

Mercado de capitales: realidades y necesidades de mejora

César Ferrari, Ph.D.

Superintendente Financiero de Colombia

34° Simposio de Mercado de Capitales

Bogotá D.C., 22 de septiembre de 2023



La realidad de los mercados financieros colombianos

El mercado de crédito es reducido

	Crédito interno al sector privado (% del PIB)							
	1960	1980	2000	2010	2019	2020	2021	2022
Argentina	13,6	25,4	23,9	12,7	..	..	..	..
Brasil	18	42,1	31,1	52,8	62,8	68,7	69,7	71,8
Chile	..	..	..	99,5	124,7	124,0	108,8	112,8
Colombia	22,9	30,5	20,9	32,4	51,6	54,3	51,1	44,1
México	..	..	15,0	23,3	36,6	38,1	36,4	35,6
Perú	9,8	9	26,3	30,3	44,7	55,2	47,7	..
Estados Unidos	70,9	94,4	162,6	181,9	191,2	215,8	216,3	..
Unión Europea	..	..	..	102,1	85,4	93,5	89,9	..
China	..	52,6	111,1	126,6	165,4	182,9	177,3	185,4
Japón	..	127,2	208,8	157,9	174,8	193,2	194,1	195,6
Corea del Sur	5,7	40,4	71,7	130	151,3	164,1	171,5	175,9
Fuente: WDI.								

El mercado de capitales es muy reducido

Stocks traded						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Stocks traded, total value (% of GDP)						
Colombia	3.9	5.0	4.4	4.1	4.3	3.7
China	355.5	162.9	139.9	94.1	127.8	214.5
Japan	126.9	106.3	118.7	127.2	100.6	..
Korea, Rep.	125.8	106.7	123.9	142.4	117.1	318.3
United States	227.0	224.4	203.6	160.2	108.2	..
European Union	..	..	..	..	..	..
OECD members	146.9	141.4	134.4	113.7	84.9	..
Stoks traded, total value (current millions US\$)						
Colombia	11,587	14,168	13,865	13,662	13,905	10,000
China	39,326,017	18,295,059	17,223,330	13,070,642	18,247,704	31,580,656
Japan	5,571,527	5,230,238	5,778,429	6,304,085	5,097,597	6,337,219
Korea, Rep.	1,843,731	1,600,850	2,011,934	2,455,740	1,927,829	5,190,693
United States	41,398,502	42,071,330	39,785,881	33,027,246	23,192,149	..
European Union	..	..	..	..	..	..
OECD members	54,815,915	54,173,330	53,840,589	47,976,109	36,074,399	..
Source: WDI						
Note: Shares traded is the total number of shares traded, domestic and foreign, multiplied by their prices.						

