



UNIVERSIDAD
NACIONAL
DE COLOMBIA

Mercado de deuda corporativa en Colombia: ¿alternativa de financiación o mecanismo de financiarización?

Sara Giovanna Piñeros Castaño

Universidad Nacional de Colombia
Facultad de Ciencias Económicas, Escuela de Economía
Bogotá, Colombia
2016

Mercado de deuda corporativa en Colombia: ¿alternativa de financiación o mecanismo de financiarización?

Sara Giovanna Piñeros Castaño

Trabajo de investigación presentado como requisito parcial para optar al título de:
Magister en Ciencias Económicas

Director:

Ph.D., Cesar Augusto Giraldo Giraldo

Línea de Investigación:

Economía del Desarrollo

Grupo de Investigación:

Grupo Socioeconomía, Instituciones y Desarrollo

Universidad Nacional de Colombia

Facultad de Ciencias Económicas, Escuela de Economía

Bogotá, Colombia

2016

Dedicatoria

A Leo por creer en mí, fomentarme y permitirme ser libre y feliz a su lado.

A mi familia por ser mis motivos.

A todos mis profesores, amigos y colegas quienes me escucharon y debatieron conmigo.

Resumen

Este documento tiene por objeto analizar el mercado de deuda corporativa de Colombia en el periodo 2006-2016, esto teniendo en cuenta las tendencias regionales y mundiales de financiación, y los ajustes macroeconómicos y regulatorios que se han llevado a cabo en el país para fomentarlo. Asimismo, se provee evidencia de que el mercado de deuda corporativa en Colombia no constituye una alternativa de financiación para las empresas del sector real y, por ende, no se configura como una herramienta de financiamiento de menor costo, estable y de mayor plazo; por el contrario, promueve la intermediación en la economía al brindar financiación, principalmente al sector financiero, lo cual evidencia una dinámica de financiarización. A través del análisis de regresión se muestra que el comportamiento de la cartera comercial no tiene un efecto estadísticamente significativo en la emisión de bonos, lo que muestra que los recursos que obtiene el sector financiero a través del mercado de renta fija no se destinan de forma significativa a la financiación de la inversión productiva de largo plazo y, por ende, no hay evidencia de que contribuya al crecimiento a través de este canal.

Palabras clave: mercados financieros, deuda corporativa, financiarización y profundización financiera.

Abstract

The purpose of this document is to analyze the Colombian corporate debt market between 2006-2016, considering regional and global financing trends and the macroeconomic and regulatory adjustments that have been made in the country to promote it. It also provides evidence that the corporate debt market in Colombia does not constitute a financing alternative for companies in the real sector and, therefore, it is difficult for them to access lower cost, stable and longer term financing. This paper shows the corporate debt market increases the intermediation in the economy by providing financing, mainly to the financial sector, which evidences a financialization dynamic. The regression analysis shows that the behavior of the commercial portfolio does not have a statistically significant effect on the bond issue, which shows that the resources obtained by the financial sector with the use of the fixed income market are not used in a significant contribution to the financing of long-term productive investment and, therefore, there is no evidence that it contributes to economic growth through this channel.

Keywords: financial markets, corporate debt, financialization and financial deepening.

Contenido

	Pág.
Resumen	IX
Lista de figuras.....	XII
Introducción	1
1. Capítulo 1. Papel de los mercados financieros y de capitales en la economía ...3	
1.1 La visión ortodoxa de los mercados financieros: el mercado de capitales como complemento de la financiación bancaria.....	4
1.2 La visión heterodoxa de los mercados financieros: el mercado de capitales como potenciador de la independización del capital financiero.....	8
1.3 Similitudes y diferencias entre los enfoques.....	11
2. Capítulo 2. Profundidad de los mercados financieros y de capitales en América Latina y Caribe.....	15
3. Capítulo 3. Entorno macroeconómico y regulatorio del mercado financiero colombiano	29
4. Capítulo 4. Comportamiento del mercado de deuda corporativa en Colombia y su relación con la cartera comercial.....	39
4.1 Evolución mercado de bonos corporativos 2006-2016.....	42
4.2 Bonos corporativos y cartera comercial	51
5. Conclusiones y recomendaciones.....	57
Bibliografía	59

Lista de figuras

	Pág.
Figura 2-1: Tamaño y estructura de los sistemas financieros domésticos (% PIB)	16
Figura 2-2 Composición de los sistemas financieros domésticos.....	20
Figura 2-3 Composición de la cartera doméstica por segmentos.....	22
Figura 2-4 Composición del mercado de renta fija por sector (% del PIB).....	23
Figura 3-1 Principales Variables Macroeconómicas	30
Figura 4-1 Emisiones de bonos 2006-2016 (cifras en millones)..	42
Figura 4-2 Participación valor emitido por sector 2006-2016.....	43
Figura 4-3 Número de emisiones por sector 2006-2016.....	44
Figura 4-4 Número de entidades emisoras por sector 2006-2016.....	45
Figura 4-5 Plazo en años de las emisiones por sector (plazo ponderado por monto)..	46
Figura 4-6 Emisiones corporativas por grandes ramas (cifras en millones).....	48
Figura 4-7 Participación en empleo, valor agregado y emisiones bonos grandes ramas	49
Figura 4-8 Resultados modelo multivariado..	54

Introducción

En la teoría económica convencional el desarrollo de los mercados financieros y de capitales se ha establecido como prioridad para la gestión de la política económica; esto bajo el argumento de que son los intermediarios idóneos para transformar ahorros infructuosos (dinero o capital financiero) en inversión productiva (capital industrial) y, por ende, en fomentar la productividad y el crecimiento económico de largo plazo.

El presente trabajo consiste en analizar el mercado de deuda corporativa en Colombia entre 2006 y 2016 para constatar el cumplimiento de la función que se le otorga desde la teoría económica convencional o si, por el contrario, ha tendido a reforzar las dinámicas particulares de financiarización económica.

En el primer capítulo se abordan las distintas visiones (convencional y financiarización) respecto al papel que cumplen los mercados financieros y de valores en la economía, en particular el mercado de deuda corporativa. En el segundo capítulo se describen las tendencias de financiación en las economías más importantes de América Latina (Brasil, México, Chile, Colombia, Perú y Argentina) y se comparan con las observadas en algunos países emergentes de Asia y en las economías desarrolladas. En el tercer capítulo se analiza el contexto económico y regulatorio relacionado con el mercado local de deuda corporativa y los ajustes que se han llevado a cabo para potencializarlo, tanto en el plano macroeconómico, como en el sectorial. En el cuarto capítulo se analiza la evolución del mercado local de bonos corporativos (deuda) entre 2006 y 2016 en materia de emisiones, emisores, plazos y sectores económicos a los que financia, además mediante la elaboración de un modelo de carácter explicativo, se muestra la relación entre la cartera comercial y las emisiones de bonos en el periodo 2006-2016. Finalmente, se presentan las conclusiones e implicaciones de política.

1. Capítulo 1. Papel de los mercados financieros y de capitales en la economía

Las visiones respecto a los efectos de la interacción entre economía y finanzas se pueden clasificar en dos. Una optimista-convencional en la que se denomina "profundización financiera" al aumento del tamaño y la influencia del sector financiero en la economía. Bajo este enfoque, el crecimiento del sector financiero en general es positivo porque se traduce en una menor exposición a crisis derivadas de factores externos y en la generación de beneficios para el crecimiento y el bienestar de un país y sus habitantes (Levine, 1997 y 2005, y Levine y Zervos, 1996); esto toda vez que permite que los recursos escasos sean asignados a los mejores usos productivos posibles sobre la base de la eficiencia. Si bien la visión convencional hace énfasis en los efectos favorables, también reconoce, sobretodo a partir del surgimiento de las crisis financieras, la importancia de una regulación adecuada y de políticas macro y micro financieras que eviten la ocurrencia de burbujas y las tendencias procíclicas características de la banca.

Otra crítica-heterodoxa: en la cual se denomina "financiarización" a la fase actual del capitalismo caracterizada por el predominio del sector financiero en la economía. Este enfoque hace énfasis en que el amplio crecimiento del sector financiero tiene intrínsecamente dimensiones problemáticas, puesto que la mayor influencia de las finanzas puede tener implicaciones socioeconómicas riesgosas, adversas y desestabilizadoras, con efectos en la forma como los Estados y los individuos (hogares y empresas) actúan (Sawyer, 2014; van Treeck, 2009, y Duménil y Lévy, 2011). Dentro de las corrientes heterodoxas, que son más diversas y plurales que la visión ortodoxa, se destacan la escuela de la regulación francesa, las corrientes marxistas y algunos trabajos puntuales de enfoque postkeynesiano.

En particular, es clave entender el papel que desde los distintos enfoques se otorga a los mercados de capitales, que incluyen los mercados de renta fija (bonos de deuda) y renta variable (acciones, que constituyen capital para las empresas), puesto que el objeto del presente trabajo es analizar puntualmente la dinámica del mercado de bonos corporativos.

1.1 La visión ortodoxa de los mercados financieros: el mercado de capitales como complemento de la financiación bancaria

Según Levine (1997), un sector bancario que funciona sin interferencias políticas y con principios de mercado es uno de los ingredientes del desarrollo viable de la economía, pues la intermediación de los bancos cumple un papel fundamental a través de la asignación de los recursos provenientes de los agentes superavitarios (ahorradores) hacia los deficitarios (consumidores e inversionistas). No obstante, el comportamiento de las colocaciones de cartera tiende a estar altamente correlacionado con los ciclos de la economía, como se ha evidenciado en las últimas crisis financieras, por lo que el sector bancario en lugar de suavizar las fases de expansión y contracción de la actividad productiva, puede tender a agudizarlas (De la Torre et al., 2012).

De esta manera, los deudores del sistema financiero (empresas e individuos) pueden llegar a sobrepasar su capacidad de endeudamiento, alineada con su capacidad de pago, en periodos de alto crecimiento económico y concentrar altos niveles de riesgo, ante una amplia oferta de ahorro, y, consecuentemente, afectar su acceso a la financiación en condiciones adversas, cuando probablemente suelen enfrentar mayores presiones de liquidez, es decir, mayor necesidad de recursos en forma de dinero. Dicha dinámica procíclica de la banca es un comportamiento que se ha manifestado de forma explícita durante las últimas tres décadas, sobre todo, con el crédito privado en los países de ingresos medios y bajos (De la Torre et al., 2012); con el potencial de deteriorar la calidad de los activos de los establecimientos de crédito y, por ende, sus niveles de rentabilidad y solvencia (Wachtel, 2001 y Eichengreen et al., 2011), tal como se evidenció en la crisis financiera de 2008.

En este sentido entidades multilaterales como el Banco Mundial han empezado a reconocer en parte estas dinámicas problemáticas, pero ello no se ha traducido en cambios estructurales en las recomendaciones de política económica, que siguen orientadas al desarrollo y a la estabilidad financiera, sobre la base de que los problemas se encuentran en los incentivos, la regulación, la inoperancia del mercado o la ética de los individuos. Entonces el reconocimiento de “leves” dimensiones problemáticas desde la visión ortodoxa, ha surgido a partir de la materialización de las últimas crisis financieras y de la comprobación de que muchos de los beneficios y supuestos teóricos que por años se difundieron como verdades indudables o absolutas, son imposibles de mantener. Sin embargo, se mantiene el énfasis en la armonía “normal” del sistema financiero y se sigue utilizando la teoría ortodoxa de base en la gestión de la política económica, supeditando muchas veces las acciones fiscales y monetarias a lo que sucede con los mercados financieros (Hudson, 2010). En contraste, en el enfoque crítico de la financiarización se han identificado las dimensiones problemáticas desde la época de Marx (hace más de cien años), aún cuando no se habían presentado las crisis financieras que caracterizan a la fase del capitalismo actual.

Respecto a los mercados de capitales (principalmente bonos y acciones), en el enfoque ortodoxo se sostiene que para los establecimientos de crédito, alinear las preferencias entre ahorradores e inversionistas tiende a ser una labor compleja, puesto que los primeros tienen un bajo nivel de aceptación de riesgo, desean disponer de su riqueza de manera inmediata cuando aparezca un uso alternativo para su aprovechamiento (oportunidad de inversión o deseo de consumo ante condiciones particulares o de la economía) y, por ello mismo, prefieren hacer depósitos de corto plazo. Por el contrario, los inversionistas (grandes y medianas empresas e instituciones públicas) buscan financiación estable a mediano y largo plazo, que les permita percibir los retornos de los proyectos ejecutados para amortizar sus deudas o, lo que es lo mismo, acceso a recursos económicos en condiciones coherentes con sus necesidades temporales de gasto e inversión (Boyd, Levine y Smith, 2001).

En consecuencia, existe una diferencia fundamental entre el perfil de riesgo de quienes ahorran en la banca y quienes invierten o consumen los recursos ahorrados, pero es esto precisamente lo que, en principio, da sentido al modelo bancario de negocio y a sus ganancias. Aunque a primera vista, esto puede parecer problemático, desde la visión

ortodoxa, la solución a este tipo de situaciones resulta ser el desarrollo de los denominados mercados de capitales, que comprenden al mercado de deuda, también conocido como el mercado de renta fija, y al mercado de acciones o mercado de renta variable. La razón es que estas fuentes de financiación constituyen fuentes alternativas a la tradicional (crédito) para las empresas, y, en el caso de los bonos, permiten una mayor estabilidad de los costos financieros a largo plazo y reducen la concentración del riesgo de crédito en el sistema bancario, pues si este último es el que se encarga de proveer financiación a todo el aparato productivo, en momentos de desaceleración o contracción económica enfrenta grandes pérdidas y quiebras.

El argumento es entonces que, debido a la dinámica crediticia, la consolidación de fuertes sectores productivos dentro de una economía y la formación y consolidación de una clase media genera la necesidad de desintermediar, de forma parcial, la relación entre ahorradores e inversionistas y desarrollar una alternativa de financiación que sea coherente con los requerimientos de las empresas y con el desarrollo de grandes proyectos de inversión en términos de plazo, monto y tipo de amortización, es decir, con mayor riesgo. Así, por las características de la actividad bancaria, es necesario que en dicha fuente de financiación alternativa los individuos que entran a participar a través del aporte de sus recursos (ahorros) cuenten con un perfil de riesgo menos conservador y más tolerante a las volatilidades del mercado, en comparación con el perfil de quienes depositan sus ahorros en los bancos, lo que en teoría sigue siendo plenamente coherente con optimizar la relación riesgo-retorno de acuerdo con la distinta gama de preferencias de los agentes (Echeverry et al., 2008).

Bajo la visión ortodoxa el problema de la actividad bancaria es su carácter procíclico que se pone a prueba frente a choques externos y que puede engendrar fenómenos de burbuja. En este orden de ideas, el mercado de deuda surge como un complemento de la financiación bancaria y no como un sustituto (Fink et al., 2003) y, en lugar de restarle importancia, permite tanto a los inversionistas, como a los emisores de deuda, contar con un conjunto de alternativas más amplio para asumir y diversificar riesgos de acuerdo con sus preferencias. Es decir, suplir de manera adecuada las necesidades que difícilmente pueden satisfacer a partir de la oferta del sector bancario tradicional, debido a las características propias de esta actividad y al perfil de riesgo que deben tener los individuos

que allí participan. En consecuencia, los mercados de capitales y, en particular, el mercado de deuda complementa a los mercados bancarios, al reducir el carácter procíclico de los establecimientos de crédito y al aumentar las opciones, así como las fuentes y usos en la economía.

En el enfoque ortodoxo, en el mercado de renta fija, algunos de los individuos que bajo la única oferta del sector bancario desarrollaban un comportamiento pasivo, como ahorradores tradicionales, pueden pasar a evaluar directamente las características de los agentes que respaldan los instrumentos objeto de inversión, tomando el papel activo de la entidad financiera que origina los créditos (prestamista). Por su parte, quienes demandan recursos (emisores) ya no requieren únicamente del aval de una entidad del sector financiero para fondearse, sino que pasan a reportar información y a mostrar su solidez financiera ante un mercado que, a través de la demanda de títulos, validará los proyectos y empresas que considere como mejor elección: “el mercado de deuda fija permite premiar a los proyectos de inversión con mejores perspectivas ex-ante asignándoles financiación; habilita a agentes con restricciones de liquidez a acceder a capital de riesgo y endeudamiento; y promueve una asignación eficiente y equitativa del riesgo” (Echeverry et al., 2008).

Es por esta razón que desde el enfoque ortodoxo se argumenta que el avance de las economías tiende a ir de la mano del desarrollo de un mercado de capitales menos dependiente del sector bancario y, particularmente, de un mercado de deuda corporativa en el que los inversionistas cumplen con una función intermedia, al asumir y evaluar riesgos de manera directa, fuera de la intermediación bancaria, pero sin tomar el papel de un accionista con participación en el patrimonio y retornos que dependen de los resultados financieros, los planes de crecimiento y las políticas de distribución de utilidades.

De esta manera, se postula que la evolución y avance del mercado de deuda se convierte en un aspecto crucial para la consolidación de una fuente de financiación estable y confiable para las empresas, el desarrollo de proyectos de gran escala dentro de un país y la optimización de las decisiones de los agentes de la economía que buscan diversificar sus inversiones. Es decir, canalizar parte del ahorro de largo plazo hacia la inversión productiva de largo plazo, lo que a la banca que también financia el consumo y la vivienda, y por sus fuentes de financiamiento (depósitos o instrumentos de corto plazo), le queda

más difícil. Desde luego, esta clase de argumentos son la base para promover el desarrollo de los mercados de capitales a toda costa utilizando la regulación, la contabilidad y la gestión macroeconómica como instrumentos.

