

COMENTARIO ECONÓMICO DEL DÍA

Agosto 24 de 2023

Página
1

Obstáculos y recomendaciones para atraer la inversión al mercado de capitales colombiano

El pasado viernes 18 de agosto se realizó el Seminario ANIF-AMV-FEDESARROLLO. El tema central de este seminario giró en torno al mercado de capitales, y se planteó la pregunta fundamental: ¿Cómo atraer la inversión a Colombia? Dada la crucial importancia de un mercado de capitales eficiente como impulsor del desarrollo del país, es esencial identificar los pasos a seguir para atraer inversiones. Esto, especialmente considerando la fragilidad actual del mercado bursátil en Colombia, que se caracteriza por su limitada diversificación, alta volatilidad y escasa liquidez, y por lo tanto es altamente vulnerable frente a factores externos. Por lo tanto, resulta necesario comprender los efectos que el entorno macroeconómico, tanto global como local, ejerce sobre el mercado de capitales en Colombia.

La primera sección del seminario contó con la participación de César Ferrari, Superintendente Financiero; Michel Janna Gandur, Presidente de AMV; Mauricio Santa María, Presidente de ANIF; y Luis Fernando Mejía, Director Ejecutivo de Fedesarrollo. Sus exposiciones abordaron los principales problemas que actualmente generan ineficacia en el mercado de capitales en Colombia, así como los mecanismos y herramientas necesarios para incrementar la inversión en el país. Estos temas se complementaron con una presentación sobre el entorno macroeconómico

actual de Colombia por parte de Mauricio Santa María, un aspecto crucial en la discusión. Esto se debe a que la gestión de los aspectos macroeconómicos de un país juega un papel central en las decisiones de inversión y en la atracción de la misma. Además, se analizó brevemente la reforma pensional que actualmente está en proceso de debate y aprobación, junto con sus posibles efectos en la inversión y el ahorro nacional.

La segunda parte del seminario consistió en un panel de expertos moderado por Jorge Llano Salamanca, Vicepresidente de Desarrollo de Mercados de AMV. En este panel participaron Ángela Hurtado, Presidente de JP Morgan; María Inés Agudelo, Presidente de la Bolsa Mercantil; Juan Pablo Córdoba, Presidente de la Bolsa de Valores de Colombia; y Camilo José Hernández, Director del Departamento de Operaciones Institucionales del Banco de la República. Durante sus intervenciones, se abordaron perspectivas sobre la situación macroeconómica del país, así como los obstáculos y desafíos para lograr un mayor desarrollo del mercado de capitales en Colombia. También se compartieron recomendaciones en busca de fortalecer los mercados financieros locales.

En este *Comentario Económico del Día*, presentamos un resumen del seminario considerando el contexto

macroeconómico y fiscal a nivel local. Analizamos los desafíos que enfrenta el desarrollo del mercado de capitales y las oportunidades para fomentar la inversión y fortalecer el aparato productivo del país a través de los mercados financieros.

1. Consumo Alto - Ahorro bajo

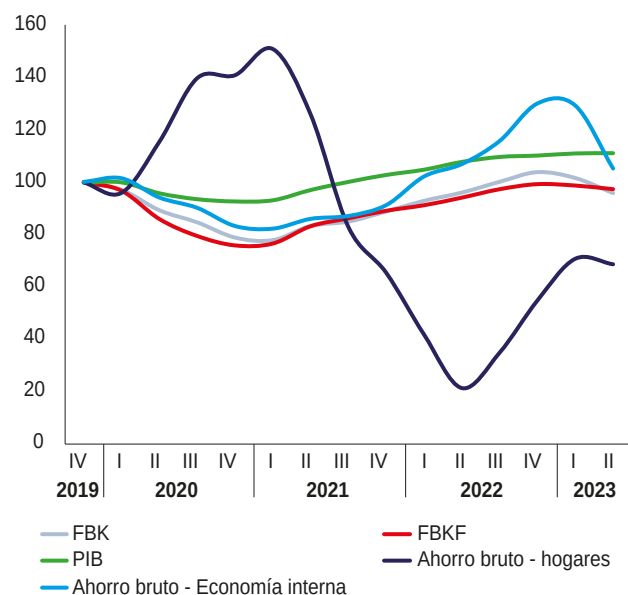
El primer invitado del seminario fue César Ferrari, quien destacó el nivel de consumo extremadamente elevado como uno de los principales retos para el desarrollo del mercado de capitales colombiano. El gasto de consumo final como porcentaje del PIB fue de 92.3% para marzo 2023, una cifra muy alta no solo en comparación con otros países de la OCDE, sino también frente a América Latina. Además, durante los últimos años, el consumo ha mantenido una senda creciente pasando de representar el 83.7% del PIB en 2017 al 91.3% en 2022.