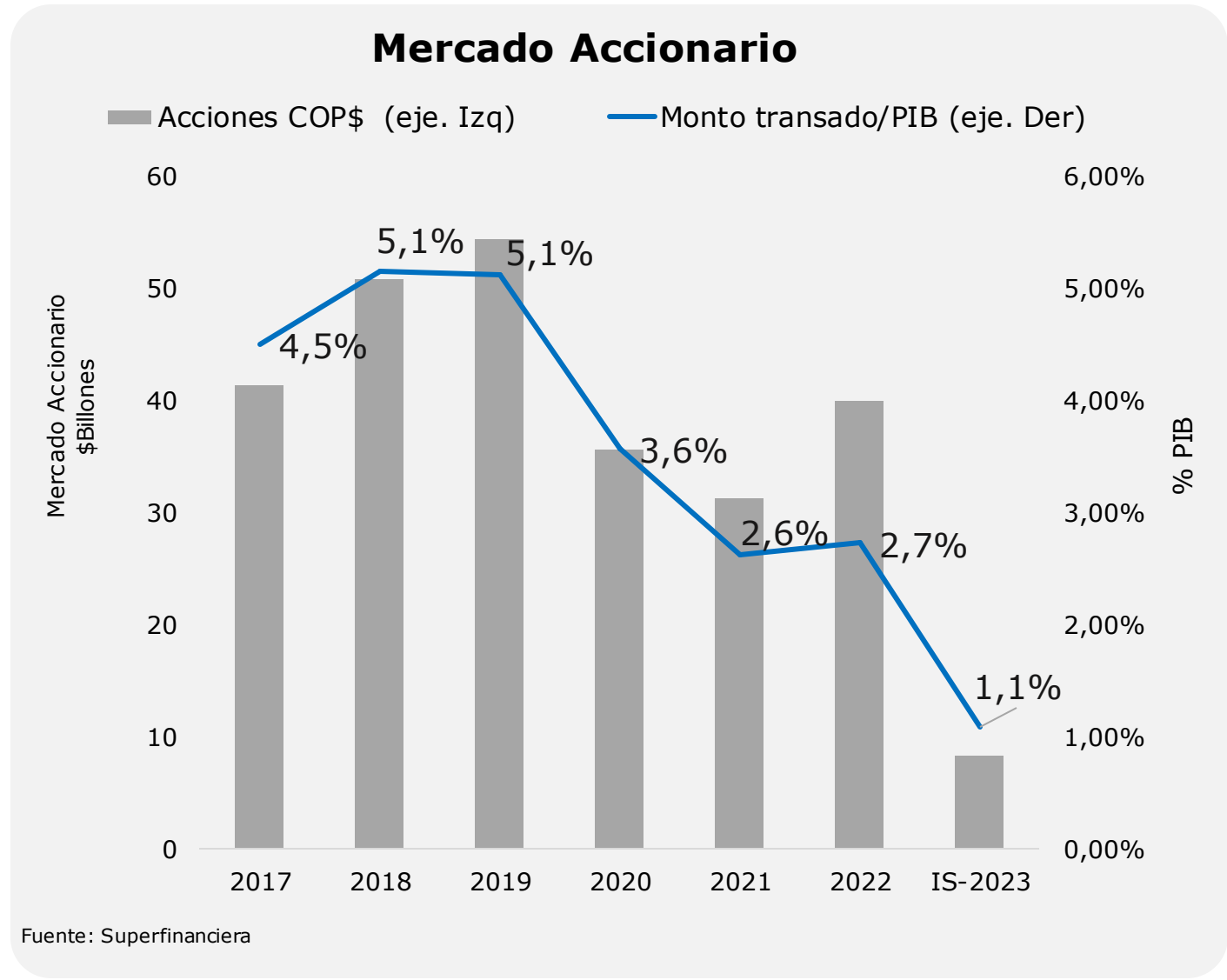
¿Por qué el mercado de capitales no se ha desarrollado como una alternativa de financiación si el crédito es muy costoso?

Tasa de interés de crédito (%)					
	2000	2019	2020	2021	2022
Argentina	..	67,3	29,4	35,6	52,4
Brasil	56,8	37,5	29	30	39,4
Chile	14,8	..	..	..	..
Colombia	18,8	11,8	9,9	9,3	15,8
México	16,9	8,4	6,3	4,9	8,2
Perú	30	14,4	12,9	11	12,6
China	5,9	4,4	4,4	4,4	4,4
Corea	8,5	3,4	2,8	2,9	4,3
Japón	2,1	..	..	..	..
Estados Unidos	9,2	5,3	3,5	3,3	..
Unión Europea	..	..	..	..	..
Tasa de interés real (%)					
Argentina	..	12,1	-7,6	-12,1	..
Brasil	48,5	31,9	22,7	17	..
Chile	9,8	..	..	..	..
Colombia	-11,1	7,5	8,4	2,7	..
México	5,2	4,1	2,1	-0,3	..
Perú	25,6	12,3	8,7	2,4	..
China	3,7	3	3,8	0,0	..
Corea	7,4	4,3	1,2	0,4	..
Japón	3,4	..	..	..	..
Estados Unidos	6,8	3,4	2,2	-1,2	..
Unión Europea	..	..	..	..	..

Fuente: WDI

El mercado de títulos valores tiene un pobre desempeño

- Hay 338 emisores y el 60% del valor transado corresponde a dos emisores.
- Durante el primer semestre 2023, se transó 1,1% del PIB.
- Se transan las mismas acciones de **35 emisores** (julio 2023).
- La última acción listada fue hace **más de dos años**.
- De las emisiones, 20% son acciones, 27% bonos, 53% otros títulos (de participación).



No hay crecimiento en las ofertas al mercado

A julio 2023, de \$4,8 billones, \$2,9 billones es deuda asumida por un patrimonio autónomo (Metro de Bogotá).