Trabajos como los de Levine (1997 y 2005) y Levine y Zervos (1996), afirman que teniendo en cuenta que un mercado de capitales profundo y desarrollado se encuentra menos expuesto ante las crisis externas y genera beneficios para el crecimiento y bienestar de una economía, aún para aquellos individuos que no son ni serán emisores o compradores de títulos valores, el grado de avance del mercado de deuda es relevante puesto que determina, en cierta medida, el dinamismo, la vulnerabilidad financiera y las oportunidades de la economía en la que viven, consumen y laboran. En línea con ello, las instituciones y los gobiernos deben tener por objetivo brindar un entorno favorable para el desarrollo del mercado financiero y de capitales, de tal manera que a partir de la actividad de regulación y supervisión puedan ser garantes de la competencia; la información cumple con los atributos de ser clara, transparente y accesible; los contratos tienen condición de legalidad y cumplimiento; y los derechos de usuarios y acreedores son respetados.

1.2 La visión heterodoxa de los mercados financieros: el mercado de capitales como potenciador de la independización del capital financiero

El término financiarización empezó a utilizarse en la década de los noventa (Sawyer, 2014); sin embargo, no existe un consenso respecto a su significado, puesto que puede variar dependiendo de la época, el sector o la región en la que se analice (Guevara, 2015). Por ejemplo, en las economías desarrolladas la financiarización empezó a desarrollarse en la actividad de los establecimientos de crédito, pero con la innovación y sofisticación financiera, se ha trasladado al campo de la banca de inversión o bursátil (los mercados de capitales) y los productos derivados, una tendencia que difiere significativamente de lo observado en las economías emergentes o en desarrollo. Asimismo, la financiarización toma formas diferenciadas en el marco de las decisiones de los hogares, las empresas, los flujos internacionales de capitales y el comportamiento del Estado.

Con unos matices mucho más leves, puede notarse algo similar en la evolución del enfoque convencional de la profundización financiera, en el que se pueden observar variaciones dependiendo del periodo histórico o la región de análisis y, sobre todo, ante la ocurrencia de crisis o hechos que contradicen las predicciones teóricas, aunque por basarse en principios de corte ortodoxo-neoclásico, dentro de esta corriente existen definiciones más globalizantes y desenmarcadas de los procesos de la historia y de las lógicas del territorio. La experiencia de los países emergentes y en desarrollo suele analizarse como una excepción de la regla general del comportamiento de los mercados financieros y de capitales que se explica por la falta de condiciones de mercado, incentivos, entre otros.

El enfoque de la financiarización encuentra sus raíces en los primeros trabajos de Marx, quien hace referencia al capital ficticio (Guttman, 1996) y lo define como los derechos que no siempre contienen una contraparte en el valor de activos reales y físicos, sino que tienden a una auto-valorización, pues generan interés aún si la fuente de valor no son los beneficios generados por la inversión en sentido estricto. Por su parte, unas décadas más adelante, Keynes (1936) hace mención al efecto negativo del enfoque financiero en las ganancias de corto plazo y la especulación por encima de la lógica del proyecto empresarial de largo plazo. Sin embargo, es hasta 1970 cuando el término financiarización comienza a emplearse para referirse particularmente a dicho tipo de fenómenos y a otros más particulares que surgieron con la innovación financiera y las nuevas dinámicas del capital. Como lo muestran los principales autores de la escuela de la regulación francesa (Boyer, 2000), esto coincide con la crisis de las políticas keynesianas y el fin del régimen de acumulación fordista hacia finales de la década de los 70 en el siglo XX.

Entretanto, trabajos como el de Minsky (1992) sobre la inestabilidad financiera pertenecen a la visión crítica, ya que indican el papel desestabilizador que pueden tener los intermediarios financieros, la relevancia de la dinámica de la deuda y del movimiento de los precios en una economía, así como el carácter procíclico de la actividad bancaria. En este autor es clara la idea de que las crisis tienen causas endógenas al sistema y son la expresión del predominio de la actividad especulativa.

Uno de los análisis más destacados dentro del enfoque crítico es el de Salama (1996) en el que se reconoce que el aumento de las finanzas en la economía tiene un efecto dual,

es decir, positivo siempre y cuando permita que los recursos financieros nutran las dinámicas productivas y, negativo, cuando dichos recursos no llegan a ser utilizados en la producción real y se centran en circular para auto-rentabilizarse, con lo que se deteriora la productividad de la economía. Sin embargo, es poco usual que dichos efectos se mitiguen entre sí y que el resultado neto sobre la economía sea neutral o positivo y, por ende, es necesario determinar sobre la evidencia empírica cuál de los dos es predominante para el caso del mercado de deuda corporativa en Colombia. Es decir, determinar si en este segmento del mercado financiero se constata la funcionalidad macroeconómica que en teoría se le atribuye, sobre la base de que el capital financiero e industrial avanzan en la misma dirección, o si en lugar de ello, lo que termina por hacer es financiar consumo volátil de bienes y servicios y, por ende, desligar e independizar el capital financiero del industrial, lo que hace parte de la fase actual del capitalismo financiero (Boyer, 2000).

Ahora bien, mientras que desde el enfoque ortodoxo, los mercados de capitales surgen para mitigar el comportamiento procíclico de la banca, reducir los ciclos económicos, ampliar las opciones para inversionistas, facilitar la conversión del capital físico al capital productivo y desintermediar la relación entre inversionistas-ahorradores y empresarios, desde la perspectiva de la financiarización se observa una tendencia distinta y, en muchos sentidos contraria, puesto que considera que en los mercados de capitales se profundizan las tendencias de inversión especulativa y de corto plazo, con lo que se da lugar al liderazgo de la rentabilidad bursátil y a la liquidez financiera (Orlean, 1999).

Es así como toma forma la actual fase de acumulación capitalista que está guiada por las finanzas (Boyer, 2000) y en la que las firmas dan mayor importancia a las actividades especulativas o de valoración de activos, que a la dinámica productiva industrial y manufacturera (Krippner, 2005). Es importante destacar que la liquidez financiera y la generación de valor son dos aspectos distintos, ya que la primera tiene que ver con la compra y venta de títulos valores desmaterializados del recurso que da origen al valor, es decir, con la facilidad para desarrollar el intercambio de papeles, mientras que la generación de valor en la dinámica productiva se circunscribe a la transformación de bienes y servicios en sí mismos para el mercado.

1.3 Similitudes y diferencias entre los enfoques

Un elemento importante a retomar es que la interacción entre la teoría y la práctica ha dirigido la evolución y las redefiniciones tanto en el enfoque crítico como en el optimista, donde en el primero se visualizaban por adelantado los efectos negativos que podría tener el predominio de las finanzas, mientras que en el segundo la respuesta ha sido reactiva ante los hechos. En particular, el surgimiento de crisis financieras ha sido central, si bien desde cada enfoque se dan distintas explicaciones al surgimiento de estas. Desde la visión ortodoxa, que es predominante en la gestión de la política económica, las crisis son excepciones a los comportamientos normales de los mercados financieros y suelen ser el producto de choques externos o de fallas de la regulación, entonces muchas veces la conclusión ha sido que los mercados no eran suficientemente libres y fuertes (Levine, 1997); en contraste, desde la visión crítica, suelen darse explicaciones endógenas (Minsky, 1992), lo que significa que las crisis son parte del propio sistema y, por ende, evitarlas amerita llevar a cabo cambios estructurales en la gestión de la política económica e intervenciones más fuertes en el sistema, más allá de las herramientas tradicionales que otorgan la política monetaria y fiscal.

Como se mencionó antes, desde el enfoque ortodoxo, en un primer momento el estudio de la relación finanzas-economía se ha abordado desde el análisis de la relación entre el sector bancario y la actividad económica (Bernanke y Gertler, 1999; Cecchetti et al., 2000; Wachtel, 2001; Boyd et al., 2001; Eichengreen et al., 2011; Kasman y Carvallo, 2013; Hamann, et al., 2013; y Amador et al., 2013); sin embargo, con el desarrollo de la banca de inversión y la introducción de nuevos productos financieros de mayor complejidad, que no están directamente relacionados con la actividad tradicional de la banca comercial, se hizo necesario extender el análisis hacia los mercados de renta fija y renta variable, por medio de los cuales se ha canalizado una parte creciente del ahorro de la economía en las últimas décadas.

Por otro lado, desde el enfoque crítico de la financiarización, los mercados de valores han surgido como mecanismo de la actual fase del capitalismo para “democratizar” las finanzas y rentabilizar e incluir en la dinámica financiera a aquellos segmentos de la población que estaban excluidos, como los de bajos ingresos, o para darle liquidez a los activos de baja demanda o de largo plazo (Orlean, 1999), como sucede con los bienes de dudosa calidad (préstamos vencidos, por ejemplo) o créditos de vivienda (Aitken, 2013). Esta clase de situaciones llevadas a su máxima expresión, hacen que los derechos sociales como la salud, la educación y la jubilación dependan de los resultados financieros en los mercados de capitales. Así, bajo el enfoque crítico, los mercados de capitales y su desarrollo de alguna manera llevan a que se rompa la relación entre el inversionista y la inversión, de forma que la especulación y la generación de capital financiero se vuelven cada vez más independiente del capital productivo e industrial.

En el caso particular del mercado de deuda (renta fija) corporativa, los trabajos académicos ortodoxos han identificado los beneficios potenciales que se pueden derivar de su buen funcionamiento como mecanismo de financiamiento alternativo y estable para las empresas (Fink et al., 2003; Levine, 2005, y Khurana et al., 2006). En teoría, en un punto del desarrollo de un país, la conformación de grandes sectores productivos requiere la desintermediación del mercado financiero, es decir, que una parte del ahorro de la economía pase de canalizarse desde el mercado bancario hacia el mercado de valores (mercado desintermediado), siendo este último el encargado de financiar proyectos de mayor riesgo, que exceden la capacidad de los establecimientos de crédito en términos de monto, plazo y calendario de amortización. En este orden de ideas, el mercado de deuda (bonos) brindaría una oferta complementaria a la del sector bancario y, por ende, permitiría tanto a los inversionistas, como a los emisores de deuda corporativa (empresas), contar con un conjunto de alternativas más amplio para asumir y diversificar riesgos de acuerdo con sus preferencias (Gozzi et al, 2012). Entonces, el capital financiero le permitiría al capital industrial tomar un papel central.

Los trabajos académicos de corte ortodoxo tienen como punto de partida que los mercados de valores y el sector bancario funcionan en beneficio del crecimiento de la economía al ayudar que el ahorro tenga usos productivos, entonces se concentran en identificar los aspectos de oferta y demanda, así como los de orden macroeconómico, institucional y

regulatorio que limitan su desarrollo y efectivo funcionamiento, tanto en economías desarrolladas como en países emergentes. Esto con el objeto de proponer agendas de mejora que permitan explotar el completo potencial de los mercados financieros (Fischer, 1975; Lee, 2000; Mohanty, 2002, Dailami y Hauswald, 2003, y Sibanda, 2013). Es un fenómeno muy similar a lo que sucedió en su momento con la globalización y los beneficios que desde la teoría convencional se le atribuían. Sin embargo, hay unas pocas excepciones, pues trabajos como el de Jeanneau y Tovar (2008 a), a través de ejercicios empíricos, muestran que existe una relación positiva entre emisiones y crecimiento.

Para América Latina los estudios que se han emprendido son más de tipo diagnóstico y se focalizan en comparar los resultados de la región frente a los de otras economías emergentes y desarrolladas, determinar las posibles causas del rezago existente y definir los ajustes que deben realizarse para que el mercado de deuda corporativa pueda alcanzar un mayor grado de profundización (Tovar y Quispe-Agnoli, 2008; Núñez et al., 2009; Kristjanpoller y Díaz, 2011, y Didier y Schmukler, 2013). Algo muy similar sucede para el caso de Colombia con los trabajos de Echeverry et al (2008); Rojas y González (2008); Aldana et al. (2010); Bolsa de Valores de Colombia (2012) y Anif y Correval (2013), en los que se evidencia que el país tiene mercados financieros poco desarrollados en comparación con otros países de la región, mercados emergentes y economías avanzadas y se enuncia que la baja profundidad ha limitado la materialización de los beneficios esperados, por lo que debe implementarse una agenda que elimine los obstáculos tanto desde el lado de la oferta, como desde la demanda. En el lado de la oferta se destacan la alta presencia de empresas familiares-tradicionales que tienen prácticas débiles de gobierno corporativo, el amplio desconocimiento sobre las diferentes alternativas de financiación y sus beneficios, y las exigencias regulatorias que deben cumplir los emisores de deuda. Desde el enfoque de la demanda tiene mucho que ver la alta aversión al riesgo de los inversionistas, la regulación de los fondos de pensiones y las reglamentaciones sobre solvencia que fomentan la demanda de títulos de deuda pública en detrimento de los de deuda corporativa, pues los primeros se ponderan mejor en los indicadores de solvencia y liquidez que deben reportar a las entidades de supervisión (Anif y Correval, 2013). Por ende, el menor costo de endeudamiento del gobierno no solo se basa en el menor riesgo de crédito, sino también en un riesgo de liquidez más bajo.

Dichos trabajos de corte ortodoxo parten de mencionar los beneficios que en teoría tienen los mercados de capitales, en lugar mostrar evidencia de que se cumplen, no obstante, han facilitado la identificación de regularidades entre los mercados de deuda corporativa de América Latina, tales como: reducido número de empresas emisoras, alta concentración de los recursos en pocas empresas grandes y elevada participación de empresas del sector financiero.

Desde un enfoque crítico, como es el de la financiarización, es poco lo que se ha profundizado sobre las implicaciones de estos hechos estilizados en la dinámica económica y sobre la posibilidad de que lo que sucede en la región no constituya la excepción a la regla mundial, definida por lo que sucede en los países desarrollados, sino que responda a formas particulares que toma el sector financiero en las economías en desarrollo. De hecho, como se mostrará más adelante, es probable que no necesariamente coincidan la profundización financiera con la financiarización. El hecho de que los mercados bursátiles no se encuentren altamente desarrollados no es un obstáculo para encontrar dinámicas de financiarización, lo que hace pertinente estudiar las formas específicas que este fenómeno toma en un país como Colombia.

2. Capítulo 2. Profundidad de los mercados financieros y de capitales en América Latina y Caribe

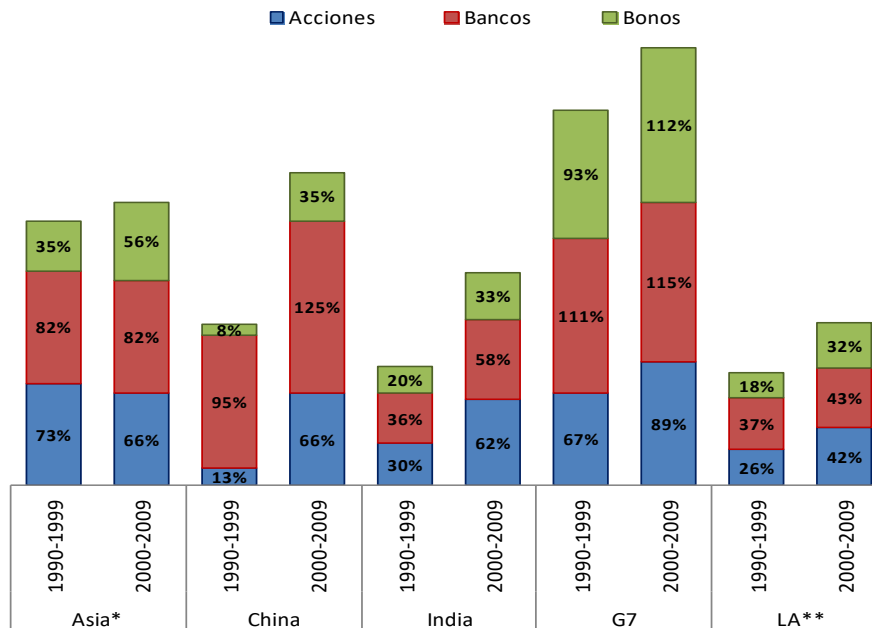
En algunos de los países emergentes de Asia el desarrollo de algunos sectores productivos fuertes de carácter exportador desde 1960 y el surgimiento de una clase media de amplio tamaño, en línea con su mayor estabilidad macroeconómica y la menor vulnerabilidad externa, se han traducido en mejoras de la calidad de vida, un mayor poder adquisitivo de la población y en la superación de algunas barreras estructurales para competir en el mercado internacional.

Al mismo tiempo, dichos avances han permitido identificar los niveles de retraso y las grandes carencias de inversión en determinadas áreas estratégicas de la economía, como la infraestructura. Es decir, la superación de las necesidades más básicas de los países emergentes, las cuales requerían un menor grado de coordinación público-privada, montos más bajos de recursos, menores niveles de riesgo y cortos plazos de ejecución para los proyectos encaminados a satisfacerlas, resultaron por evidenciar las deficiencias más amplias y estructurales de las economías y los requerimientos financieros derivados de estas. Por supuesto, dichas necesidades de inversión se han caracterizado por ser de gran magnitud y exceder la capacidad y las condiciones, en términos de monto, plazo y riesgo, de la financiación pública tradicional y del sistema bancario, motivo por el cual han demandado la conformación de fuentes alternativas de financiación.

De esta manera, durante las últimas dos décadas, las mejores condiciones económicas con respecto a los países desarrollados y las crecientes necesidades de inversión han propiciado un incremento significativo en el tamaño de los sistemas financieros de las economías emergentes con respecto al tamaño de su producción. En China, India y los países más grandes de América Latina (Brasil, México, Argentina, Perú, Colombia y Chile),

dicho crecimiento ha sido muy superior al observado en las economías del G7 y algunas economías de Asia (Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas y Tailandia), donde los sistemas financieros ya tenían un alto grado de profundidad desde la década de los 90 (Figura 2-1). A pesar de la tendencia positiva en América Latina, Jeanneau y Tovar (2006 y 2008b) mencionan que el ambiente macroeconómico, las restricciones regulatorias y la falta de una base de inversionistas institucionales mantenían a los países de la región en una posición de rezago. Como se verá en el siguiente capítulo, las modificaciones de la política económica y regulación financiera y contable en Colombia han abordado estos aspectos.