Asimismo, el superintendente mostró la otra cara de la moneda, el bajo nivel de ahorro en Colombia, ver Gráfico 1. Tener una tasa de consumo tan alta lleva a un bajo nivel de ahorro, lo que reduce la inversión doméstica. El ahorro se ha mantenido sobre una senda decreciente en los últimos años, pasando de 14.0% del PIB en el año 2000 a 11.8% en el 2021. Estas cifras contrastan con las de nuestros pares de la región, donde la mayoría tiene tasas de ahorro más altas y ha mantenido una senda creciente en los últimos años. Es importante recalcar que la inversión es uno de los principales motores para expandir la capacidad de producción de una economía y, por lo tanto, un motor del crecimiento económico.

Entonces, para tener un mercado financiero más profundo y atraer inversión es necesario lograr una tasa de ahorro agregado más alta en la economía. Michel Janna presentó como solución para este problema un cambio estructural dentro de la economía colombiana que lleve a aumentar los niveles de ahorro y a mantener esos niveles altos. Lo anterior puede probar ser muy difícil, pues, en los últimos 45 años, nuestra tasa de ahorro bruto no ha llegado a representar el 25% del PIB, situándose por debajo del 20% desde el 1992. Otro mecanismo propuesto para aumentar el ahorro es promoviéndolo a través de incentivos y obligaciones, especialmente los relacionados con el ahorro para la vejez. Una propuesta viable sería otorgar mayores beneficios tributarios a los aportes a los Fondos de Pensión Voluntarios (FPV), contrario a la reducción de los incentivos al ahorro que se han dado en los últimos 13 años. Actualmente, el aporte máximo con beneficio tributario es apenas 8.7% del salario (salario de 20 millones) mientras que en 2010 era del 26%. Sus otras propuestas giran alrededor de la reforma pensional propuesta por el gobierno, tema en el que se ahondará más adelante.

Por su parte, César Ferrari mencionó que buscar ahorro externo vía inversión extranjera es necesario, mas no es suficiente para complementar los bajos niveles de ahorro doméstico en Colombia. El superintendente presentó un concepto sobre la inversión extranjera y cómo las tensiones geopolíticas la han

Gráfico 1. PIB, Inversión y Ahorro
(índice 2019-IV=100)



Fuente: cálculos ANIF con base DANE.

fragmentado a una mayor variedad de mercados, concentrando la inversión en países alineados ideológicamente. Por otro lado, Michel Janna también mencionó la importancia de importar ese ahorro faltante a nuestra economía. Una manera de hacerlo es mediante la confianza en las políticas económicas de mediano y largo plazo del país. Asimismo, se necesita una reducción en las barreras a la inversión extranjera y la negociación de activos bursátiles. La integración de las bolsas de Colombia, Perú y Chile contribuye a este fin. Como bien lo mencionó Juan Pablo Córdoba durante el panel, la integración de las bolsas busca facilitarles a los emisores locales el acceso a nuevos inversionistas, fomentando la creación de economías de escala en el mercado local y aumentando su competitividad y profundidad.