Ofertas públicas autorizadas 2020-2023

Datos con corte al 31/07/2023

	2020		2021		2022		2023	
	Cant.	Monto	Cant.	Monto	Cant.	Monto	Cant.	Monto
Mercado principal	4	7.665.092	6	2.401.000	3	765.520	2	3.595.000
Segundo mercado	3	279.176	6	965.000	5	1.230.299	4	1.209.077
Total general	7	7.944.268	12	3.366.000	8	1.995.819	6	4.804.077

Montos en millones de pesos.

El PND 2022 – 2026 permitió a las SAS ser emisoras de valores.

Los principales emisores inscritos son fondos y pocas empresas participan directamente

Total	338
Fondo de inversión colectiva y/o fondo de capital privado	163
Establecimiento bancario	26
Negocios fiduciarios	23
Entidades públicas	14
Sociedades inversoras	14
Cf-compañía de financiamiento	11
Servicios públicos domiciliarios	10
Otros servicios ofrecidos por empresas privadas	7
Agricultura	6
Alimentos	5
Institución oficial especial	5
Obras civiles	3
Holdings financieros	3
Corporación financiera	3
Extracción de petróleo, gas natural y carbón	3
Entidades del exterior - actividades financieras	3
Otros sectores	40

Hay riesgo de convertirnos en mercado frontera (MSCI)

Clasificación de MSCI (*Morgan Stanley Capital International*)

Criterio	Frontera	Emergente	Desarrollado
Desarrollo económico			
Sostenibilidad del desarrollo económico	Sin requisito	Sin requisito	INB per cápita es 25% superior a ingresos altos del Banco Mundial* 3 años consecutivos
Tamaño y requisitos de liquidez			
Número de empresas que cumplen criterios	2	3	5
Tamaño de la empresa*	USD 1,033 m	USD 2,066 m	USD 4,133 m
Tamaño del título**	USD 73 m	USD 1,033 m	USD 2,066 m
Liquidez de seguridad	2.5% ATVR	15% ATVR	20% ATVR
Criterios de accesibilidad a los mercados			
Apertura a la propiedad por parte de extranjeros	algunos	Significativo	Muy alto
Facilidad de entradas/salidas de capital	Al menos parcial	Significativo	Muy alto
Eficiencia del marco operacional	Modesto	Bueno	Muy alto
Disponibilidad de instrumentos de inversión	Alto	Alto	Sin limite
Estabilidad del marco institucional	Modesto	Modesto	Muy alto
Fuente: MCSI			
* Umbral de ingresos altos: INB per cápita de USD 13,205 en 2021 (Banco Mundial, método Atlas)			
Annualized Traded Value Ratio (ATVR): Corresponde al valor negociado anualizado de un valor en relación con su capitalización de mercado ajustada por el flotante			

Un mercado de capitales frontera tiene menor liquidez y hay menos fondos extranjeros dispuestos a invertir

- Actualmente, Colombia es mercado emergente (pesa 0,1% del índice vs. Brasil 5%, México 2,7%, Chile 0,6%, Perú 0,3%).
- Solo tres emisores cumplen los requisitos de tamaño y liquidez: Bancolombia ordinaria, Bancolombia preferencial e ISA. Ecopetrol podría volver a entrar si pone un % de acciones al mercado).

Acciones a tomar para evitar ser considerado mercado frontera:

- Mejorar acceso al mercado (información de empresas y regulación en inglés, liberalización de mercado de divisas, facilidad en apertura de cuentas, etc).



El contexto económico: consumo, ahorro e inversión en Colombia

Consumo: alto en América Latina y reducido en Asia

Gasto final en consumo (% del PIB)					
País	2000	2010	2019	2021	2022
Argentina	83,1	79,4	82,6	80,7	76,7
Brasil	83,4	79,2	85,1	83,4	80,1
Chile	74,7	69,1	76,8	73,8	75,3
Colombia	85,9	79,7	84,4	87,7	88,2
Perú	82,4	72,3	78	80,2	74,7
México	77,5	77,1	76,3	75,6	77,9
Italia	78,3	81,3	78,4	78,7	77,6
Alemania	75,3	74,7	72,2	72,3	71,4
España	76,3	78,7	76,2	78,1	77,7
Francia	76,2	79,3	76,6	78,2	76,9
Estados Unidos	80	84,9	81,4	81,9	82,6
Corea	65,4	64,6	65,7	64,4	64,3
China	63,6	48,9	56	55,3	54,3
Japón	70,2	76,1	74,5	74,8	75,3

Fuente: Banco Mundial

César Ferrari, Ph.D.