Figura 2-1: Tamaño y estructura de los sistemas financieros domésticos (% PIB)



* Incluye a: Filipinas, Indonesia, Malasia, República de Corea y Tailandia.

** Incluye a: Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Uruguay.

Bonos registra el saldo en circulación; Acciones, la capitalización bursátil; y Bancos, el saldo de cartera.

Datos: FMI, BIS y BM.

Cálculos: Didier y Schmukler, 2013.

El tamaño de los sistemas financieros de América Latina ha tenido un importante aumento que guarda relación con: 1) un entorno favorable para el desarrollo de los negocios, que según la visión ortodoxa, se basa en el hecho de que desde los años 80 el papel del Estado

ha cambiado al pasar de ejecutar una política proteccionista de comercio exterior y dirigir de manera directa la actividad económica, con bancos de carácter público, a establecer todo un conjunto de reformas y privatizaciones para incentivar la libre competencia, facilitar la disponibilidad de información y ser garante del cumplimiento de los contratos y del respeto de los derechos de propiedad. Esto a través de instituciones que regulan y supervisan el comportamiento de los agentes económicos con base en el marco legal, y en la continua actualización que se requiere ante el surgimiento de un sistema financiero más moderno, innovador y dinámico (Núñez et al., 2009); 2) las reformas tributarias y fiscales (Brasil, Chile, Perú y Colombia) que se tradujeron en una mejora de los indicadores tradicionales que desde las finanzas corporativas, y por parte de los inversionistas internacionales, se utilizan para medir el estado de las finanzas públicas; dichas reformas han estado dirigidas a hacer un manejo sostenido de la deuda en términos de denominación-plazo, diversificar las fuentes de fondeo mediante la emisión de bonos de deuda en moneda local e implementar una política contracíclica (Tovar y Quispe-Agnoli, 2008); 3) la mayor estabilidad económica, que se relaciona con las reformas fiscales, pero sobretudo con el cumplimiento de metas de inflación que permitieron llevar a cabo endeudamiento e inversiones de largo plazo y la implementación de tipos de cambio flotante; no obstante, la estabilidad que se vivió antes de 2014 tuvo mucho que ver con las favorables cotizaciones de los precios de las materias primas, lo cual quedó claro con el hecho de que cuando los precios del petróleo empezaron a caer desde un promedio de US\$100 el barril hacia \$US40, la estabilidad económica de la región se perdió; 4) la reducción del riesgo político percibido por los inversionistas internacionales a raíz del establecimiento de sistemas jurídicos más claros y confiables para invertir, que -junto con la favorable cotización de las materias primas en la década 2003-2014 (con sus implicaciones sobre los términos de intercambio y las exportaciones)- se manifestó en un incremento significativo de la inversión extranjera y en un proceso de fusiones y adquisiciones en sectores como el financiero, a partir de lo cual se esperaba dinamizar la actividad productiva en sectores tradicionales de la economía y generar mayor competencia dentro de los sistemas financieros. Estudios como el de Lee (2000) muestran que el papel de este tipo de inversionistas puede llegar a ser crucial en los mercados en desarrollo, dado que tiene la potencialidad de generar mayor competencia a través de la aplicación-difusión de buenas prácticas internacionales de carácter diferenciador, ampliar la base de intermediarios no bancarios y fortalecer el proceso de innovación financiera. Sin embargo, en muchos casos esto no ha sido un resultado palpable.

El proceso de fusiones y adquisiciones no ha estado exento de la conformación de algunas entidades sistémicamente importantes que ostentan poder para influir en el comportamiento de los mercados, como pasa en Colombia con los fondos de pensiones privados. Asimismo, la entrada de inversionistas extranjeros conlleva riesgos y vulnerabilidades, sobre todo, en economías con débiles políticas fiscales y mercados financieros poco sólidos y regulados, un ejemplo de ello ha sido lo sucedido cuando JP Morgan, uno de los más grandes bancos de inversión internacionales, aumentó la participación de los bonos de deuda de Colombia dentro de sus índices en marzo de 2014, lo que se tradujo en una fuerte volatilidad de la tasa de cambio, que no se había experimentado ni siquiera en frente a los movimientos marcados de la tasa de interés local. De hecho, una de las medidas que ha sido recientemente incorporada para hacer seguimiento a la vulnerabilidad de las economías emergentes ante hechos de implicaciones mundiales, como el incremento de la tasa de interés por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos (después de años de mantenerla en niveles reales negativos), es la participación que tienen los inversionistas internacionales en la posesión de activos locales como la deuda soberana.

Pese al mayor tamaño de los sistemas financieros latinoamericanos, tanto en la década de los noventa como en la primera década del 2000, su participación promedio anual con respecto al tamaño de la producción doméstica se ha mantenido significativamente inferior a lo presentado por las economías de Asia, China, India y los países del G7. Los países de la región latinoamericana tenían puntos de partida muy pequeños (efecto base) y las reformas del marco regulatorio financiero han sido mucho más veloces que el avance y las respuestas del mercado. Por su parte, fuera de la tendencia regional, países como Chile y Brasil cuentan con sistemas financieros que en profundidad pueden ser comparables con los de países como Australia, Italia y Noruega (Didier y Schmukler, 2013).

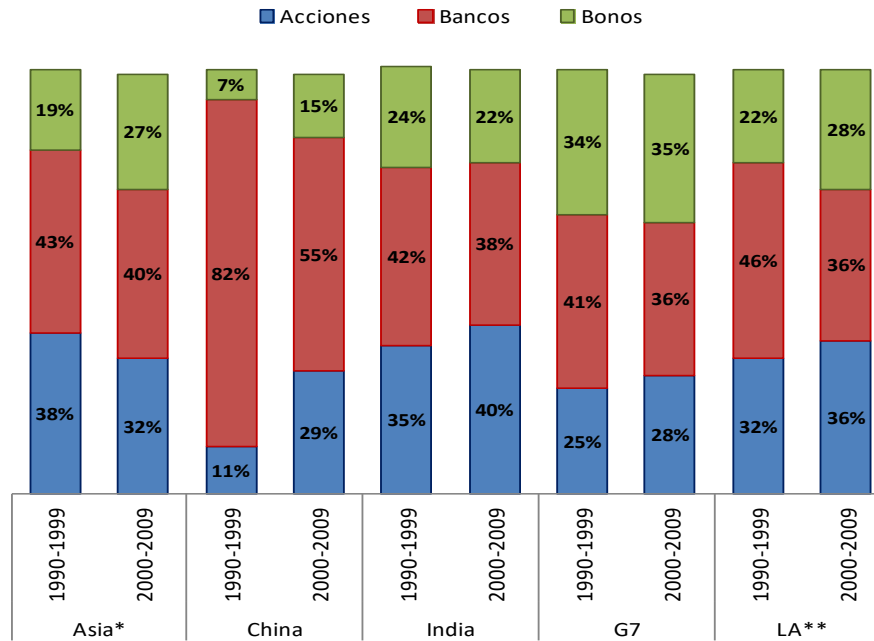
En el mercado de bonos, el nivel de profundidad presenta un alto grado de heterogeneidad entre los países de Latinoamérica. Por ejemplo, en Chile y Brasil, entre 2000 y 2009, la participación del saldo de los bonos públicos y privados en circulación con respecto al PIB anual fue de 59% y 40%, respectivamente, mientras que en Colombia fue de 15% y en

Perú de 23%. En particular, para 2014 el saldo en bonos privados con respecto al PIB era de 40% en Chile, 32% en Brasil, 18% en México y 6,8% en Colombia y Perú.

Por su parte, en el mercado de acciones, el aumento de la participación de la capitalización bursátil con respecto al PIB anual en América Latina en la primera década del 2000 se encuentra ligado, principalmente, con las mejores cotizaciones de las materias primas durante los últimos años, lo que favoreció a las grandes empresas productoras de cada país que tienden a mantener una alta participación en el mercado doméstico de renta variable. Esto es una excepción para el caso de Brasil, donde efectivamente el mercado bursátil registra un grado de avance significativo debido a la incursión de un amplio número de empresas y a la difusión e interiorización de buenas prácticas de gobierno corporativo (Núñez et al., 2009); sin embargo, hoy frente a los cambios políticos y la recesión las perspectivas no son favorables.

En general, en las distintas geografías los sistemas financieros tienden a ser más diversificados y menos dependientes a la actividad bancaria con el paso del tiempo, con lo cual la participación de la cartera de los establecimientos de crédito, aunque sigue teniendo una participación mayoritaria y sigue creciendo, lo hace en menor medida que las acciones y los bonos (Figura 2-2). En consecuencia, con respecto al tamaño total del mercado financiero, la cartera de créditos tiende a perder participación frente al saldo en circulación de bonos y la capitalización bursátil de las acciones. Estos resultados indican que el crecimiento de las economías va de la mano con el desarrollo paulatino de un mercado de capitales más amplio, interconectado y diversificado (Levine, 1997 y 2005; Levine y Zervos, 1996; y Tovar y Quispe-Agnoli, 2008), no obstante, esta conclusión de origen ortodoxo se enfrenta al sesgo de que representa los casos de economías desarrolladas o de países que experimentan un crecimiento rápido y sostenido durante periodos amplios de tiempo, a su vez pasa por alto que el crecimiento económico no solo viene ligado a un sistema financiero más amplio sino también más riesgoso (Sahay et al., 2015).

Figura 2-2: Composición de los sistemas financieros domésticos



* Incluye a: Filipinas, Indonesia, Malasia, República de Corea y Tailandia.

** Incluye a: Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Uruguay.

Bonos registra el saldo en circulación; Acciones, la capitalización bursátil; y Bancos, el saldo de cartera.

Datos: FMI, BIS y BM.

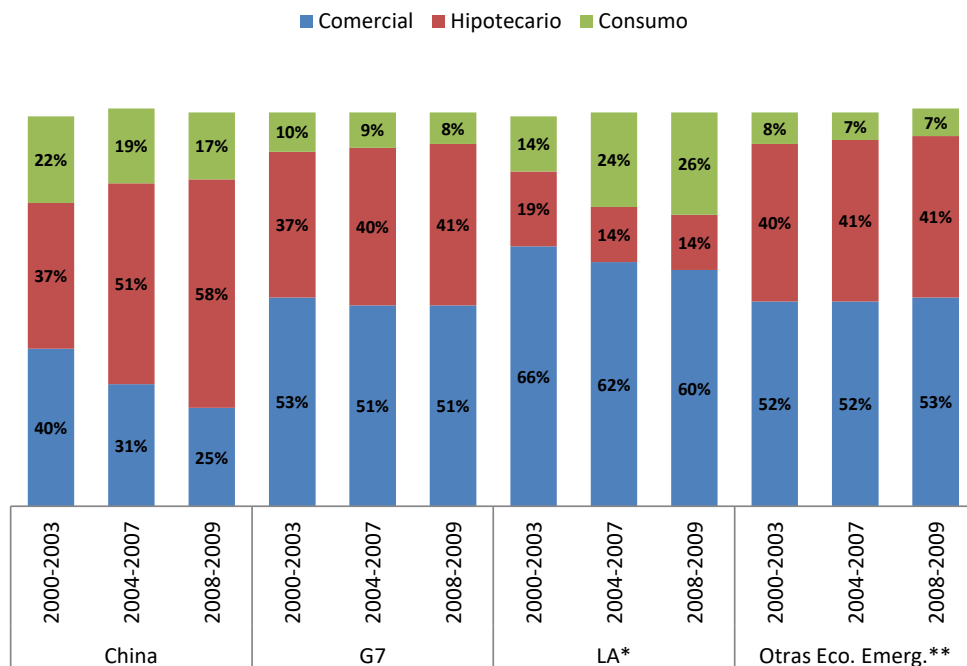
Cálculos: Didier y Schmukler, 2013.

Así, la participación promedio anual de la banca en América Latina con respecto al tamaño del sistema financiero doméstico pasó de 46% entre 1990 y 1999 a 36% entre 2000 y 2009, con lo cual presentó una de las mayores reducciones en participación, por encima de Asia, India y los países del G7. Esto puede encontrarse relacionado con el hecho de que el sector bancario latinoamericano se ha caracterizado por presentar unos ciclos mucho más largos y profundos que los observados en los países emergentes de otras regiones y los países industrializados; además la historia acumulada de inestabilidad y crisis (la más reciente de la década de los 90) ha mostrado tener efectos sobre las trayectorias de crecimiento económico de los países de la región en el corto plazo (De la Torre et al., 2012) y sobre la distribución de la riqueza (Halac y Schmukler, 2004). Lo positivo es que, al mismo tiempo, dicha historia ha servido para consolidar entidades con activos de mayor calidad que, como se evidenció en la crisis de 2008, tienen una mejor capacidad patrimonial y

margen de maniobra para enfrentar los choques financieros externos, lo cual cobra alta relevancia en el entorno de globalización económica y financiera (Kasman y Carvalho, 2013). Si bien la solvencia de los establecimientos de crédito en Colombia, Chile, Brasil, México y Perú cumple con holgura los márgenes regulatorios, existen desafíos en cuanto a la definición homogénea entre países de las clases de capital, las normas de contabilidad, la supervisión y las herramientas de manejo del riesgo, elementos que pueden afectar directamente a los bancos con presencia en Latinoamérica que operan a escala internacional.

La composición del crédito por segmentos presenta una evolución particular en América Latina (Figura 2-3). Mientras que, en China, los países del G7 y otras economías emergentes (Australia, Finlandia, Israel, Nueva Zelanda, Noruega y España) el financiamiento al consumo ha venido perdiendo participación al tiempo que aumenta la representatividad del financiamiento a la vivienda y la producción, en la región latinoamericana ha pasado todo lo contrario, esto último concuerda con una de las características de la financiarización, en lo referido a la financiación de consumo volátil. En América Latina el crédito de consumo pasó de representar en promedio el 14% de la cartera total entre 2000 y 2003 al 26% entre 2006 y 2009 y, en contrapartida, la cartera comercial pasó del 66% al 60% y el segmento hipotecario del 19% al 14%, durante el mismo periodo. Esto, sumado al alto nivel de concentración de los préstamos comerciales en pocas empresas (normalmente de gran tamaño) resulta en avances limitados en términos del financiamiento de la actividad productiva. De acuerdo con De la Torre et al., (2012): “se ha producido una expansión en el crédito bancario, pero con un sesgo a favor del financiamiento del consumo más que de la producción. El acceso al financiamiento a largo plazo (ya sea a los hogares, las empresas o la infraestructura) sigue siendo problemático”. Esto hace que el papel que en teoría debe cumplir el mercado de bonos sea crucial para canalizar ahorros hacia la inversión productiva de largo plazo, pues los establecimientos de crédito no lo hacen y esto es reconocido incluso por entidades multilaterales de corte ortodoxo.

Figura 2-3: Composición de la cartera doméstica por segmentos



* Incluye a: Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México y Perú.

** Incluye a: Australia, Finlandia, Israel, Nueva Zelanda, Noruega y España.

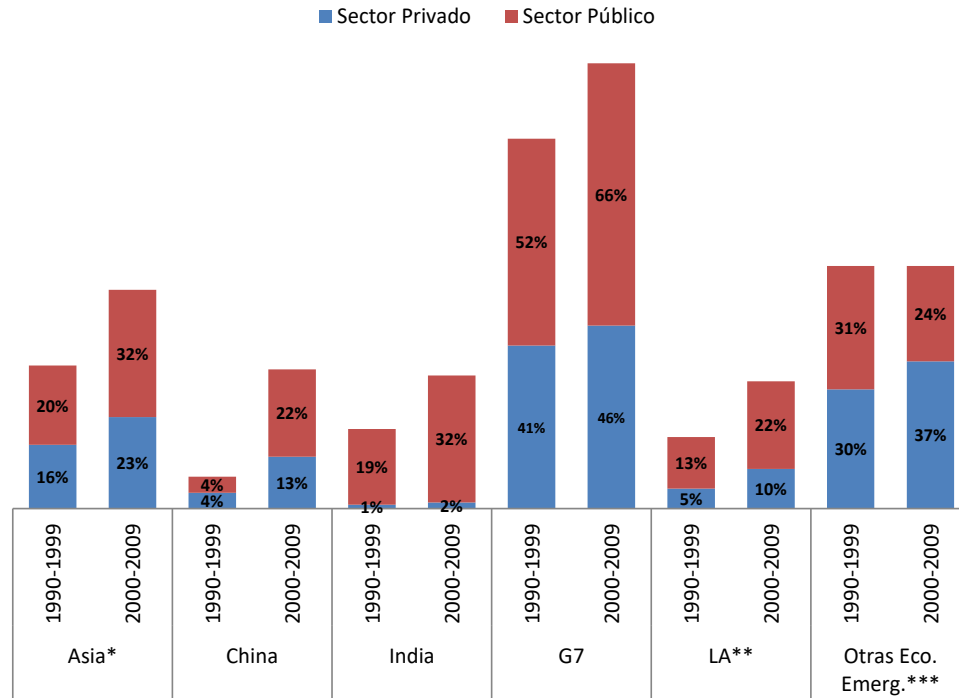
Bonos registra el saldo en circulación; Acciones, la capitalización bursátil; y Bancos, el saldo de cartera.

Datos: FMI, BIS y BM.

Cálculos: Didier y Schmukler, 2013.