Contexto de los Mercados Financieros Colombianos

En su presentación, Mauricio Santa María presentó los principales determinantes de inversión considerados por inversionistas externos y locales. La situación macroeconómica siendo la principal preocupación de los externos, y los factores políticos la de los inversionistas locales. La política monetaria contractiva para controlar el nivel de precios ha llevado a que, en este momento, Colombia cuente con un diferencial de tasas con EE.UU. que favorece el aumento del ahorro externo. No obstante, nuestra prima de riesgo se mantiene comparativamente superior a la de pares en la región, con un CDS a 5 años que desde el 2021 se ha despegado de su tendencia histórica por un repunte en la incertidumbre local. Esta situación es preocupante, dado que disminuye el apetito de los inversionistas por activos locales y como consecuencia limita la entrada de capitales.

Uno de los puntos que destacó Luis Fernando Mejía, fue la baja profundización financiera que hay en Colombia. Los préstamos al sector privado apenas sobrepasan el 50% del PIB (2019), la capitalización de empresas nacionales en el mercado de valores (40.9% del PIB, 2019) está muy por debajo del pro-

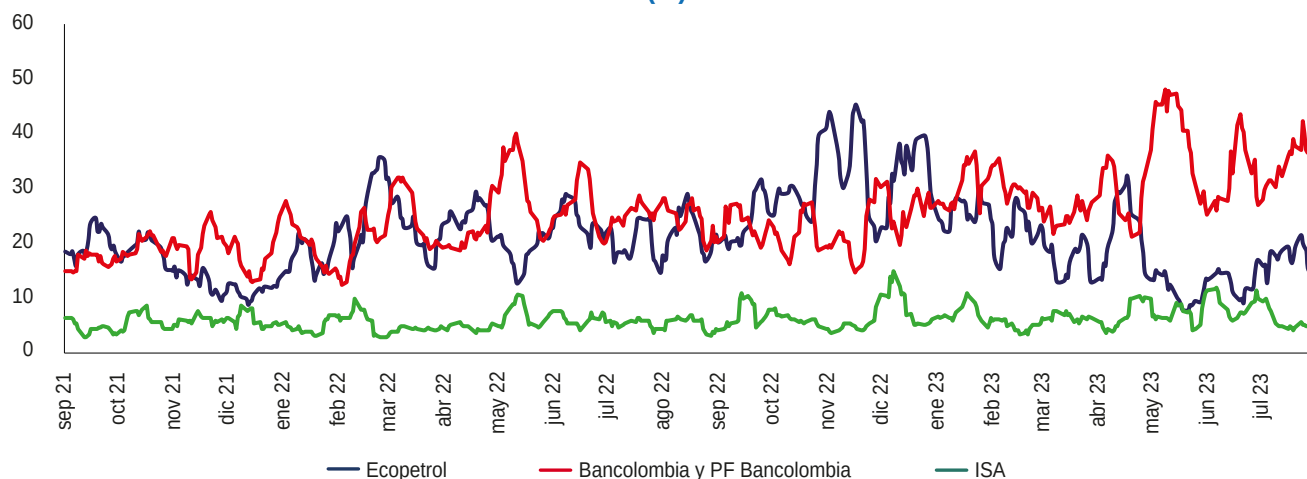
medio de la OCDE (122.0%) y de los países de ingreso mediano alto (59.2%), lo que pone en evidencia el mercado de capitales pequeño que tenemos. Es importante recalcar que Colombia tiene un bajo número de agentes en el mercado intermediado y una alta concentración en este mercado.

Luis Fernando Mejía presentó el índice de concentración Herfindahl-Hirschman, que para el mercado intermediado presenta un valor de 0.86, superando países comparables en la región como Chile, México, Perú, Ecuador y Brasil. La interpretación de este índice nos dice que a medida que se acerca a 1 mayor es la concentración y poder de mercado de los actores en ese mercado. Quizá esto explica por qué Colombia tiene márgenes de intermediación del sector financiero más altos que los pares de la región y de su nivel de ingresos. Reducir estos márgenes significaría una mayor productividad del sector financiero y podría beneficiar el mercado de capitales colombiano.