Colombia: consumo elevado como % del PIB

2021: **90,7%** 2022: **91,3%** 2023 (ene-Jul): **92,05%**

PIB Series encadenadas de volumen con año de referencia 2015 (miles de millones de pesos)

	2019	2020	2021	2022	2023*
Producto Interno Bruto	881,224	817,315	907,352	973,195	492,680

Estructura del gasto con relación al PIB

	2019	2020	2021	2022	2023*
Demanda interna	108%	107%	110%	112%	108%
Gasto de consumo final	86%	89%	91%	91%	92%
Gasto de consumo final individual de los hogares; gasto de consumo final de las ISFLH	70%	71%	74%	75%	75%
Gasto de consumo final del gobierno general	16%	17%	17%	16%	17%
Formación bruta de capital	22%	19%	19%	21%	17%
Formación bruta de capital fijo	22%	18%	19%	20%	18%
Exportaciones	15%	13%	13%	14%	14%
Importaciones	23%	20%	23%	26%	23%
Producto Interno Bruto	100%	100%	100%	100%	100%

Si el **consumo es alto**
el **ahorro doméstico**
es pequeño.

Si el **ahorro**
doméstico es
pequeño, la inversión
doméstica es baja.

El ahorro externo
(inversión extranjera)
es necesaria, pero no
es suficiente.

La inversión total
expande la capacidad
de producción.

Formación bruta de capital (% del PIB)					
	2000	2019	2020	2021	2022
Argentina	17.5	14.2	14.1	17.5	17.3
Brasil	18.9	15.5	15.9	18.9	18.1
Chile	23.8	25.1	21.6	25.3	25.4
Colombia	14.9	21.4	19.2	19.8	21.8
México	23.0	21.2	19.2	20.6	21.6
Perú	19.6	20.8	18.6	22.6	22.2
China	33.6	43.3	43.4	42.8	..
Corea	32.9	31.5	31.9	32.1	33.2
Japón	28.4	25.8	25.4	25.3	..
Estados Unidos	23.7	21.3	21.1	21.1	..
Unión Europea	23.7	23.0	22.4	23.2	24.8
Ahorro interno bruto (% del PIB)					
Argentina	16.9	17.4	19.3	23.3	20.7
Brasil	16.6	14.9	16.6	19.9	18.9
Chile	25.3	23.2	26.2	24.7	21.7
Colombia	14.1	15.6	12.3	11.8	14.2
México	22.6	23.7	24.4	22.2	20.3
Perú	17.6	22.0	19.8	25.3	22.4
China	36.4	44.0	44.7	45.7	..
Corea	34.6	34.3	35.6	35.7	32.9
Japón	29.8	25.5	25.2	24.8	..
Estados Unidos	20.0	18.6	18.1	17.4	..
Unión Europea	24.4	26.4	26.0	27.0	26.4

Fuente: WDI César Ferrari, Ph.D.

¿Por qué hay tan poco ahorro?

- Fuentes de ahorro: familias, empresas, gobierno.
- El consumo es la única opción de sobrevivencia para muchas familias porque tienen pocos ingresos.
- Pequeños sobrantes de ingreso de las familias no se ahorran porque no encuentran cómo canalizarse a la inversión y acaban siendo consumidos.
- Las empresas distribuyen todas sus utilidades porque no encuentran proyectos competitivos y rentables.
- Los impuestos a los dividendos son reducidos y las empresas prefieren distribuir sus utilidades porque no encuentran proyectos rentables dónde invertirlos.
- El gobierno tiene muchas necesidades insatisfechas.