En cuanto a los bonos, entre 2000 y 2009, los países de América Latina son los que presentan una menor profundidad, con una participación promedio del saldo de bonos circulante con respecto a la producción doméstica de 32%, porcentaje que se ubica por debajo de lo registrado por China, India, los países emergentes de Asia, otras economías emergentes y los países del G7 (Figura 2-4). De manera particular, aunque duplicaron su representatividad entre la década de los noventa y la del 2000, los bonos del sector privado siguen siendo una limitada fuente de financiamiento para las empresas latinoamericanas pues muestran uno de los menores grados de profundidad respecto al PIB con un promedio de 10%, muy inferior al de Asia de 23%, otras economías emergentes de 37% y los países del G7 de 46%, entre 2000 y 2009.

Figura 2-4: Composición del mercado de renta fija por sector (% del PIB)



* Incluye a: Filipinas, Indonesia, Malasia, República de Corea y Tailandia.

** Incluye a: Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México y Perú.

*** Incluye a: Australia, Finlandia, Israel, Nueva Zelanda, Noruega y España.

Bonos registra el saldo en circulación; Acciones, la capitalización bursátil; y Bancos, el saldo de cartera.

Datos: FMI, BIS y BM.

Cálculos: Didier y Schmukler, 2013.

Nuevamente destacan el caso de Chile por superar significativamente el promedio latinoamericano y mostrar un mercado de deuda corporativa profundo y más grande que el de deuda pública, aunque curiosamente menos líquido (Rubio, 2004). Tomando la participación del mercado de bonos privados en el PIB, Colombia aparece en la décimo segunda posición en América Latina y el Caribe, por debajo de Brasil, Chile, México, Perú, Argentina y Panamá en el periodo 2006-2012 (Vera y Titelman, 2013).

Como se verá más adelante, en países de América Latina, como Colombia, donde cada vez una mayor parte del crédito bancario se dirige a las empresas, el obstáculo no se centra solamente en el hecho de que el mercado de bonos sea poco profundo, sino también en que los recursos que se canalizan a través de él se dirigen a brindar financiación de mejores condiciones a empresas del propio sector financiero, quienes a su

vez se encargan de financiar a grandes empresas del sector real, con lo que los recursos para las pymes, que representan alrededor de 67% del empleo del país quedan en buena parte desprovistas de recursos de capital.

Entonces, sumado a la baja profundidad y similar a lo que sucede en el mercado de renta variable, está el hecho de que en América Latina el mercado de bonos corporativos se encuentra concentrado en financiar a grandes empresas, que en la región son un número pequeño en comparación con las empresas medianas y pequeñas. Según los datos proporcionados por Didier y Schmukler (2013), el grupo de empresas latinoamericanas que accede al mercado de bonos para la consecución de capital se redujo respecto a lo registrado en la década de los noventa y, entre 2000 y 2009, fue en promedio de 19 al año mientras que en los países emergentes fue de 27 y en economías desarrolladas de 432. Por tal motivo, tiene sentido que las cinco principales empresas emisoras de Latinoamérica concentraran en promedio el 43% de la nueva financiación otorgada por el mercado de bonos privados en la década del 2000, mostrando una tendencia creciente con respecto a la década anterior. Nuevamente el problema es que la mayor parte del top cinco de las empresas que más se financian con bonos pertenecen al sector financiero, lo que constituye un indicador de financiarización.

Mientras que las empresas pequeñas evidencian una carencia de proyectos financiables y/o que no se adaptan por completo a los parámetros de rentabilidad que exigen los prestamistas o accionistas en los mercados financieros, las grandes empresas de la región latinoamericana que cuentan con una larga trayectoria de crecimiento, cumplimiento de sus obligaciones, rentabilidad y efectividad a la hora resistir los ciclos de la economía, se caracterizan por utilizar de manera frecuente los distintos mecanismos de financiamiento (crédito, acciones y bonos), puesto que al acceder al mercado de valores, sea por la emisión de bonos, acciones o ambos, obtienen un mayor poder de negociación con los bancos, clientes, proveedores y en los mercados de capitales. El mercado da una prima de confianza ante la mayor divulgación y transparencia de información que demanda la participación en los mercados de valores, por lo que los costos de fondeo de las compañías que son emisoras recurrentes pueden reducirse sensiblemente con el paso del tiempo (Khurana, et al., 2006).

Así pues, de un lado, la emisión de bonos corporativos en los países emergentes se ha visto favorecida y ha aumentado, al tiempo que se ejecutan proyectos de inversión que comprometen un volumen de recursos significativo con respecto al tamaño de la economía y del sistema financiero local del país en el cual se desarrollan, como lo son los de plantas de energía eléctrica, carreteras, puertos, aeropuertos, redes de telecomunicaciones y servicios de agua (Mansoor y Hauswald, 2003). Por otro lado, persiste el predominio del sector público en la participación en los mercados de renta fija, mediante la emisión de deuda en moneda local, lo cual se encuentra ligado con la amplia actividad de los gobiernos latinoamericanos desde la década de los noventas para cubrir sus crecientes necesidades de recursos de largo plazo. Según Jeanneau y Tovar (2008b) y Gozzi et al. (2012), esto lo hicieron para evitar exponerse a niveles sensiblemente superiores de riesgo cambiario o generar un encarecimiento del ahorro disponible en los bancos, aún cuando la participación del sector público dentro de la cartera sigue siendo alta en comparación con la de las economías desarrolladas. En consecuencia, se ha conformado un mercado grande y líquido de deuda pública, lo cual se refleja en una curva de rendimientos que funciona como referencia en la fijación de precios para las emisiones privadas de renta fija y para evaluar portafolios de inversión de distintas entidades financieras (Jiménez y Manuelito, 2010).

Por el lado de la demanda de bonos, están los inversionistas institucionales (fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías aseguradoras y sociedades comisionistas) quienes juegan un papel relevante al administrar una porción creciente del ahorro de las economías domésticas de América Latina, además de aumentar el número de los agentes no bancarios participantes en los mercados financieros e incrementar la oferta de los instrumentos de inversión.

Aunque a partir del fortalecimiento de la figura de inversionistas institucionales en las economías emergentes, con una cuota de agentes extranjeros, se esperaba la adopción de estrategias de inversión más activas (menos activos hasta el vencimiento y mayor actividad de *trading*) que potenciaran la liquidez en los mercados secundarios y la demanda de las emisiones de los títulos de renta fija corporativa y renta variable, el avance ha sido lento debido a que estos agentes mantienen una gran parte de sus inversiones concentradas en depósitos bancarios y bonos de deuda pública, y la pequeña parte que destinan a la inversión en títulos de deuda corporativa se concentra en pocas compañías

emisoras de reconocida trayectoria y positivos resultados financieros, como las del sector financiero. Aquí es relevante mencionar que el mercado secundario se refiere a la reventa de títulos y el mercado primario a la compra de los títulos la primera vez que se emiten.

Los títulos de deuda pública se caracterizan por tener una muy buena demanda tanto en el mercado primario como en el secundario, puesto que teóricamente son la referencia de activos libres del riesgo de crédito, lo que les da altos niveles de liquidez secundaria. En consecuencia, ante requerimientos inesperados de recursos los inversionistas pueden vender los papeles de deuda pública de manera inmediata sin tener que realizar operaciones simultáneas que generan un costo mayor y pueden ser más difíciles de ejecutar. En este sentido, el amplio desarrollo del mercado de deuda pública ha podido tener el efecto colateral de que, llegado un punto y junto con la regulación a los inversionistas institucionales, puede hacer más lento el desarrollo del mercado de deuda privada y, con ello, el movimiento de los recursos hacia la financiación de las empresas. Esto último en caso de que el mecanismo realmente funcionara para los propósitos que fue creado.

De esta manera, en el mercado de deuda se tendría un fenómeno similar al *crowding out* del sector bancario, que consiste en el aumento de la tasa de interés de la economía ante una creciente demanda de recursos del sector público, pero que consiste no en un aumento de la tasa de interés para el fondeo, sino en una menor disponibilidad de recursos para financiar las empresas que participan en el mercado de deuda (Aguilar et al., 2007). El punto es que los beneficios de financiar la deuda del gobierno son mayores y los riesgos son menores en comparación con los de financiar la deuda o el capital de las empresas, sobre todo de aquellas pertenecientes al sector real.

Al igual que cuando la banca tiene una gran vulnerabilidad ante la situación del sector público, por la concentración de su cartera en las entidades de este tipo, una tenencia dominante de los bonos de deuda pública en los portafolios de inversión de las entidades financieras (tanto bancos, como fondos de pensiones e inversión) implica asumir riesgos de mercado, que podrían verse intensificados en un contexto como el actual de: 1) menor crecimiento de los países emergentes de Asia, quienes se habían convertido en una fuente de demanda para las materias primas y en el origen de cotizaciones al alza durante varios

años; 2) reducción de los precios del petróleo, que constituyen una fuente de ingresos importantes para los soberanos de América Latina; 3) menores flujos de inversión ante una recuperación de las economías desarrolladas o ante las menores perspectivas económicas de las economías emergentes; y 4) la paulatina reducción de la abundante liquidez internacional que, en su momento, favoreció la demanda de los activos de los países emergentes, cuando los principales bancos centrales del mundo (Reserva Federal de los Estados Unidos y Banco Central Europeo) buscaban fomentar la recuperación de su actividad productiva a través de políticas monetarias no convencionales. Todos estos elementos puestos simultáneamente pueden traducirse en amplias desvalorizaciones de los títulos soberanos en las economías emergentes y, por ende, en pérdidas para los portafolios de inversiones de bancos e inversionistas institucionales.

En cuanto a otras alternativas de financiación, los países de América Latina han avanzado, aunque a una velocidad menor de lo que lo han hecho otros países emergentes. El uso de los servicios de *factoring* se ha extendido, sobre todo, en países como México y Chile con procesos más estandarizados que los evidenciados en otros países de América Latina, lo cual aumenta la oferta de facturas, facilita su descuento y limita el incumplimiento de los emisores y pagadores de las mismas. Por su parte, también relacionado con la conversión de activos líquidos en títulos negociables, las titularizaciones vienen creciendo y ampliando la gama de activos subyacentes utilizados (créditos de consumo, comerciales y de vivienda, facturas y contratos futuros). Nuevamente aquí la experiencia de México es relevante y más amplia que la de otros países de la región.

Las cooperativas financieras, que normalmente no están supervisadas por la institución de cada país a la cual le compete regular la actividad de los establecimientos de crédito, se han establecido como una fuente importante para financiar los proyectos de las pequeñas y medianas empresas; sin embargo, ya han empezado a surgir algunas crisis en esos segmentos de originadores de créditos, como viene sucediendo con entidades como Estraval y Elite en Colombia.

Una dinámica similar, pero en el ámbito del consumo, es la que se viene desarrollando con las entidades de venta al menor (tipo Replay y Falabella) como proveedoras de crédito a personas de ingresos bajos y medios que pueden encontrar dificultades para acceder de manera fácil y expedita a la oferta de los establecimientos de crédito; sin embargo, en los

últimos tres años la mayor parte de estas empresas han separado la actividad de originación de crédito y han hecho el trámite para convertirse en establecimientos de crédito. Transito similar al que hicieron las entidades microfinancieras en su momento.

Por su parte, los fondos de capital privado vienen consolidándose como una alternativa para la inversión y financiación de empresas medianas con buen potencial de crecimiento. Sin embargo, la persistencia de unas estructuras tradicionales en términos de la estructura de propiedad y la preponderancia de una administración familiar en las empresas de América Latina (Núñez et al., 2009), han hecho que la migración e intensidad de uso hacia estas fuentes de financiación sea más lento.

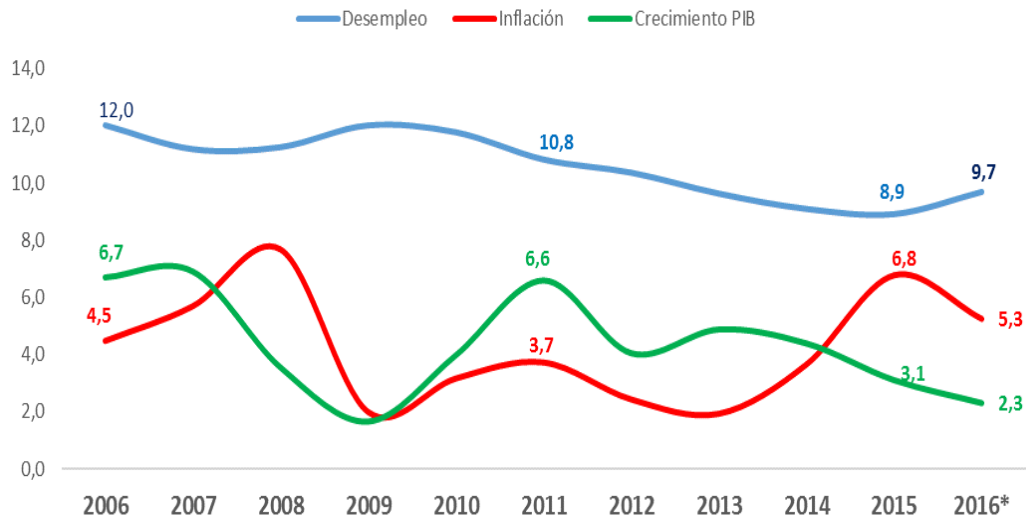
3. Capítulo 3. Entorno macroeconómico y regulatorio del mercado financiero colombiano

Entre 2006 y 2016, Colombia enfrentó los efectos de la crisis financiera internacional 2007-2009, además desde 2014 ha tenido que lidiar con la desaceleración generada por la pronunciada caída de los precios del petróleo; sin embargo, gracias al impulso de la demanda interna, el crecimiento promedio anual de la producción fue de 4,4%¹ (Figura 3-1). Por el lado de la demanda, el gasto público y la inversión fueron dinamizadores con crecimientos de 5,0% y 7,8%, respectivamente. Entre tanto, por el lado de la oferta, los sectores que mostraron un crecimiento superior al de la producción fueron: i) construcción (7,1%); ii) financiero (5,0%); iii) minas y canteras (4,8%); iv) transporte, almacenamiento y comunicaciones (4,7%) y v) comercio, reparación, restaurantes y hoteles (4,6%). De otro lado, en línea con el desempeño de la producción, la tasa de desempleo ha seguido una tendencia decreciente al pasar de un promedio mensual de 12,0% en 2006 a 9,7% en lo corrido hasta agosto de 2016. Detrás de este comportamiento, uno de los elementos que más se destaca son los ajustes tributarios de la reforma realizada en 2012, entre los cuales se incluyó la eliminación de algunos impuestos a la contratación laboral formal, denominados parafiscales. Bajo la óptica de la teoría convencional, lo que se debería observar en el mercado de deuda privada, en línea con la evolución de la economía colombiana, sería: primero, un aumento significativo de las emisiones y, segundo, una alta participación de los sectores productivos de mayor dinamismo; no obstante, con excepción de lo sucedido en el sector financiero, dichas predicciones no se han cumplido.

¹ Departamento Nacional de Estadísticas DANE, 2016.

Por su parte, a partir de la adopción de la flotación cambiaria en 1999² y del esquema de inflación objetivo en 2001, la inflación en Colombia dejó de ubicarse en niveles de dos dígitos, como sucedió durante el último cuarto del siglo XX. Dentro del esquema de inflación objetivo, que es el utilizado en Colombia, la fijación de una meta de largo plazo por parte del Banco de la República es un elemento central y en el país se encuentra entre 2% y 4% con un objetivo puntual de 3%. Entre 2006 y 2016, la variación del índice de precios al consumidor, que es la medida utilizada para medir la inflación, registró un nivel promedio anual de 4,3% y, entre 2009 y 2014, se ubicó dentro del rango meta. Las condiciones principales para que el sistema de inflación-objetivo funcione de manera adecuada son la independencia de la autoridad monetaria, su alta capacidad técnica y una estructura económica sólida. Colombia tiene grandes retos respecto de la tercera, lo cual se evidencia en que choques externos como la caída de las cotizaciones del petróleo (a través de déficit de cuenta corriente) o fenómenos de tipo climático tienen una capacidad importante para comprometer el cumplimiento de las metas, como ha sucedido en 2015 y 2016.

Figura 3-1: Principales Variables Macroeconómicas



Fuente: Datos Dane. Cálculos propios.

² Régimen de política cambiaria en el que se deja flotar el tipo de cambio y, únicamente para reducir la volatilidad, la autoridad monetaria realiza intervenciones discretionales que son esterilizadas, a través de la emisión de títulos de control monetario.

De acuerdo con la teoría económica convencional, la consolidación de una moneda local como reserva fiable de valor que pudiera servir de soporte de los contratos financieros de largo plazo (De la Torre et al., 2012) y de una curva de deuda pública que funciona como referente para las valoraciones y las emisiones del sector privado (Rojas y González, 2008; Jiménez y Manuelito, 2010) son dos aspectos claves para el desarrollo, estabilidad y viabilidad de los mercados de valores, puesto que brindan un entorno de menor incertidumbre para emisores, en términos del costo real de endeudamiento, y para los inversionistas con respecto a la rentabilidad real de sus inversiones (Aggarwal et al., 1999). Asimismo, estudios como el de Sibanda y Dubihlela (2013) muestran que bajo entornos de alta inflación se activan muchos mecanismos que impiden el avance de los mercados de bonos. Para el caso de Colombia, Villar (2008) destaca que sin la reducción y mayor estabilidad observada en la inflación habría sido imposible pensar en un mercado local de deuda pública en el que se emitieran bonos con duraciones superiores a los quince años y que pagan una tasa de interés fija. Sin embargo, como se mostrará más adelante, el beneficio de la inflación, aunque es claro para el mercado de bonos de deuda pública, no es evidente para los de deuda corporativa.