El mercado de renta variable local en Colombia tiene un desempeño bastante pobre. Como resaltó Mauricio Santa María, la renta variable en Colombia se caracteriza por ser un mercado poco profundo, concentrado, volátil y de baja liquidez. Esta situación se ha visto agravada por la constante salida de emisores del mercado, tal que, desde el 2000, más de 100 emisores han desaparecido de la bolsa local, ya sea por fusiones, adquisiciones, liquidaciones o cancelaciones. Además, para finales de 2022, de los 178 emisores solo 64 tenían acciones listadas. A esto se le suma que las acciones de Ecopetrol, Bancolombia e ISA compusieron más de la mitad del volumen de transacciones de la renta variable local, ver Gráfico 2. Esto aumenta la volatilidad en el mercado bursátil colombiano, tanto por el bajo nivel de liquidez como por la dependencia de los precios de los commodities y el rendimiento de unas pocas empresas.

En respuesta al problema de liquidez y profundización en el mercado de renta variable local, Michel Janna presentó algunas posibles soluciones. Reducir los costos para nuevos emisores, reducir los

Gráfico 2. Participación en volumen de renta variable local (%)



Fuente: cálculos ANIF con datos de BVC.

requisitos para nuevos y/o pequeños emisores y fomentar las titularizaciones de activos de baja liquidez. Es importante también aumentar los incentivos para que nuevas empresas se listen en bolsa, dado que en este momento están prefiriendo optar por fuentes de financiación distintas. El volumen de emisiones de deuda corporativa fue de apenas 1.7% del PIB en 2021, lo que deja ver que las empresas no usan de manera suficiente el mercado de bonos para financiarse. Ángela Hurtado resaltó la necesidad de mejorar la liquidez para que el mercado de capitales sea fluido y atraiga inversionistas de largo plazo. Además, es importante reparar la ruptura entre el mercado de capitales y el sector privado, para que las empresas utilicen el mercado como medio de financiamiento y no se vean obligadas a buscar únicamente el fondeo internacional.

2. Contexto macroeconómico y fiscal

Después de exponer la situación actual de los mercados colombianos y destacar las principales barre-

ras que afectan su eficiencia, Mauricio Santa María amplió el enfoque al abordar la situación macroeconómica del país. En particular, exploró su interacción con el mercado y analizó las perspectivas de inversión en un contexto coyuntural de incertidumbre como en el que nos encontramos actualmente. Dentro del contexto al cuál se enfrenta Colombia, presentado por Santa María, se analizaron factores como el crecimiento, la inflación, los déficits gemelos, ingresos y gastos nacionales, deuda y tasas de interés y de cambio, entre otros.

Explorar el contexto macro cobra relevancia dado que, como lo mencionó la panelista Ángela Hurtado, nos encontramos en un momento altamente impredecible que lleva a los inversionistas a asumir una postura de mayor cautela. Por esto, María Inés Agudelo recalcó la importancia de mandar las señales adecuadas a los inversionistas internacionales, para, como complementó Juan Pablo Córdoba, atraer a los inversionistas de largo plazo y volver a incentivar la participación de los inversionistas locales.

Las proyecciones realizadas por ANIF indican que Colombia tendrá un menor crecimiento y mayor inflación que el promedio de los países pares regionales – incluye las economías de Chile, México, Perú y Brasil- y economías desarrolladas, durante los próximos años. Colombia experimentó un crecimiento notable durante el 2021 y 2022, donde los sectores de la economía lograron retornar a niveles similares a los observados antes de la pandemia. Sin embargo, hoy el país está rezagado en comparación con otros emergentes, punto central de referencia para las decisiones de inversión de los actores del mercado.