Los fondos de pensiones representan ahorro reducido

1. En 2022, los aportes a fondos de pensiones privados fueron de \$29,1 billones, 2% del PIB.
2. El valor de los fondos pensiones fue de \$381 billones (julio de 2023).
3. En 2022, los afiliados activos fueron 8,7 millones sobre 18,1 millones de ocupados. La economía no genera pleno empleo ni empleo formal (56% de ocupados son informales).
4. Los fondos tienen **acotaciones normativas abrumadoras** a sus inversiones:
 - Por tipo de fondos (conservador, moderado, de mayor riesgo).
 - Por tipo de activos, valores.
 - Según emisores nacionales o del exterior.
5. Rentabilidad mínima: el riesgo de incumplimiento genera comportamientos en manada. El desviarse podría generar incumplimiento.
6. Los fondos son lo suficientemente grandes e informados para ir al mercado sin necesidad de intermediarios.

¿Por qué no hay más inversión doméstica?

Porque no hay ahorro para financiarla y los proyectos no son suficientemente competitivos y rentables.



Infraestructura insuficiente y cara



Costos financieros elevados



Precios de electricidad altos



Productividad reducida



Tasa de cambio volátil.



La política económica necesaria

Cambiar las condiciones de rentabilidad de las empresas implica modificar la estructura de precios y exige otras políticas...

Monetaria/cambiaria: mayor liquidez y estabilidad cambiaria.

Fiscal: mayor recaudo, mayor gasto.

Regulatoria: exceso de regulación traba los mercados, insuficiencia inestabiliza los mercados.

Medios de pago (M2) en la economía: reducidos en Colombia

Broad money (% of GDP)					
	2000	2010	2020	2021	2022
Japan	229.1	215.3	280.8	283.5	285.6
China	135.6	176.1	211.9	203.8	216.1
Korea, Rep.	63.4	125.5	164.9	174.4	174.8
United States	68.5	84.8	110.6	116.9..	
Brazil	46.5	74.2	109.2	104.8	106.5
Chile	51.6	67.2	93.4	93.4	88.7
Colombia	25.8	37.9	58.3	54.6	49.1
Mexico	22.4	30.6	44.7	44.5	43.3

Fuente: WDI

Inestabilidad cambiaria

Tasa de cambio (Pesos / US\$)



Recaudación tributaria insuficiente

Ingresos tributarios como % del PIB

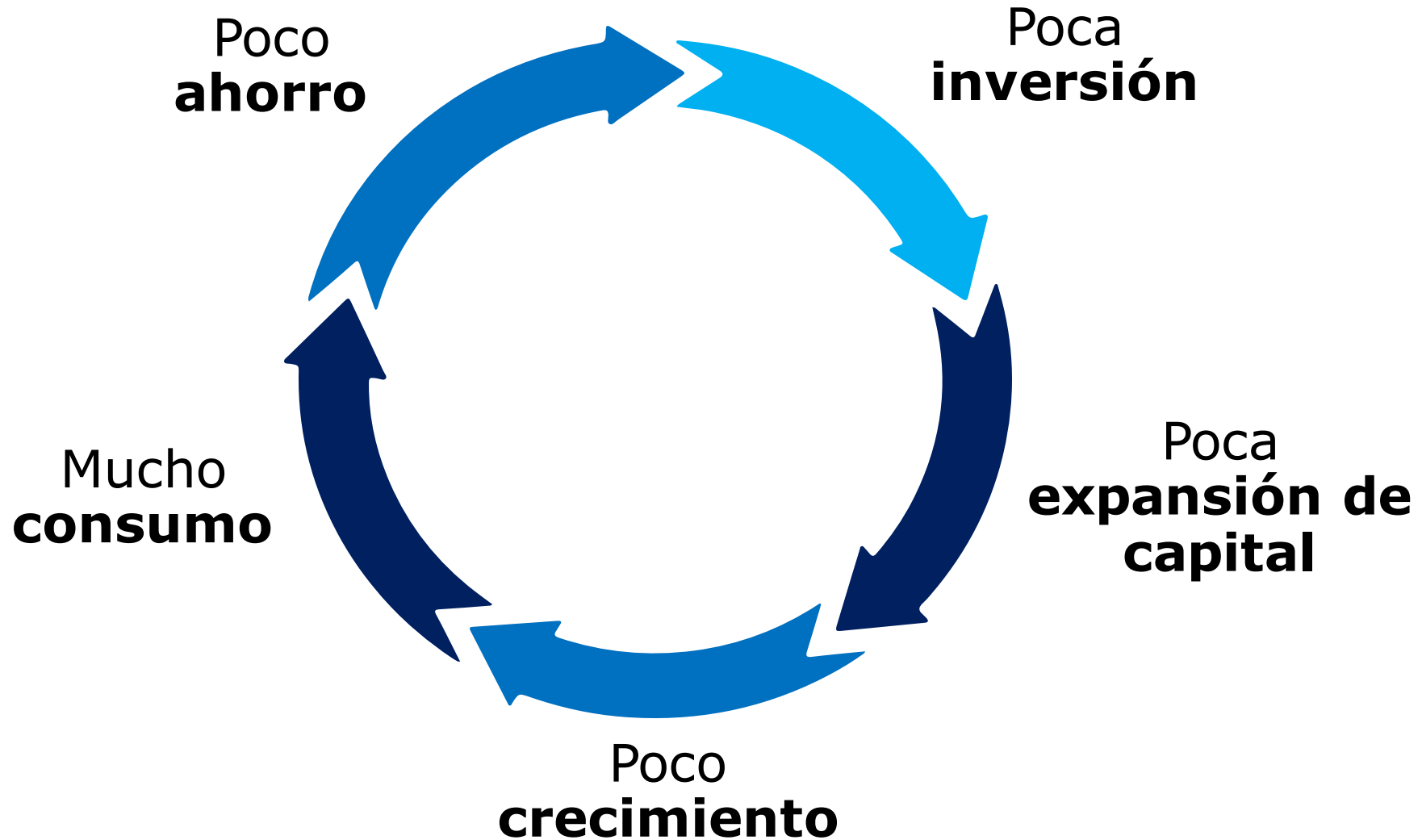
	2019	2020	2021
Dinamarca	46,9	47,1	46,9
Francia	44,9		45,1
Italia		42,7	43,3
Finlandia	42,3	41,8	43,0
Suecia	42,8	42,3	42,6
Noruega	40,1	38,8	42,2
Bélgica		42,5	42,0
Alemania	38,6	37,9	39,5
Promedio OCDE	33,4	33,6	34,1
Corea	27,2	27,7	29,9
Turquía	23,1	23,9	22,8
Chile	21,0	19,4	22,2
Colombia	19,7	18,8	19,5
México		17,8	16,7
Japón	31,5	33,2	
EE. UU.	25,2		