Además del comportamiento de las variables macroeconómicas básicas, en Colombia la acción de los gobiernos e instituciones políticas y económicas se ha guiado al cumplimiento de algunos de los requisitos que han sido destacados por autores de corte ortodoxo como claves para el desarrollo del mercado de deuda corporativa (Cecchetti et al., 2000, Bernanke y Gertler, 1999 y Fisher, 1975) y que consisten en: 1) la realización de reformas orientadas a dar mayor claridad a los sistemas jurídicos, regulatorios y contables para el sector financiero; 2) la implementación de la disciplina en las finanzas públicas; y 3) la optimización del sistema tributario. En los dos primeros aspectos se han dado ajustes más claros que en el tercero, pues a pesar de que se han realizado cuatro reformas tributarias con carácter “estructural” entre 2006 y 2015, y de que en el último trimestre de 2016 se está tramitando la más reciente, hasta el momento las mejoras en materia de equidad y eficiencia han sido menores (Londoño y Alvaredo, 2014). A continuación, veremos cómo Colombia ha seguido paso a paso la receta ortodoxa utilizada en las economías desarrolladas para profundizar sus mercados crediticios y de capitales.

En 2001, la Superintendencia de Valores y la Superintendencia Bancaria se unieron para crear la Superintendencia Financiera de Colombia, con lo cual el nuevo ente regulatorio pasó a concentrar varias actividades que le permiten no sólo vigilar las entidades individualmente sino también, con mayor profundidad, las relaciones que subyacen las opacas estructuras conglomeradas características de las entidades financieras de los países de América Latina. La Ley 964 de 2005 (Ley del Mercado de Valores) y el Decreto 4327 de 2005 han estado dirigidos, asimismo, a fusionar las labores de supervisión del mercado intermediado con las del mercado de valores. Esta unión ha mostrado ser un factor favorable, puesto que uno de los elementos explicativos detrás de la crisis financiera internacional de 2008 fue que la regulación se llevaba a cabo de manera separada entre la banca comercial y la banca de inversión. En este sentido, Colombia ya acumula varios años perfeccionando el enfoque de regulación conjunta de los dos tipos de banca, mientras que en países como Estados Unidos a través de la abolición de la Ley Glass-Steagall en 1999, se tomó un camino opuesto.

La Ley 964 de 2005, encargada de dictar las normas, objetivos y criterios del gobierno para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público, se ha convertido en el marco principal de referencia en el mercado de capitales y contiene gran parte de las reglas de juego en lo que concierne a las actividades relacionadas con la captación de recursos del público y la adopción de buenos estándares de gobierno corporativo. En términos puntuales, dicha ley contiene la reglamentación de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) que es la entidad encargada de las actividades de liquidación y compensación de títulos para los sistemas de negociación y registro, formaliza el esquema de autorregulación, incluye la creación del Sistema Integrado de Información del Mercado de Valores, regula al primer y segundo mercado y especifica el papel del Gobierno Nacional (Leiton, et. al, 2014).

Vale aclarar el primer y el segundo mercado son diferentes al mercado primario y secundario, pues mientras que en los primeros la distinción viene dada por el tipo de inversionistas (generales, en el primer mercado, y profesionales, en el segundo mercado), en los segundos lo importante es si es compra inicial (mercado primario) o reventa de títulos valores (mercado de secundario). En particular, el segundo mercado es la alternativa que se planteó en Colombia para que las empresas de menor tamaño y mayor riesgo

pudieran acceder a los mercados de bonos sin cumplir con todos los requerimientos que se exigen en el primer mercado a las empresas de mayor tamaño, por ello mismo los supervisores obligan a que los inversionistas del segundo mercado sean profesionales y puedan evaluar por su propia cuenta los riesgos de los activos que compran. En Colombia empresas como Cemex y Bancamía han utilizado el segundo mercado para sacar sus bonos; sin embargo, contrario a lo esperado, el uso de dicho mercado por parte de las empresas en general ha sido muy bajo. Algo parecido, a lo que sucedió con el programa Colombia Capital que desde 2005 buscaba capacitar a las empresas para ingresar al mercado de valores, pero por falta de resultados se cerró en 2011.

La adopción de buenos estándares de gobierno corporativo se ha impulsado entre 2005 y 2007 con la elaboración del Código de Mejores Prácticas Corporativas de Colombia, conocido como Código País, que se encuentra basado en el Código Andino de Gobierno Corporativo de la Corporación Andina de Fomento (CAF). Este manual busca servir a la profundización del mercado de capitales colombiano, reduciendo la distancia entre emisores de valores e inversionistas, es decir, aumentando la confianza en el mercado público de valores. La idea es mejorar la transparencia en cuanto a la estructura societaria, los conflictos de intereses y los mecanismos de control en provecho de la información que pueden tener los inversionistas para comparar distintos emisores en aspectos no necesariamente financieros o intangibles, lo que también resultaría en beneficiar a las entidades que se financian con recursos del público. La aplicación de las medidas contenidas en el Código País es voluntaria; sin embargo, las entidades financieras tienen por obligación rendir informes de los niveles de aplicación de dichos principios y el objetivo es que ello se dirija a que las empresas “cumplan o que expliquen”, aunque en Colombia esto último sigue siendo facultativo. Para la realización y actualización de dicho código, que en Colombia se hizo por última vez en 2014, trabajan de manera conjunta las empresas, los gremios, los supervisores, los inversionistas y los proveedores de infraestructura.

De otro lado, el Decreto 4800 de 2010 eliminó la exigencia de que los inversionistas extranjeros (fondos de inversión internacionales) tuvieran que crear un fondo de capital privado para invertir en el mercado de valores de Colombia, lo que explica en buena medida que la inversión extranjera directa de portafolio pasara de un saldo negativo de US\$152 millones en 2009 a un valor positivo de US\$2.349 millones en 2010 y que, sumado

al aumento de la ponderación de la deuda pública colombiana en el índice de inversiones de JP Morgan en 2014, generó un récord de US\$12.371 millones en dicho año, saldo que ha venido disminuyendo hacia cifras cercanas a los US\$4.400 millones en 2015 y 2016.

Por su parte, la colaboración entre la Superintendencia Financiera y el Banco de la República ha permitido alinear en cierta medida los objetivos de política particulares de cada entidad desde sus diferentes marcos y niveles de referencia y acción. Según Aldana et al. (2010), la regulación colombiana se encuentra alineada para favorecer el desarrollo eficiente y sostenible del mercado de capitales, pues cumple con el requerimiento de que exista coordinación entre los entes que manejan los aspectos financieros a escala macroeconómica (Banco de la República) y aquellos que lo hacen desde las unidades microeconómicas individuales (Superfinanciera).

En materia de la adopción de estándares internacionales como las disposiciones del Comité de Basilea, que en su versión más reciente incluyen la aplicación de los requisitos de capital dispuestos en Basilea III, se destaca la implementación del Decreto 1771 de 2012, que entró en vigencia en agosto de 2013. El Decreto 1771 establece que los establecimientos de crédito deben contar con un patrimonio adecuado para salvaguardar la solvencia y garantizar los intereses de sus acreedores y depositantes. Para ello, estas entidades deben mantener una solvencia mínima total (patrimonio técnico/activos ponderados por nivel de riesgo) de 9%, pero además deben cumplir con una solvencia básica mínima (patrimonio básico ordinario/activos ponderados por nivel de riesgo) de 4.5%. De esta forma, se evidencia un avance en la definición y clasificación del capital, además se delimitan las características que deben tener los instrumentos pertenecientes al patrimonio básico ordinario y sus deducciones, con el propósito de disponer de una medida sobre el capital de mayor calidad y disponibilidad. Sin embargo, en la Ley 1771 de 2012 no se hacen requerimientos sobre el capital ordinario adicional y el capital adicional, dos componentes que son igualmente necesarios para ser utilizados en circunstancias críticas para el sistema. Más allá del decreto, es un momento en el que con la crisis de 2008 se ha abierto el espacio para reevaluar todo el esquema desde un enfoque muy crítico y las medidas de Basilea no son la excepción, pues difícilmente se puede constatar su eficiencia para evitar situaciones de insolvencia, ya que en sus versiones anteriores

tuvieron amplias dificultades para funcionar como alerta temprana del deterioro de la calidad de las operaciones y de los activos de los establecimientos de crédito.

Por su parte, en el ámbito contable, está la adopción de las normas internacionales de contabilidad financiera (NIIF) mediante la Ley 1314 de 2009 y sus decretos reglamentarios. Su adaptación a la realidad colombiana ha sido un proceso largo en el que se busca hacer una aplicación paulatina y permitir que las diferentes áreas involucradas con la generación y el reporte de información en cada compañía (sistemas, contabilidad, administrativa y legal), puedan adaptarse de manera coordinada. Para esto se estipuló un cronograma de aplicación entre 2012 y 2015, que incluye las etapas de expedición de normas (año 2012), preparación obligatoria (año 2013), transición (año 2014) y reporte (año 2015). Dentro de este cronograma se encuentran definidos tres grupos: el primero, conformado por emisores de valores, entidades de interés público y empresas grandes por tamaño de activos; el segundo, incluye a empresas medianas y pequeñas, es decir, con un menor tamaño de activos que las empresas del grupo 1; y, el tercero, se encuentra conformado por personas naturales y empresas de características particulares. Asimismo, está contemplado implementar tres tipos de NIIF: unas para pymes, otras de aplicación plena y unas específicas para entidades del estado (estas últimas en proceso de formulación).

Tanto para las empresas pequeñas como para las empresas de mayor tamaño y que cotizan en bolsa, la transición hacia el cumplimiento de las nuevas normas ha sido difícil sobre todo porque ha tenido un efecto importante en la medición del patrimonio y en la tributación. En 2015 las empresas pertenecientes al grupo 1 empezaron a reportar sus estados financieros bajo NIIF, en 2016 el grupo 2 lo hace por primera vez y, para el grupo 3, la implementación de NIIF no es obligatoria. En este sentido, solo hasta que culmine el calendario de implementación será posible evidenciar los efectos totales en términos de homogenización, comparabilidad y en la dinámica de los mercados de valores (acciones y bonos). Una de las mayores críticas que existen frente a las NIIF es que dan prioridad a la lógica del acreedor (valoración) y, en su búsqueda de la homogenización, pueden terminar por desconocer la particularidad de las finanzas públicas frente a las finanzas de las corporaciones, que responden a lógicas de eficiencia y beneficio completamente distintas. En este sentido, el enfoque de las NIIF puede implicar la financiarización económica y puede tener efectos desestabilizadores, toda vez que utiliza la contabilidad como parámetro de valoración de las firmas y reflejo de las condiciones de mercado (Gómez,

2005). Adicionalmente, en las NIIF está implícito el principio de dar prioridad a los acreedores en términos de información, valoración y homogenización; sin embargo, sobre todo para la contabilidad del sector público, la utilización de este tipo de principios es bastante problemático.

Con respecto a la disciplina fiscal, con la Ley 1473 de 2011 el Congreso de Colombia aprobó la regla fiscal como base institucional bajo el argumento de que ésta permitía llevar a cabo una política contracíclica y contribuiría a la estabilidad de la economía, además incluyó la sostenibilidad fiscal como un criterio constitucional para cumplir los objetivos del Estado sin generar un sesgo de endeudamiento. La utilización de reglas fiscales se ha venido convirtiendo en un elemento común, puesto que los países que las emplean pasaron de ser cuatro en la década de los noventa a cerca de ochenta en los años más recientes (Schaechter et al. 2012). Estas reglas consisten en la aplicación de límites numéricos, puntuales o a través de rangos, para las principales variables de política fiscal (déficit o gasto), frente a lo que existen fuertes debates empíricos y teóricos, tal como también sucede en el caso de las NIIF, respecto a las razones y enfoques que dan sentido a su implementación, pues también se parte de utilizar principios de carácter corporativo en el manejo de lo público. En particular, la utilización de reglas ha sido más frecuente en la gestión de la política monetaria, lo cual descansa en el principio de independencia de los bancos centrales, no obstante, en el plano fiscal no existe una entidad equivalente. Pese a esto en América Latina las emplean Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

En cuanto al sistema tributario, con la Ley 1607 de 2012 se llevó a cabo la última reforma tributaria. Esta consistió principalmente en: 1) la eliminación de impuestos parafiscales con el propósito de reducir la tasa de desempleo y la informalidad; 2) la creación del impuesto a la Renta sobre la Equidad (CREE), como principal mecanismo para sustituir el recaudo que generaban los parafiscales, y de una sobretasa al CREE entre 2015 y 2018; 3) la creación de dos sistemas presuntivos de determinación de la base gravable del impuesto de renta para personas naturales: el Impuesto Mínimo Alternativo (IMAN) y el Impuesto Mínimo Alternativo Simple (IMAS); 4) la ampliación de la base gravable para el tributo del impuesto de renta; y 5) la creación del impuesto a la riqueza, el cobro de tres tipos de IVA (0% canasta básica familiar y 5% medicina prepagada y alimentos procesados). En

particular para el sector financiero, la rebaja impositiva de 33% al 14% para los extranjeros en los títulos de renta fija, aprobada durante dicha reforma tributaria, ha generado movimientos pronunciados en la inversión extranjera de cartera (portafolio de bonos, acciones o derivados); no obstante, se rige por el mismo principio convencional de que la entrada de inversionistas internaciones tiene el potencial de dinamizar dichos mercados, pero minimiza el riesgo que esto puede generar en términos de volatilidad cambiaria y, en general, en los ajustes de la balanza de pagos de un país en desarrollo y con una estructura productiva débil como Colombia.

Aunque dentro de la literatura no aparece explícitamente la reforma de los fondos de pensiones como una condición para el desarrollo de los mercados de valores y, particularmente del mercado de deuda corporativa, este ha sido un aspecto transversal en América Latina, aunque cada país guarda sus matices. En Colombia, con la aplicación de la Ley 1328 de 2009 entró en vigencia el esquema de multifondos, perfiles conservador, moderado y mayor riesgo, y una nueva regulación en la gestión de activos (límites de inversión por tipo de activo e inversiones admisibles). Actualmente, los afiliados cuentan con diferentes alternativas de inversión dependiendo de factores como la edad, el ciclo laboral y su perfil de riesgo.

Estas modificaciones han generado un mayor nivel de diversificación de los portafolios de inversión de los fondos de pensiones y la demanda de activos de mayor horizonte temporal y de distintas clases, pero el efecto esperado en términos del dinamismo de los mercados de valores sigue siendo menor, sobre todo por el hecho de que ha aumentado la concentración en el sector de fondos privados de pensiones a raíz de la unión de Porvenir con Horizonte, por un lado, y Protección con Colfondos, por el otro. En consecuencia, los líderes del mercado por activos administrados, Porvenir y Protección, representan más del 60% de la industria, lo que los convierte en agentes sistémicamente importantes (en la formación de precios y la demanda de activos) y fomenta la adopción de estrategias de inversión muy similares entre los agentes del mercado (*herding behavior*), por lo que, si los líderes son conservadores, no hay espacio para la demanda de activos de mayor riesgo. Algo curioso es que, al analizar la conformación de los fondos de pensiones según tipo de activo, se encuentra que desde 2010 (cuando se implementó el sistema de multifondos) ha caído la participación de los bonos de deuda privada, pues en 2007 era de 21% y en 2014 de apenas 13%.

Aunque el efecto de este conjunto de medidas contables, regulatorias, tributarias y fiscales no ha tenido un efecto tan marcado en el mercado de capitales, o al menos no como se esperaba antes de su implementación, sí hubo un impacto positivo directo en la calificación de riesgo del soberano en moneda extranjera, que pasó de BB+ en 2011 hasta BBB en 2013³, es decir, un nivel por encima del grado de inversión que comienza en BBB-. Desde luego, esto también generó incrementos en la inversión extranjera directa y en la inversión extranjera indirecta o de cartera. Sin embargo, con las actuales presiones fiscales y monetarias, la debilidad de la balanza de pagos, que se expresa en una subida pronunciada de la tasa de cambio desde 2015, y con la materialización de condiciones internacionales adversas es probable que la calificación de riesgo se vuelva a ajustar a la baja en 2017 y, lo que ya es una realidad, la caída de la inversión extranjera directa desde 2015 de 28% anual.

A partir del año 2015 se conformó un grupo denominado Visionarios de Deuda Privada, conformado por los gremios del sector financiero, los emisores de valores y la Bolsa de Valores de Colombia. Hasta el momento han realizado informes de hoja de ruta para desarrollar aún más el mercado de capitales y, aunque no se han evidenciado resultados palpables, tienen influencia sobre los proyectos de regulación y las modificaciones que llevan a cabo entidades como el Ministerio de Hacienda y la Superintendencia Financiera.

³ Para ampliar en cuanto a la relación entre percepción de riesgo y política fiscal en el caso colombiano ver: Julio, J., Lozano, I. y Melo, L. (2012). *Quiebre Estructural de la Relación entre la Política Fiscal y el Riesgo Soberano en las Economías Emergentes: El Caso Colombiano*. Borradores de Economía, No. 693.

4. Capítulo 4. Comportamiento del mercado de deuda corporativa en Colombia y su relación con la cartera comercial

La emisión de deuda pública en moneda local se convirtió en una importante fuente de financiación del sector público a partir de la aprobación de la Constitución de 1991 y de las medidas de política que procuraban reducir la vulnerabilidad de la economía ante fluctuaciones de la tasa de cambio, así como suplir las necesidades de financiación y cumplir con las obligaciones del endeudamiento del Estado sin generar una exposición significativamente mayor del sistema financiero al sector público o producir un aumento de la tasa de interés de los préstamos por el efecto *crowding out* (Gozzi et al., 2012). De hecho, después de Brasil y México, Colombia tiene el mercado de deuda pública más líquido y profundo. Derivado de lo anterior, y a través de la utilización de figuras como las de los creadores de mercado (entidades encargadas de mejorar la liquidez de ciertos títulos), el portafolio de inversiones de los agentes más representativos del mercado (los bancos y las distintas clases de inversionistas institucionales) empezaron a tener una importante participación de títulos de deuda pública y se han encargado de convertirlos en activos de alta liquidez (alto potencial de reventa o facilidad para convertirlos en dinero). Por ejemplo, entre 2007 y 2012, de los títulos negociados en la Bolsa de Valores de Colombia, los papeles de deuda pública representaron en promedio el 76%, la deuda privada el 18% y el porcentaje restante correspondió a acciones y otros papeles (Bolsa de Valores de Colombia, 2012).