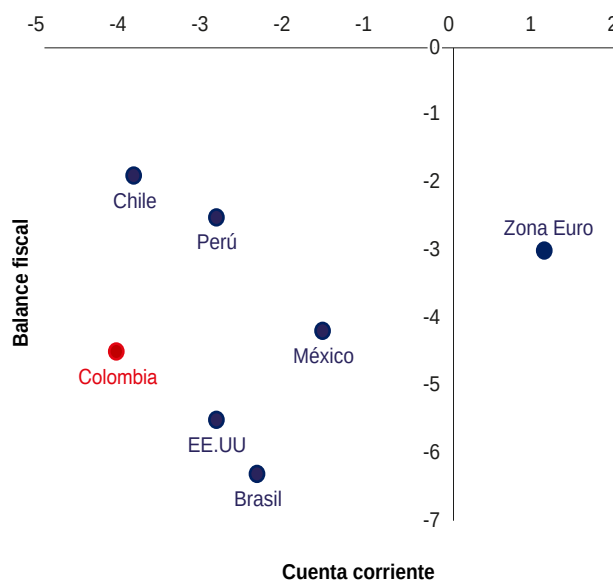
Por su parte, la inflación experimentó un aumento significativo durante el período de la pandemia y aún persiste en niveles elevados en relación con los países vecinos y las economías desarrolladas. Esto es preocupante teniendo en cuenta que la inflación es uno de los factores más influyentes para los inversionistas extranjeros (julio de 2023), tal como explicó Santa María. Esto se vuelve especialmente inquietante en un escenario en el que se proyecta que los niveles inflacionarios se mantengan alrededor del 9% para fin de año, y donde las tasas de interés se mantienen sin descender.

Por otro lado, se destacó la dependencia de Colombia de los flujos externos como mecanismo para sostener la deuda. Colombia cuenta con valores negativos en su cuenta corriente y en su balance fiscal, con déficits gemelos comparativamente altos que aumentan la vulnerabilidad externa del país al incrementar su necesidad de financiamiento, ver Gráfico 3. La alta variabilidad frente a choques exógenos se materializa como un aspecto negativo para la toma de decisiones de inversión, y se refleja en la volatilidad de la tasa de cambio y los incrementos en la prima de riesgo. Al observar la situación fiscal en detalle, se contrastó el alto nivel de gasto nacional proyectado, frente a ingresos totales que podrán verse debilitados por la disminución de los ingresos petroleros. Santa María presentó cómo, incluso para 2024, año en el que se espera tener los niveles más altos de ingresos (20.5% del

PIB), estos siguen siendo superados por el gasto (25.0% del PIB).

Los resultados concuerdan con el panorama expuesto por Luis Fernando Mejía sobre el déficit fiscal, que se estimó en 5.5% del PIB para 2023 e implica un riesgo de incumplimiento de la regla fiscal. La regla fiscal es un factor determinante para la confianza de los inversionistas dado que determina la sostenibilidad de la deuda, por lo que su incumplimiento podría generar un repunte de la prima de riesgo y una disminución de la entrada de capitales extranjeros. No obstante, según lo presentado por el director de Fedesarrollo, el cumplimiento de la regla fiscal es necesario, pero no suficiente para promover la inversión en el país. Como bien expuso, “el objetivo de la regla fiscal es que caiga el costo de financiamiento para el gobierno nacional y por ende para el resto de los agentes de la economía, sin em-

Gráfico 3. Déficits gemelos proyecciones 2023
(% de PIB)



Fuente: cálculos ANIF con base en FMI, JP Morgan y ANIF.

bargo, no se hace mucho si se cumple la regla fiscal pero la tasa de financiamiento está por encima del 10% anual y la prima de riesgo por encima de los 230 puntos básicos” (Mejía, 2023), resaltando de esta manera la importancia de cuidar todos los factores macroeconómicos.