Fuente: OCDE



**Sin desarrollo de los
mercados financieros
no hay desarrollo
económico**

Necesitamos salir del círculo vicioso



Para romper el círculo vicioso se necesita desarrollar mercados financieros eficientes ligados al desarrollo del país (condición necesaria)



Para aumentar el ahorro **extendiendo la captación.**



Para hacer **eficiente intermediación** entre ahorro e inversión.



Para **aumentar el financiamiento** de la inversión y reducir el del consumo.



- **Sin desarrollo financiero no hay desarrollo económico porque no hay manera de:**
 - Promover el ahorro y la inversión.
 - Intermediar eficientemente entre el ahorro y la inversión.



- **Sin desarrollo económico no hay forma de:**
Generar empleo para:
 - Superar la pobreza (39% de la población colombiana).
 - Superar la vulnerabilidad (31%). Afecta al 70% de la población colombiana.



El desarrollo del mercado de capitales es tarea de todos

¿Integración regional de mercados de valores en estas condiciones?

- La integración requiere concordar legislaciones tributarias y monedas diversas.
- Si esta unión se concreta, ¿a dónde irá el ahorro que se canaliza a la inversión a través de las bolsas?
 - A la bolsa con mayores opciones de inversión.
 - A empresas y proyectos con mayor rentabilidad y menor riesgo, atrayendo el poco ahorro generado en el país.
- Hay riesgo de reducir aún más el mercado local.

¿Cómo desarrollar el mercado de capitales colombiano?

Impulsando coordinadamente su crecimiento

1. **Educación** a nuevos emisores e inversionistas.
2. **Acompañamiento** a nuevos emisores.
3. Proceso de **revisión normativa** para eliminar barreras o llenar vacíos.
4. Nuevas **alternativas** de financiamiento.
5. Revisión de actores alternativos (no vigilados) para **mayor competencia**.
6. Promoción de productos **verdes y sociales**.
7. Exploración de nuevas tecnologías para aumentar capilaridad de la **demanda**.



Gracias

Descárguela en su dispositivo