Los fondos de pensiones, que se han consolidado como uno de los principales intermediarios no bancarios de la economía, pasaron de administrar recursos⁴

⁴ Incluyendo pensiones obligatorias, voluntarias y cesantías.

equivalentes al 0,8% del PIB en 1995 a cerca del 25% en 2015. Al analizar la composición de los portafolios de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) para 2014 se observa que el 40% de los recursos estaba invertido en deuda pública, 24% en acciones y 23% en títulos extranjeros y 13% en deuda privada. Este último porcentaje es inferior al límite regulatorio de 35% para dicha clase de títulos en el portafolio del *perfil moderado*, que maneja la porción más grande de los ahorros que se encuentran en las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Además, la mayor parte de las inversiones en títulos de deuda del sector corporativo en moneda local se mantienen hasta el vencimiento, por lo que estos papeles tienen una baja liquidez en el mercado secundario. El hecho de que exista una concentración tan alta en el sector de las AFP de Colombia hace que muy pocos agentes administren un amplio monto de recursos del ahorro del país y que si encuentran dificultades de información para analizar el riesgo de crédito de activos de renta fija privados, prefieran no demandarlos e invertir los recursos administrados en otro tipo de activos.

En general, puede afirmarse que el comportamiento de la renta fija pública ha tenido un efecto positivo, en el sentido de que ha permitido alargar los plazos de los contratos de financiamiento, lo cual es fundamental para compañías que necesitan hacer inversiones seguras de largo plazo, como las aseguradoras de vida y los fondos de pensiones, y sirve como referencia para que otros agentes proveedores de recursos puedan extender los plazos de financiamiento tanto en la banca, como en el mercado de bonos corporativos. No obstante, la historia de las emisiones de deuda corporativa ha sido distinta, pues ha mostrado grandes dificultades para alcanzar altos niveles de liquidez y establecerse, tal como lo son las emisiones de deuda pública para el sector público, en una fuente de financiación estable para las empresas y proyectos, sobretudo para el sector real de la economía. Una muestra de ello, es que en Colombia hay menos de ochenta emisores de deuda privada inscritos en la Bolsa de Valores de Colombia.

Como se mencionó en el capítulo anterior, el crecimiento que ha mostrado el mercado de deuda en Colombia durante los últimos años ha tenido lugar en medio de un incremento significativo de la producción nacional de 4,3% entre 2006 y 2016, una inflación relativamente controlada de 4,3% y un amplio incremento de la inversión extranjera tanto directa (IED) como en títulos de portafolio hasta 2014, pues el país se convirtió en uno de

los principales destinos de inversión en América Latina y con la reducción de la tasa impositiva para las inversiones en renta fija (aprobada en la reforma tributaria de 2012), la inversión de portafolio creció significativamente; sin embargo, tanto la IED, como la inversión extranjera de portafolio han venido cayendo en los últimos dos años a raíz de la desaceleración económica, la caída de los precios del petróleo y las señales de recuperación de la economía de Estados Unidos que dio lugar al aumento de la tasa de interés por parte de la Reserva Federal en diciembre de 2016.

Entre 2006 y 2015, con respecto a la producción doméstica, el saldo de bonos corporativos en circulación pasó de representar el 4,2% a cerca del 6% y las emisiones del 1,2% al 1,6% (con un máximo de 2,5% en 2010). Pese a que estos resultados no son negativos, sí muestran un avance lento y paulatino, puesto que la participación del saldo de bonos de deuda privada con respecto al PIB de Colombia se ubica por debajo del promedio de 10% observado entre 2000 y 2009 en las economías más grandes de América Latina (Brasil, México, Perú, Colombia y Chile). Esto, aun cuando, este último porcentaje es uno de los menores en comparación con otras regiones del mundo.

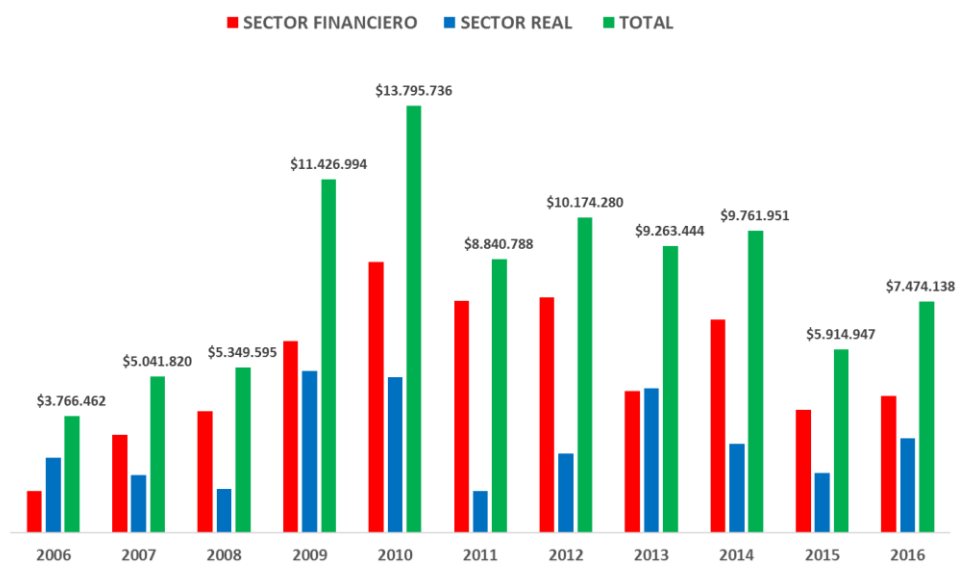
En este trabajo se presentan los datos provistos por la Bolsa de Valores de Colombia; sin embargo, no se respetan las clasificaciones por sector que realiza dicha entidad, la razón es que éstas tienden a subestimar la participación del sector financiero en las emisiones. En un primer momento se clasifican las empresas entre sector real y sector financiero, y se excluyen las emisiones realizadas por entes territoriales como Medellín, Cali y Bogotá (que en realidad constituyen recursos que financian al sector público) y por entidades multilaterales como la Corporación Andina de Fomento (CAF) y el Banco Centroamericano de Integración Económica. Sin embargo, las emisiones de las sociedades de economía mixta o cuyo objeto es la venta de bienes, servicios o capital en la economía (por ejemplo, Empresas Públicas de Medellín), fueron incluidas como emisiones del sector real o del sector financiero, según correspondiera. De forma adicional, las emisiones de los patrimonios autónomos se clasificaron dentro del sector al que pertenece el originador, pues los recursos que se obtienen con la emisión van a financiar realmente a empresas como Acueducto de Bogotá, Ecopetrol, Terranum, Homecenter, Transmilenio, Bancóldex y Grupo Financiero de Infraestructura, ya que el patrimonio autónomo solo es el vehículo para realizar la emisión. Por último, las emisiones realizadas por grupos económicos (*holdings*) se clasificaron en el sector al que pertenece la principal subsidiaria generadora

de ingresos, por ejemplo, las emisiones del Grupo Aval y de Grupo de Inversiones Suramericana se clasificaron en el sector financiero, pues incluirlas dentro del sector real implicaría no reconocer el destino hacia los mercados financieros de los recursos que captan en los mercados de deuda.

4.1 Evolución mercado de bonos corporativos 2006-2016

Como se puede ver en la Figura 4-1, entre 2006 y 2010 las emisiones de deuda corporativa tuvieron un aumento sostenido, lo que se explica por un endurecimiento de las condiciones de liquidez en la economía que llevó a las entidades, principalmente del sector financiero, a buscar recursos en el mercado de bonos. Así, los títulos de renta fija empezaron a tener una importancia creciente y significativa en los pasivos de los bancos desde 2007 y, aún cuando el valor total de las emisiones desde 2011 ha variado, la representatividad del sector financiero se ha mantenido.

Figura 4-1: Emisiones de bonos 2006-2016 (cifras en millones)

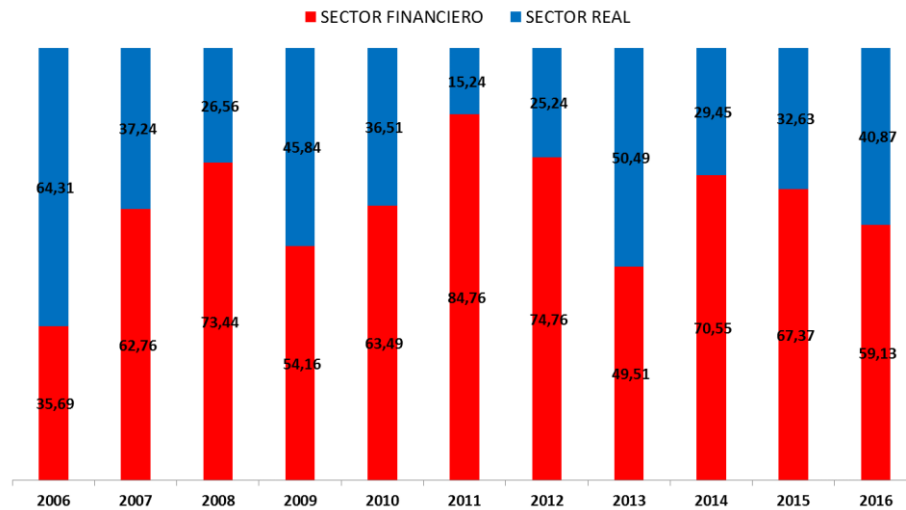


Fuente: Datos de Bolsa de Valores de Colombia. Cálculos Propios.

Por su cercanía con el mercado de capitales y, ante la necesidad de alargar la duración del pasivo y obtener fondos en momentos de baja liquidez para mantener las colocaciones, los establecimientos de crédito se han vuelto emisores recurrentes en el mercado de deuda

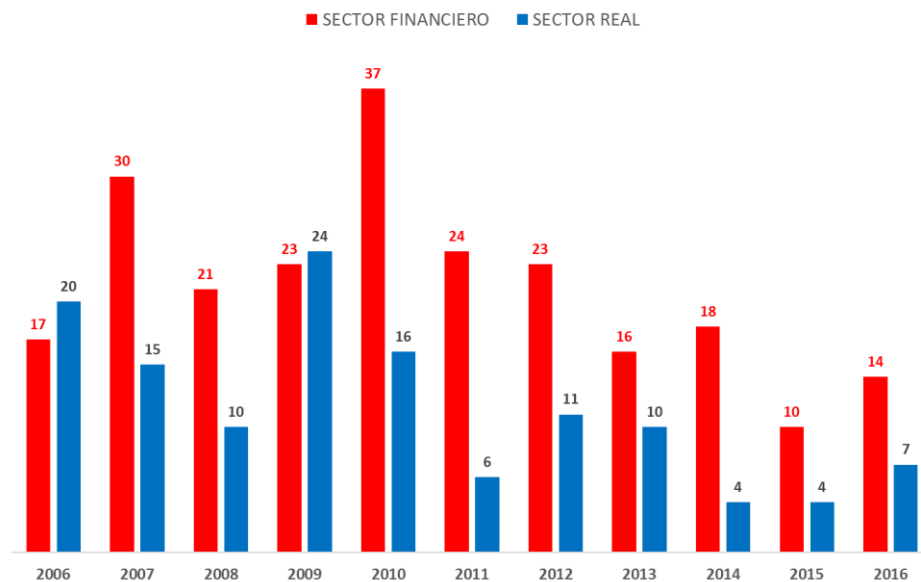
corporativa. Sin embargo, teniendo en cuenta que la mayoría de las empresas del país son del sector real, este patrón muestra una dinámica de financiarización con distintas implicaciones. Como se muestra en la Figura 4-2, la participación del valor de las emisiones del sector financiero ha sido mayoritaria en casi todo el periodo de análisis.

Figura 4-2: Participación valor emitido por sector 2006-2016



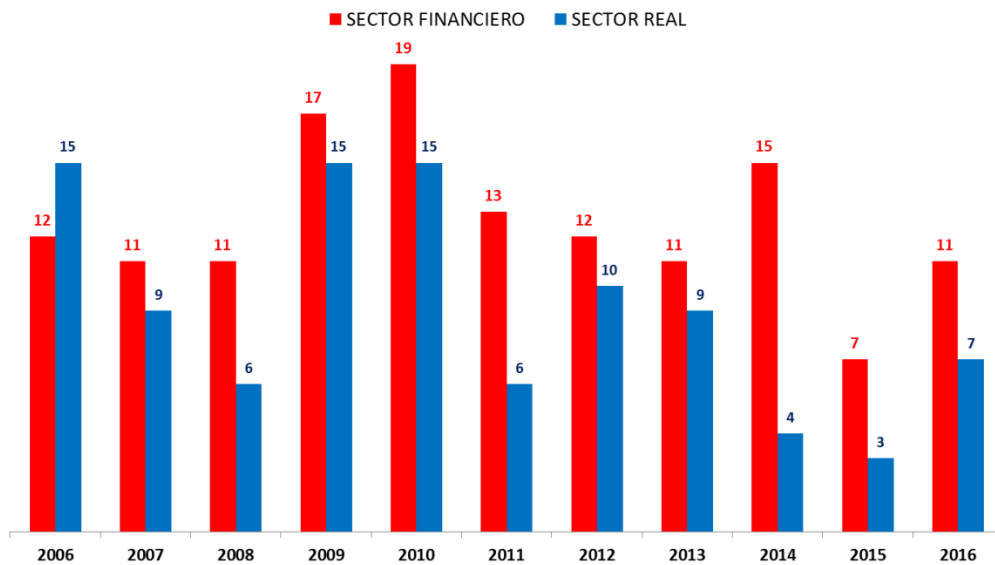
Fuente: Datos de Bolsa de Valores de Colombia. Cálculos Propios.

En 2006, 2009 y 2013 el valor de las emisiones de algunas entidades del sector real ha sido significativas, pero no hay una tendencia clara ni un predominio. Este comportamiento se contrapone a la idea de que el desarrollo del mercado de capitales y el crecimiento económico, vía financiación del aparato productivo, van de la mano. Como muestra la Figura 4-3, el sector financiero no solo realiza emisiones de deuda de mayor valor, sino que sus empresas también emiten de manera más frecuente en lo corrido del año. En general, el sector real cuenta con pocas empresas que realicen emisiones recurrentes (al menos cada dos años), pues entre 2006 y 2014 el 75% hicieron una sola emisión de títulos. Esto se convierte en un círculo vicioso, pues la falta de dichos emisores recurrentes en el sector real afecta la liquidez de los títulos emitidos por este tipo de empresas, ya que hace que para los demandantes se dificulte tener referencias para evaluar el riesgo de crédito de un determinado emisor. Por ejemplo, los fondos de pensiones y otros agentes del mercado prefieren no demandar títulos de bajo monto del sector real porque analizar su riesgo de crédito implica mayores esfuerzos ante la falta de información, en comparación con los títulos del sector financiero.

Figura 4-3: Número de emisiones por sector 2006-2016

Fuente: Datos de Bolsa de Valores de Colombia. Cálculos Propios

Pese a que el número de entidades del sector real es muy superior a las del sector financiero, el número de estas últimas que emplea el mercado de deuda es mayor (Figura 4-4). En el periodo 2006-2016, del total de los emisores corporativos que fueron por recursos a los mercados de deuda, el 57% eran del sector financiero y el 43% restante del sector real. Por ende, la falta de emisores recurrentes del sector real es un elemento que cierra la puerta de entrada a muchas empresas que aún no han emitido en el mercado de valores y que se ven obligadas a utilizar otros mecanismos de fondeo más tradicionales como el crédito bancario (cerca del 50% de sus pasivos en 2016) y con proveedores (cerca del 30% de sus pasivos en 2016) (Leiton et al., 2014). Esto se convierte en un problema en la medida en que las empresas se vuelven dependientes a financiación de alto costo y de corto plazo, que es inapropiada para financiar proyectos de inversión de amplio horizonte temporal. Esto explica los resultados de Villareal et al. (2010) en cuanto a que los bonos no son un elemento explicativo de la creación de valor en Colombia.

Figura 4-4: Número de entidades emisoras por sector 2006-2016

Fuente: Datos de Bolsa de Valores de Colombia. Cálculos Propios.

Aún si los recursos que reciben los establecimientos de crédito a través de las emisiones de bonos se destinaran en gran medida a la colocación de cartera comercial, ello implica aumento de la intermediación y acceso a capital de corto plazo para las empresas del sector real, lo que hace que las organizaciones generadoras de valor en la economía destinen una mayor parte de sus ingresos al pago de intereses respecto a lo que pagarían si participaran en el mercado de bonos, lo que disminuye los recursos disponibles para la inversión y afecta sus perspectivas de largo plazo en la ejecución de proyectos, el cumplimiento de obligaciones y el crecimiento futuro.