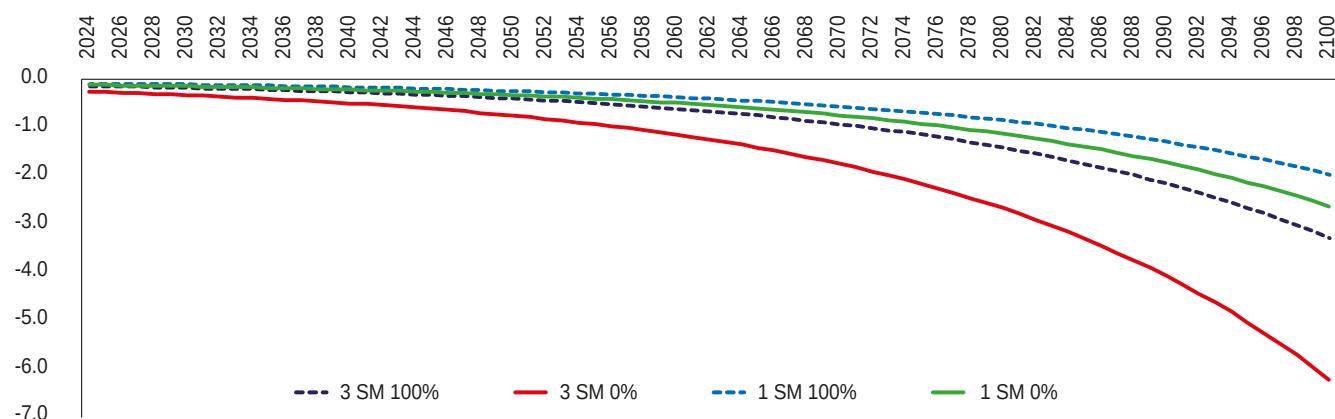
3. Reformas del gobierno

Además de las recomendaciones para aumentar el ahorro y fomentar la profundización de los mercados de capitales, invitados como Janna y Mejía compartieron sus perspectivas respecto a las reformas presentadas por el gobierno, en particular la reforma pensional. Discutieron sus implicaciones en el mercado de renta fija y plantearon recomendaciones esenciales para mitigar y prevenir sus efectos negativos. El panelista Juan Pablo Córdoba anotó de forma contundente que la reforma pensional, como está propuesta en este momento, es mala para el país. Esto, dado su impacto negativo

sobre el ahorro, la desvinculación del cotizante de su ahorro pensional y el sesgo público de cero toma de riesgo que acota los rendimientos.

En un contexto en el que el umbral para el pilar contributivo se establece en 3 SMMLV, el impacto en el ahorro será considerable, ver Gráfico 4. Además, la incertidumbre sobre el ahorro futuro y su administración podría presentar un riesgo tanto para la economía como para la sostenibilidad de las finanzas públicas. En este contexto, Santa María enfatizó que en un momento en el que la inversión está cayendo, resulta fundamental preservar las fuentes de ahorro nacional y no deteriorarlas mediante reformas estructurales como la pensional. De esta forma, y recogiendo algunas de las recomendaciones propuestas por Santa María y Janna, es importante que se proponga un sistema donde el umbral para el pilar contributivo a Colpensiones pase de 3 SMMLV a 1 SMMLV, que cuente con un sistema de transición menos laxo, y donde se tomen en cuenta otros parámetros como me-

Gráfico 4. Déficit anual del gobierno nacional en el pago de pensiones bajo diferentes escenarios de umbral y de ahorro (% de PIB de 2023, 2024 - 2070)



Fuente: elaboración ANIF.

*mayor a un escenario de ahorro del 100% bajo el umbral 3 SM.

dios eficientes de reestructuración, tal como una tasa de reemplazo progresiva y un aumento en la edad de pensión.

Recomendaciones y respuesta a la pregunta central del seminario

En su presentación, César Ferrari, respondió a la pregunta central del seminario con una serie de recomendaciones para atraer más inversión a Colombia. Ferrari se enfoca en aumentar la rentabilidad de los proyectos e impulsar coordinadamente el crecimiento del mercado de capitales. Lo anterior, mediante la educación y el acompañamiento a nuevos emisores, un proceso de revisión normativa para eliminar barreras o llenar vacíos (lo que ya está llevando a cabo la Superintendencia Financiera) y la promoción de productos verdes y sociales. Así mismo, se propone la revisión de actores alternativos para promover la competencia y disminuir la concentración del mercado y la exploración de nuevas tecnologías para facilitar la demanda de los inversionistas.

