes económicos de carácter periódico sobre el comportamiento del mercado público de valores”, por lo que el artículo sugerido procura con base en lo anterior, definir e implementar un proceso metódico y continuo que produzca mejoras permanentes en la reglamentación relacionada con el desarrollo y democratización del mercado de valores.

Por lo tanto esta propuesta no desborda la competencia de la Superintendencia de Valores, por el contrario complementa y aterriza lo planteado en el Decreto 203, ubicándola como la requerida institución catalizadora de políticas públicas que contribuyan con el desarrollo y la democratización del mercado de valores, con óptica incrementalista que en consenso y continuamente genere benéficos resultados en la dirección buscada, sirviendo de conciliadora entre los intereses gubernamentales, en especial entre los que inciden en los objetivos del Ministerio de Hacienda, del Ministerio de Comercio Industria y Turismo, y, del Banco de la República, por mencionar las entidades públicas entre las que se puede dar mayor pugnacidad por sus responsabilidades y compromisos públicos, colocando en una órbita superior el interés nacional de desarrollar y democratizar el mercado de capitales.

Por lo anterior, se debe deslindar esta sugerencia de ser analizada y acatada ó rebatida sólo bajo la óptica del Ministerio de Hacienda. La intención no es que la Superintendencia de Valores invada la orbita de actuación de otras autoridades ó que esta actúe amparada por la égida y directriz de hacienda, sino por el contrario que busque conciliar intereses y en el peor ó mejor de los casos deleve y deje por sentado cuales de las autoridades en materia de política pública económica, puedan estar amenazando o favoreciendo con sus actuaciones y políticas, el fortalecimiento equitativo del mercado de capitales.

Finalmente y no menos importante al incluir el artículo en mención, la Superintendencia de Valores colaborará directamente con el Congreso de la República, para que bajo una base periódica claramente definida, mejore el seguimiento y control de las políticas públicas relacionadas con el desarrollo y democratización del mercado de valores, facilitando además la comunicación requerida para obtener apoyo legítimo en la adopción de propuestas políticas viables, pertinentes y novedosas, que vayan más allá de lo formulado en la cartilla y que contribuyan decididamente en la definición del modelo propio de desarrollo económico y social, requerido desde hace tiempo por la Nación y sustentado en el fortalecimiento equitativo del mercado de capitales.