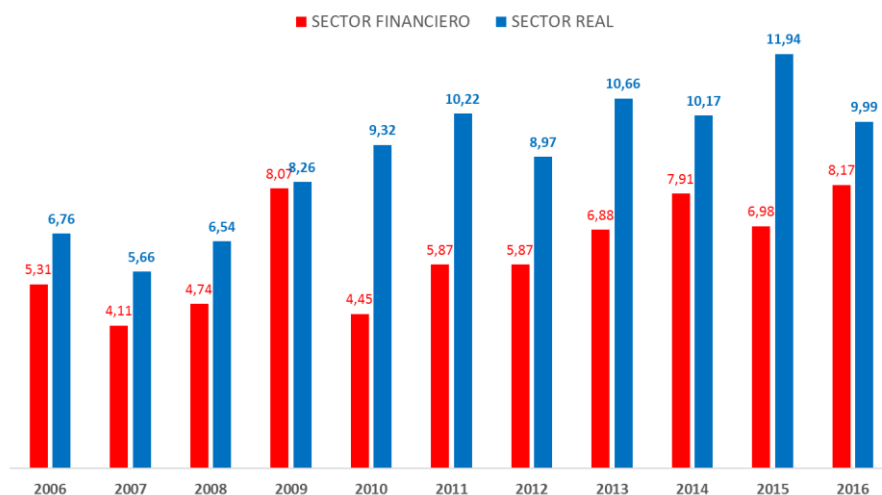
Colombia mostraría evidencia contraria a la postulada por Gozzi et al., (2012) de que el mercado de deuda corporativa permite reducir y estabilizar el costo de capital de las firmas, lo que fomenta el crecimiento económico. Si las firmas que mejoran el costo de acceso a recursos financiero son mayoritariamente las del sector financiero, el canal a través del cual se alcanza el crecimiento económico no se activa.

Los bonos de deuda se han convertido en una fuente de financiamiento relevante para los establecimientos de crédito de Colombia desde 2007, lo cual sumado con las colocaciones de CDT de tesorería que tienen amplios plazos de vencimiento y que no se realizan a través de los mercados públicos de valores, ha potenciado el rápido crecimiento de la

cartera desde 2010, no obstante, el aumento de las colocaciones de los principales bancos del país ha estado dirigido principalmente por el crédito de consumo, que es uno de los indicadores de financiarización postulados por la visión crítica (Orlean, 1999), y no ha significado una mayor diversificación en los deudores del sistema financiero. Por ejemplo, si se observa el caso de la cartera comercial, se tiene que en 2013 el 90% estaba concentrado en el 7% de los deudores. Por ende, la concentración del riesgo de crédito en el sistema financiero colombiano no se ha disminuido y siguen siendo muy pocas las empresas que concentran el uso de los recursos de capital de la economía, la mayoría de ellas a través del sistema bancario, pues no utilizan el mercado de bonos.

Las entidades del sector financiero se caracterizan por contar con altas calificaciones de riesgo en escala local, superiores a las de las compañías del sector real. Como consecuencia, entidades como las fiduciarias, que pasaron de tener el 13% de los títulos de deuda corporativa colombiana en 2007 al 44% en 2014, convirtiéndose en los mayores demandantes, prefieren los bonos del sector financiero pues son de mayor monto y tienen un menor plazo que los de las empresas del sector real (Figura 4-5). La razón detrás de este comportamiento es que las fiduciarias tienen una alta responsabilidad en la administración de los recursos a su cargo y prefieren asumir menores riesgos con títulos de mayor monto, mejor calificación y menores plazos de vencimiento, es decir, más sencillos de administrar operativamente.

Figura 4-5: Plazo en años de las emisiones por sector (plazo ponderado por monto)



Fuente: Datos de Bolsa de Valores de Colombia. Cálculos Propios

La principal consecuencia de la dominancia del sector financiero en las emisiones de bonos de deuda corporativa es que este último mercado no está desempeñando el papel de mitigar el comportamiento procíclico de la banca, lo que es contrario al mecanismo de operación expuesto en los trabajos de Levine (2005), Fink et al. (2003), y Jeanneau y Tovar (2008a). Entonces, el mercado de bonos corporativos en lugar de reducir la intermediación en la economía colombiana, la estaría ampliando y, con ello, generando mayor vulnerabilidad ante los ciclos contractivos y expansivos e inestabilidad financiera (Treek, 2009), un resultado que estaría más en línea con las dinámicas de financiarización que con las de profundización financiera.

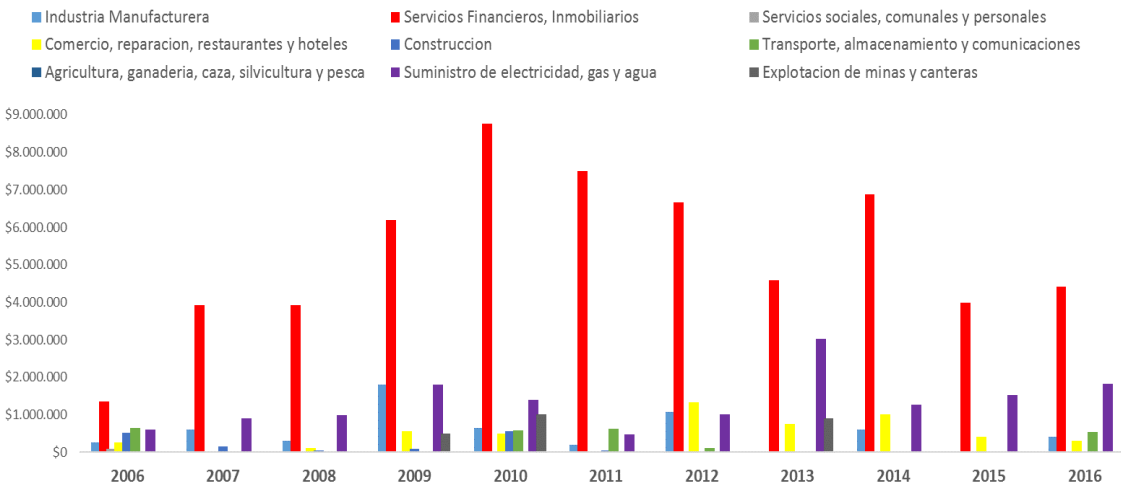
A este punto se evidencian dos de las características de la financiarización mencionadas por Palley (2007): la mayor relevancia del sector financiero respecto al sector real (en este caso particular dentro del mercado de bonos) y la transformación de ingresos del sector real a ingresos del sector financiero, a través de un creciente flujo de pago de intereses por préstamos que acompaña al crecimiento de la cartera. La participación del sector financiero en el valor agregado de la economía colombiana durante el periodo de análisis (2006-2016) pasó de 21% a 23%, en tanto que la industria pasó del 16% al 12% y la agricultura del 8% al 7%. Adicional, el crédito comercial se mantiene como la principal fuente de financiación de las empresas, con lo que los pagos de interés y el endeudamiento se mantienen en los niveles históricos más altos, de más del 50% en 2015.

En comparación con la oferta de títulos de deuda del sector real, la oferta de bonos del sector financiero ha mostrado ser menos elástica frente al comportamiento de la tasa de intervención de la economía. Esto es uno de los factores que puede explicar que, dada la creciente participación de las emisiones del sector financiero, los movimientos de la tasa de intervención del Banco de la República no tengan un efecto significativo en el comportamiento de las emisiones de renta fija corporativa, como lo ilustra el modelo de regresión múltiple desarrollado más adelante.

Más allá de la clasificación general entre sector financiero y sector no financiero, es relevante entrar a la clasificación de las empresas por grandes ramas económicas. Como se puede ver en la Figura 4-6, además de la preponderancia ya mencionada en cuanto a la participación del sector financiero, aparecen otros sectores de la economía real que

tienen participación significativa en las emisiones de deuda, como lo son los de servicios públicos (electricidad, gas y agua) y, en algunos años en particular, la industria (2007, 2009, 2012 y 2014) y el comercio (2012-2014). Según Aguilar et al. (2007) los sectores económicos en donde los bonos tienen mayor representatividad en los pasivos, tienen mejor calidad de cartera y enfrentan mejor los períodos de crisis. Entonces la concentración por sector económico puede tener implicaciones negativas para estabilidad macroeconómica y financiera.

Figura 4-6: Emisiones corporativas por grandes ramas (cifras en millones)

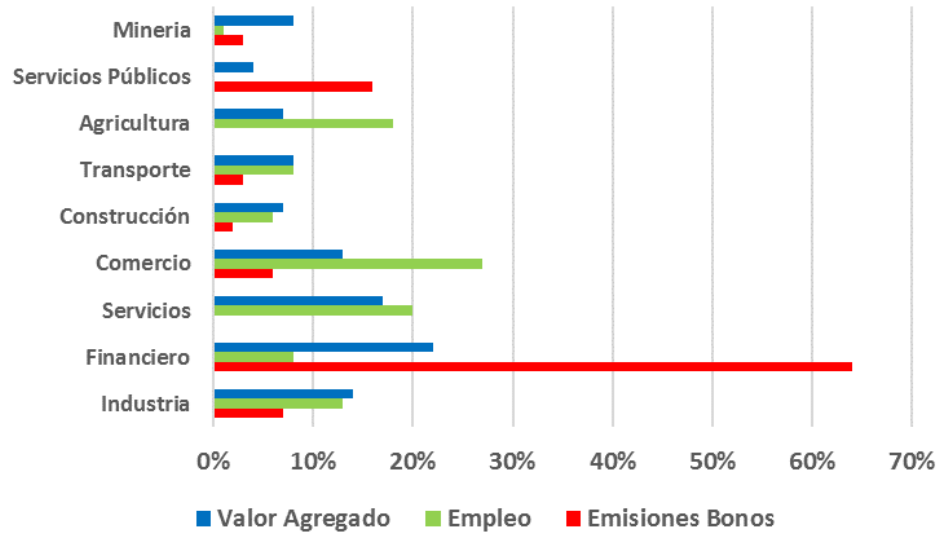


Fuente: Datos de Bolsa de Valores de Colombia. Cálculos Propios

Entre 2006 y el tercer trimestre de 2016, los sectores que generaron el mayor número de empleos en Colombia fueron comercio (27%), servicios (20%), agricultura (18%) e industria (13%); en conjunto, los empleados de estas ramas productivas representaron el 78% del total de ocupados del país (Figura 4-7). Estos mismos sectores representaron cerca del 50% del valor agregado en la economía, pero tan solo el 12% de las emisiones de deuda corporativa de dicho año. Esto muestra que los sectores más importantes en términos de generación de empleo y, exceptuando al sector financiero, en términos de valor agregado, son los que menos disponen de la financiación que se canaliza a través de los mercados de deuda y, por ello mismo, son los sectores más dependientes a la financiación bancaria. Nuevamente se llega al punto de que el mercado de bonos corporativos no es una herramienta útil en la generación de valor agregado en el sector real y tampoco favorece la creación de empleo, por lo que la presumida relación ortodoxa entre mercados

financieros y crecimiento económico (Levine, 2005) se pone a prueba a la luz de estos datos.

Figura 4-7: Participación en empleo, valor agregado y emisiones bonos grandes ramas



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia y DANE.

Empleo: registra el número de ocupados.

En este orden de ideas, es factible que la cartera comercial no tenga un impacto significativo en la emisión de bonos de deuda corporativa, puesto que, en primer lugar, los establecimientos de crédito pueden utilizar los recursos obtenidos a través del mercado de deuda para financiar cartera no comercial, lo cual podría estar alimentando la tendencia de que la financiación que antes tenían las empresas se va trasladando al consumo (señal de financiarización) y, segundo, como las empresas del sector real que se fondean con los recursos de los establecimientos de crédito son un mayor número y distintas a las que se fondean en el mercado de renta fija (principalmente financieras), ante cambios en la oferta crediticia difícilmente los deudores de la cartera comercial pueden recurrir a la emisión de deuda de forma rápida, como lo ilustrarán los resultados del modelo de regresión.

De alguna manera, casos como el del sector de electricidad, gas y agua (servicios públicos), que entre 2006 y 2016 concentró el 16% del valor emitido en el mercado de deuda corporativa, pero tan sólo aportó el 4% del PIB y menos del 1% del empleo nacional, evidencia el importante soporte del Estado a esta clase de entidades, en las que

normalmente guarda participación y poder de decisión, y manifiesta de manera indirecta la preferencia de los demandantes de títulos por el riesgo soberano, así como el énfasis de las compañías con enfoque público a endeudarse a largo plazo y por montos considerables para financiar sus amplias necesidades de inversión relacionadas con la construcción de plantas de energía eléctrica, redes de telecomunicaciones y servicios de agua, como ha sucedido en muchas economías emergentes (Mansoor y Hauswald, 2003). En el futuro, las grandes inversiones proyectadas para infraestructura podrían abrir el camino para profundizar el mercado y generar mayor dinamismo; sin embargo, sería deseable que existieran otras alternativas para las demás ramas productivas del sector real. Según cálculos de Anif y Correval (2013), en caso de mantenerse la participación promedio registrada por el sector real y el sector financiero entre 2004 y 2012 en el mercado de deuda corporativa, para 2020 el valor de las emisiones mantendría una participación de 1,6% en el PIB nacional. Adicionalmente, en caso de que dicho mercado logre suplir las necesidades de infraestructura del país, en el marco de la Ley 1508 de 2012 que reglamenta las asociaciones público-privadas (APP), como lo ha hecho en Chile, las emisiones de renta fija pasarían de representar un 1,5% a un 2,4% del PIB.

Hasta este punto, el análisis de la estructura de las fuentes de financiación de la economía por sector económico evidencia que los sectores más importantes en Colombia, en términos de valor agregado y empleo, son altamente dependientes a la financiación bancaria y que las emisiones de renta fija difícilmente constituyen una alternativa de financiación estable y de largo plazo para dinamizar la actividad del sector real. La cartera de crédito comercial alcanzaba un saldo bruto cercano a los \$350 billones en 2014, en tanto que el saldo de bonos de deuda corporativa era de \$51 billones, es decir, la cartera comercial era siete veces mayor que el valor de los bonos de las empresas, aún incluyendo financieras y no financieras; de hecho, la cartera de consumo a esa misma fecha de cerca de \$200 billones, era cuatro veces mayor al saldo de bonos. Por otra parte, mientras que la cartera financia varios sectores y múltiples empresas, los bonos han financiado históricamente pocas y grandes empresas de determinados sectores, como el propio sector financiero, que mantienen una importante participación en las emisiones año a año, por lo que no es claro que los ahorros que administran los agentes distintos a los bancos efectivamente sean canalizados hacia la inversión productiva.

Teniendo en cuenta que la gestión del balance del sistema bancario colombiano y las decisiones de oferta de crédito son altamente procíclicas (Hamann et al, 2013) ante un entorno económico de contracción o desaceleración, la menor oferta de crédito afecta directamente y con mayor intensidad la disponibilidad de recursos financieros para los sectores de mayor importancia en la economía, con lo cual los ciclos pueden volverse más largos y profundos, con pérdidas significativas en el empleo y en la competitividad de las ramas productivas que generan alto valor agregado, es decir, el ciclo económico se transfiere al ciclo financiero y empresarial. Asimismo, en periodos de crecimiento muy elevado de la cartera de créditos, que conllevan a menores niveles de solvencia y de calidad del activo (Amador et al., 2013), el posterior endurecimiento de las colocaciones limitaría la ejecución de proyectos de inversión de alto impacto en el sector real.

En términos de oferta y diversidad de papeles en el mercado de renta fija corporativa, se desprende que el incremento de los saldos promedio emitidos entre 2006 y 2016, no se ha traducido en una mayor diversidad de títulos disponibles en términos de los sectores a los que pertenecen las entidades emisoras de los mismos. Si a esto se suman los límites para invertir en títulos de deuda corporativa, según calificación y nivel de liquidez, tiene sentido que los intermediarios (grandes inversionistas) prefieran demandar títulos de deuda pública que computan por el 100% de su valor dentro de los indicadores de liquidez (los títulos de deuda corporativa computan por 3/7 de su valor) y que sirven como activo subyacente para realizar operaciones con derivados y de fondeo de corto plazo con el Banco de la República.

4.2 Bonos corporativos y cartera comercial

Aguilar et. al. (2007) a través del uso de información de firmas en el periodo 1997-2004 estiman un modelo probit y un modelo de panel de datos para encontrar algunas de las características determinantes de las empresas que emiten bonos y en los inversionistas que los demandan, así como el impacto de la emisión de bonos en la calidad de la cartera de las empresas. Encuentran que las firmas de mayor tamaño, rentabilidad y nivel de apalancamiento tienen mayor probabilidad de emitir bonos; sin embargo, un mercado más grande de deuda pública reduce dicha probabilidad, lo que indica que existe un efecto

desplazamiento entre los bonos públicos y los privados. Otro de los resultados es que el tamaño de la emisión es crítico para la demanda, esto debido a que –como se había mencionado antes- es más fácil administrar y evaluar el riesgo de títulos de mayor valor. Además, los sectores que dentro de sus pasivos muestran una participación más alta de bonos tienen mejor calidad de cartera y capacidad para enfrentar situaciones de crisis. Todo lo que apunta a que hay una fuerte presencia de autoselección en la participación en los mercados de deuda privada. Son las empresas con mayor estabilidad financiera quienes tienen acceso a distintas fuentes de financiamiento y, por ende, mejor capacidad para enfrentar situaciones adversas.

Rincón (2010) utiliza un modelo de vectores autoregresivos para estimar el efecto de distintas variables macroeconómicas y del mercado de capitales en las emisiones de bonos en el periodo 1997-2007 y encuentra que las variables que tienen un efecto más persistente son la cartera del sector financiero (inicialmente negativo y luego positivo) y la colocación de bonos de deuda pública (negativo). Por su parte, Londoño y Villa (2012) utilizan un panel de datos por medio de un sistema de ecuaciones aparentemente no relacionadas (SURE) para explicar las emisiones de deuda de las empresas entre 2006 y 2011 a partir del comportamiento del PIB de Estados Unidos, el IPC, la tasa de los TES (bonos del gobierno colombiano) y la demanda de los inversionistas. Como resultado, las dos primeras variables muestran tener una relación negativa en las emisiones y las dos últimas una positiva.