Por su parte, Michel Janna estableció que la promoción del mercado de capitales debía ser un objetivo de política pública, en donde las autoridades y los agentes del mercado trabajen en conjunto. Por esta razón, nombró la posibilidad de establecer un comité del mercado de capitales en donde participarán las autoridades, la industria y otros actores interesados. Por otro lado, propuso aumentar el acceso de toda la población al mercado de capitales mediante el canal de la asesoría independiente. Esta modalidad todavía no opera en Colombia y es una de las razones por las que tenemos una de las menores cantidades de asesores financieros en la región. Bajo este modelo se darían licencias diferenciadas en la intermediación de valores en el mercado para distintos tipos de asesores, permitiendo que más gente tenga ayuda experta y diversifican-

do los canales mediante los que se pueden adquirir estos servicios en Colombia.

Luis Fernando Mejía resaltó que para hacer más atractiva la inversión en Colombia se necesita reducir gradualmente la tarifa del impuesto de renta de las empresas, pues la alta carga tributaria dificulta su acceso al mercado de capitales. Asimismo, se necesita un ajuste rápido del déficit fiscal y la reducción de la incertidumbre regulatoria alrededor de sectores estratégicos (minero-energético, construcción), cosa que iría de la mano con la disminución del sentimiento de riesgo que rodea las reformas estructurales que ha propuesto el gobierno.

Entre las recomendaciones y respuestas de Mauricio Santa María se resalta el momento delicado que vive el mercado de capitales colombiano a causa de la reforma pensional presentada por el gobierno. En ANIF, creemos que Colombia tiene puntos a favor para atraer inversión, como las tasas de interés comparativamente altas que nos hacen competitivos en el mercado de renta fija. También, ha habido una reciente mejora en el sentimiento de los mercados globales respecto a sus perspectivas de recesión que han permitido una valorización de los activos de economías emergentes. Asimismo, las instituciones han demostrado que los pesos y contrapesos se mantienen aún en un contexto de reformas estructurales. Por el otro lado, existen factores que podrían jugar en contra: la incertidumbre local por tener varias reformas estructurales al mismo tiempo, las altas tasas de interés, la alta concentración del mercado de renta variable, los déficits gemelos y la posible desfinanciación pública por efecto de la reforma pensional.

Por último, los panelistas llamaron a la necesidad de fortalecer la política pública para el mercado bursátil. Esto, como lo mencionó María Inés Agudelo, debe buscar dar soluciones rápidas que dinamicen el mercado y movilicen los recursos hacia los sectores que lo necesitan. Por su parte, Camilo Hernández propuso que hace falta definir un actor

de política pública que lidere la discusión y que se encargue de rendir cuentas para movilizar cambios estructurales de la mano con la ley necesarios para el buen funcionamiento del mercado. De esta for-

ma, se concluyó el seminario con propuestas y recomendaciones frente a un escenario con amplias oportunidades pero que en este momento se mantiene en un terreno poco favorable.

Equipo de Investigaciones de ANIF

Presidente de ANIF
Mauricio Santa María S.

Vicepresidente de ANIF
Anwar Rodríguez C.

Investigador Jefe de ANIF
Camila Ciurlo A.

Investigadores

José Antonio Hernández R.
Laura Llano C.
Norberto Rojas D.
Daniel Franco L.
Fabián Suárez N.
María Camila Carvajal P.
Sarah Garcés A.
Ana María Castiblanco L.

Asistente de Investigación

María Camila Oliveros M.
Pablo Montealegre M.
Laura Castaño O.
Elissa Gallego M.

Pasante de Investigación

Sofía Vega A.