Asimismo, la Bolsa de Valores de Colombia (2012) realiza un trabajo en el que utiliza una regresión lineal multivariada para encontrar los determinantes de los volúmenes negociados de renta fija privada entre 2006 y 2011, incluyendo como variables independientes a la variable dependiente rezagada, el monto emitido, la inflación y el crecimiento económico, los índices bursátiles, la tasa de interés y la tasa de cambio, y variables relacionadas con el mercado en cuanto a los participantes, tipo de productos, precios, información e infraestructura. Como resultado, la evolución del índice COLCAP y el monto emitido de deuda privada tuvieron un efecto positivo y significativo en los volúmenes de negociación de renta fija privada. Un ejercicio similar es realizado por Mejía (2015) para explicar los volúmenes negociados de deuda privada, pero se extiende el periodo de análisis hasta 2014 y se utilizan series de tiempo (AR(2)) y Mínimos Cuadrados

Ordinarios (OLS) para la estimación. En este último caso los resultados son similares a los de los trabajos anteriores, mostrando que existe una relación negativa entre la negociación de deuda privada y la colocación de créditos de la economía, lo que brinda señales de que la relación entre bonos y crédito en un mercado en desarrollo como el de Colombia puede ser de sustitución.

Para analizar dichos resultados, en el presente trabajo se elabora un modelo econométrico de carácter explicativo con estimación mediante mínimos cuadrados ordinarios para encontrar la relación entre la colocación de créditos de cartera comercial y la emisión de bonos por parte de los establecimientos de crédito, para esto se incluirían otras variables relevantes de la economía y el sector financiero, como las que sugieren los trabajos antes revisados. La razón para hacer énfasis en la relación entre la cartera comercial y la emisión de bonos del sector financiero, es que, si bien la predominancia del sector financiero en la emisión de deuda privada tiene unos efectos macroeconómicos adversos al profundizar los ciclos económicos o, al menos, no mitigarlos, el real problema existiría en caso de que la financiación que obtienen los establecimientos de crédito no se utilice de forma significativa para financiar la cartera comercial, sino en ampliar la cartera de consumo, que es la de mayor crecimiento en los principales establecimientos de crédito del país desde 2010, lo cual es una señal de financiarización según Boyer (2000).

Se realiza la estimación de un modelo de regresión lineal multivariado con el fin de encontrar la relación estadística entre la variable dependiente y una serie de variables independientes. Los datos tienen periodicidad trimestral y las variables son: 1) dependiente (Y_i): emisiones de bonos corporativos; 2) independientes (X_{ij}): la emisión de bonos corporativos rezagada un periodo (X_1), producto interno bruto (X_2), índice de producción industrial (X_3), índice de precios al consumidor (X_4), tasa de intervención del Banco de la República (X_5) y saldo de la cartera de crédito comercial (X_6). La ecuación sería de la forma:

$$Y_i = a_0 + \sum_{i=1}^T a_j * X_{ij} + E_i$$

Donde i hace referencia al periodo y j a la variable explicativa.

Y_i es la variable dependiente en el periodo i .

X_{ij} es la variable explicativa j en el periodo i .

E_i son los errores del modelo en el periodo i .

Para el caso de algunas series fue necesario aplicar logaritmo para reducir la variabilidad (X_1 , X_2 y X_3). Después de estimar el modelo con todas las variables, la tasa de intervención (X_5) y el crédito comercial (X_6) resultan ser no significativas. Los demás resultados se resumen en la Figura 4-8.

Figura 4-8: Resultados modelo multivariado

Variable	Coefficiente	Significancia
1. Constant	564,8987221	0,00648815
2. LX1	-0,3504346	0,00705246
3. LX2	-17,8559936	0,00924131
4. LX3	4,9259707	0,00810344
5. X4	0,2536475	0,00097407
R cuadrado: 0,54		
R cuadrado ajustado: 0,43		

El hecho de que la emisión de bonos corporativos no se encuentre explicada por la tasa de intervención, que es la referencia de corto plazo de todas las demás tasas de interés de la economía, se puede explicar porque las emisiones del sector financiero han ganado una importante participación en el saldo total emitido anualmente y dicho sector se ha caracterizado por generar una oferta de títulos que es relativamente inelástica con respecto al movimiento de la tasa de interés de intervención.

Por otro lado, está también la intuitiva relación entre la cartera comercial y las emisiones de bonos, que supone la existencia de un cierto grado de sustitución o complemento entre ambas fuentes de financiación. La composición por sectores económicos de la cartera de crédito comercial y del saldo de bonos de deuda corporativa es marcadamente distinta, lo que quiere decir que las empresas de los sectores que van a fondearse a la banca, por lo general, no obtienen recursos del mercado de renta fija, como sucede con la industria manufacturera, el comercio y la construcción. Por tal motivo, es posible que los aumentos o contracciones de las colocaciones de créditos comerciales no induzcan cambios en las

emisiones, pues no necesariamente puede tomarse de manera rápida la decisión de sustituir una fuente de fondeo por otra, sobre todo, porque empezar a emitir implica llevar a cabo una serie de procesos y tramites, y en un mercado de deuda poco desarrollado, son un bajo número de entidades las que pueden cumplir con estos requerimientos en el corto plazo.

Adicionalmente, el hecho de que la evolución de la cartera comercial no afecte las emisiones de bonos, aún cuando la mayor parte de los emisores y las emisiones pertenecen al sector financiero, muestra que las emisiones de bonos no están guiadas por las necesidades de capital del sector productivo, sino por necesidades de consumo, lo cual coincide con una tendencia de financiarización. En otras palabras, el mercado de deuda corporativa no solo aumenta la intermediación en la economía, lo que de por sí ya es negativo, sino que dicha intermediación no se dirige a aumentar los recursos disponibles para financiar la inversión productiva, es decir, no van a la producción real sino a autorentabilizarse.

Los resultados muestran que la emisión de bonos en el periodo actual se relaciona negativamente con la emisión de bonos en el periodo anterior. Este resultado puede modelar los momentos de mercado, puesto que las colocaciones se caracterizan por concentrarse en unos meses, cuando las condiciones son favorables, y reducirse rápidamente cuando el panorama cambia, y como la periodicidad de las series es trimestral, alcanza a recoger dicho comportamiento intra-anual.

Por otro lado, la emisión de bonos se relaciona negativamente con la producción, lo que indica que cuando la producción disminuye se presentan mayores presiones de liquidez, entonces las empresas recurren a buscar financiación más entable en el mercado de renta fija. Este comportamiento está guiado principalmente por lo que sucede en el sector financiero y el comportamiento de los depósitos.

Por su parte, el incremento de la producción industrial suele conllevar a un aumento de las necesidades de inversión de las entidades del sector real, uno de los indicadores líderes de la economía, por lo que tanto las empresas del sector real como las entidades financieras irían a buscar recursos al mercado de deuda para financiar sus planes de crecimiento.

Por último, el aumento del nivel de precios es una señal de evolución favorable de la actividad productiva siempre y cuando las variaciones sean leves, por lo que se fomenta la ejecución de planes de expansión o crecimiento en las compañías y la emisión de deuda. Por el contrario, la reducción del nivel de precios funciona como una señal negativa para las empresas, ya que puede ser interpretado como escasez de demanda –exceso de oferta- y un panorama poco propicio para llevar a cabo planes de crecimiento que impliquen la consecución de fuentes externas de financiación. Como las emisiones indexadas al IPC se han hecho más frecuentes en los mercados financieros, aumentos moderados en este índice no afectan negativamente las emisiones.

En trabajos posteriores pueden explorarse otras alternativas metodológicas como elaborar un modelo econométrico probit multivariado de elección discreta para estimar la relación entre el nivel de bonos emitidos por las entidades financieras y su cartera comercial, utilizando un vector de características y riesgo de la entidad, un vector de variables macroeconómicas y una variable ficticia que toma el valor de 1 si el establecimiento de crédito emite bonos y cero en caso contrario. Otra opción es emplear el método de pareamiento para determinar la probabilidad de participación de las empresas financieras según sus características observadas, variables de la empresa y de la economía y determinar si la participación en el mercado de bonos afecta su colocación de cartera comercial (variable resultado).

5. Conclusiones y recomendaciones

La evidencia internacional, incluyendo a América Latina, muestra que los mercados de valores (bonos y acciones) tienden a tomar cada vez mayor importancia en los sistemas financieros locales y frente al valor de la producción doméstica, por lo que se convierte en un aspecto central analizar su funcionamiento. Si, como sucede en Colombia, se realizan todo tipo de reformas macroeconómicas, financieras, contables y regulatorias para desarrollar los mercados de deuda corporativa, pero estos ajustes solo llevan a fortalecer un mercado que profundiza las dinámicas de financiarización, es necesario buscar otros mecanismos para fortalecer la relación entre el ahorro y inversión productiva en el sector real de la economía, aumentar la productividad y el crecimiento, así como para gestionar la política económica, lo cual puede incluir tomar en cuenta los aportes de las teorías heterodoxas.

Contrario a las predicciones de la teoría convencional-ortodoxa sobre la relación entre mercados financieros y crecimiento, el mercado de deuda corporativa en Colombia entre 2006 y 2016 no constituye una alternativa de financiación para las empresas del sector real, por el contrario, aumenta la intermediación de la economía al otorgar la mayor parte de los recursos provenientes del ahorro nacional a financiar las empresas del sector financiero, principalmente los establecimientos de crédito. Este tipo de comportamientos coinciden con las dinámicas de financiarización económica expuestas por diferentes corrientes heterodoxas de la economía, puesto que refuerzan el aumento del sector financiero en la economía (participación en el valor agregado), aumenta los riesgos frente a entornos de desaceleración o contracción y hacen que las empresas del sector real sean dependientes a la financiación proveniente de los establecimientos de crédito, que se caracteriza por ser de mayor costo, y menor estabilidad y plazo.

Por sector económico, la principal conclusión es que las ramas de la producción que tienen mayor aporte conjunto en la generación de empleo y en el valor agregado de la economía son las que menos obtienen financiación en el mercado de deuda corporativa, lo que las hace más vulnerables a los ciclos de los establecimientos de crédito, al aumento de los costos de fondeo y a financiación de corto plazo que no es coherente para financiar proyectos de largo plazo.

La cartera comercial se encuentra altamente concentrada en pocos deudores que corresponden a las empresas más grandes del país, por lo que solo el 15% de los recursos de dicha cartera van a financiar a las empresas medianas y pequeñas que generan cerca del 60% de los empleos y de la producción nacional. Por ende, aún si los recursos que obtienen los establecimientos de crédito se utilizaran en ampliar las colocaciones a las empresas, el problema es que los siguen concentrando en las mayores. Sin embargo, el modelo de regresión multivariable muestra que no hay una relación estadísticamente significativa entre las colocaciones de bonos y la cartera comercial, lo que indica que los recursos que obtienen los establecimientos de crédito no se utilizan para financiar la inversión sino para ampliar el crédito de consumo, lo cual es uno de los principales indicadores de financiarización. De hecho, en toda América Latina es una regularidad que el crédito de consumo viene creciendo en participación respecto al crédito total.

Este trabajo evidencia que la financiarización puede tomar formas particulares en un país en desarrollo como Colombia que, si bien no tiene mercados financieros altamente desarrollados y profundos, puede experimentar signos de financiarización. Esto contrasta con lo evidenciado en la literatura de que normalmente la profundización financiera es la que coincide con la financiarización.

Bibliografía

Aggarwal, R., Inclan, C. and Leal, R. (1999). Volatility in Emerging Stock Markets. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 34, No. 1, pp. 33-55. Cambridge University Press.

Aguilar, C. Cárdenas, M. Meléndez, M. y Salazar, N. (2007). The Development of Colombian Bond Market. Working Papers Series No. 34. Fedesarrollo.

Aitken, R. (2013). The Financialization of Micro-Credit. *Development and Change*, Vol. 44, FORUM 2013, pp. 473–499.

Aldana, C., Aristizábal, F. y Echavarría, C. (2010). Instrumentos Regulatorios para Fomentar la Profundización del Mercado de Deuda Privada en Colombia. Análisis: *Revista del Mercado de Valores*, Vol. 1, No. 1, pp. 153-180. Autorregulador del Mercado de Valores.

Alvaredo, F. y Londoño, J. (2014). Altos Ingresos e Impuesto de Renta en Colombia 1993-2010. *Revista de Economía Institucional*, Vol. 16, No. 31, pp. 157-194.

Amador, J., Gómez, J. y Murcia, A. (2013). Loans Growth and Banks' Risk: New Evidence. Working Paper No. 763, Banco de la República de Colombia.

Asociación Nacional de Instituciones Financieras (Anif) y Correval. (2013). Ahorro e Inversión: Crecimiento Económico y Vehículos de Profundización Financiera en Colombia.

Bernanke, B. y Gertler, M. (1999). Monetary Policy and Asset Price Volatility. *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Fourth Quarter, pp. 17-51.

Bolsa de Valores de Colombia (2012). Mercado de Renta Fija Colombiano: Evolución y Diagnóstico. Estudios Técnicos de la BVC.

Boyd, J. H., Levine, R. and Smith, B. (2001). The Impact of Inflation on Financial Sector Performance. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 47, No. 2, pp. 221–248.

Boyer, R. (2000). Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis. *Economy and Society*, Vol. 29, No. 1, pp.111–145.

Cecchetti, S., Genberg, H., Lipsky, J., y Wadhvani, S. (2000). Asset Prices and Central Bank Policy. Geneva Reports on the World Economy 2. International Center for Monetary and Banking Studies. Centre for Economic Policy Research.

Dailami, M. and Hauswald, R. (2003). The Emerging Project Bond Market: Covenant Provisions and Credit Spreads. The World Bank Development Prospects Group. Policy Research Working Paper 3095.

De la Torre, A., Ize, A. y Schmukler, S. (2012). El Desarrollo Financiero en América Latina y el Caribe: El Camino por Delante. Banco Mundial. Washington, D.C.

Didier, T. y Schmukler, S. (2013). Financial Development in Latin America and the Caribbean: Stylized Facts and the Road Ahead. Policy Research Working Paper 6582. The World Bank.

Duménil, G. y Lévy, D. (2011) *The Crisis of Neoliberalism*. Harvard University Press. Cambridge, Massachussets.

Echeverry, J., Navas, V., Gómez, M. (2008). Promoviendo el Desarrollo del Mercado de Capitales en Colombia: Una Hoja de Ruta.

Eichengreen, B., El-Erian, M., Fraga, A., Ito, T., Pisani-Ferry, J., Prasad, E., Rajan, R., Ramos, M., Reinhart, C., Rey, H., Rodrik, D., Rogoff, K., Song Shin, H., Velasco A., Weder di Mauro, B. y Yu, Y. (2011). Rethinking Central Banking. Committee on International Economic Policy and Reform.

Fink, G., Haiss, P. y Hristoforova S. (2003). Bond Markets and Economic Growth. IEF Working Paper No. 49. Research Institute for European Affairs. University of Economics and Business Administration Vienna.

Fischer, S. (1975). The Demand for Index Bonds. *Journal of Political Economy*, Vol. 83, No. 3, pp. 509-534. The University of Chicago Press.

Gómez, M. (2005). Evaluación del Enfoque de las NIIF desde la Teoría de la Contabilidad y el Control. *Revista Internacional Legis de Contabilidad y Auditoría*, No. 22, pp. 149-195.

Gozzi, J., Levine, R., Martinez, M. y Schmukler, S. (2012). How Firms Use Domestic and International Corporate Bond Markets. NBER Working Papers 17763.

Guevara, D. (2015). Auge de las Finanzas y Desigualdad en la Distribución del Ingreso: Un Estudio Desde la Perspectiva de la Financiarización para Colombia 1980-2008. Repositorio Universidad Nacional de Colombia.

Guttmann, R. (1996). Les Mutations du Capital Financier. En *La Mondialisation Financière: Genèse, Coût et Enjeux*. Paris: Syros, ISBN 2841463435, pp. 59-95.

Halac, M. and Schmukler, S. (2004). Distributional Effects of Crises: The Financial Channel. *Economía*, Vol. 5, No. 1, pp. 1-68.

Hamann, F., Hernández, R., Silva, L. y Tenjo, F. (2013). Credit Pro-cyclicality and Bank Balance Sheet in Colombia. Working Paper No. 762. Banco de la República de Colombia.

Hudson, M. (2010). From Marx to Goldman Sachs: The Fictions of Fictitious Capital, and the Financialization of Industry. *Critique: Journal of Socialist Theory*, Vol. 38, No. 3, pp. 419-444.

Jeanneau, S., y Tovar, C. (2006). Domestic Bond Markets in Latin America: Achievements and Challenges. *BIS Quarterly Review*.

Jeanneau, S., y Tovar, C. (2008a). Financial Stability Implications of Local Currency Bond Markets: An Overview of the Risks. *BIS Papers* No. 36.

Jeanneau, S., y Tovar, C. (2008 b). Latin America's Local Currency Bond Markets: An Overview. *BIS Papers* No. 36.

Jiménez, L. y Manuelito, S. (2010). Los Mercados Financieros en América Latina y el Financiamiento de la Inversión: Hechos Estilizados y Propuestas para una Estrategia de Desarrollo. *Macroeconomía del Desarrollo Serie 107*. Comisión Económica para América Latina y el Caribe.

Julio, J., Lozano, I. y Melo, L. (2012). Quiebre Estructural de la Relación entre la Política Fiscal y el Riesgo Soberano en las Economías Emergentes: El Caso Colombiano. *Borradores de Economía*, No. 693.

Kasman, A. y Carvallo, O. (2013). Efficiency and Risk in Latin American Banking: Explaining Resilience. *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 49, No. 2, pp. 105-130.

Keynes, J. (1936). *Teoría General de la Ocupación, El Interés y El Dinero*. Buenos Aires. Fondo de Cultura Económica.

Khurana, I., Pereira, R. y Martin, X. (2006). Firm Growth and Disclosure: An Empirical Analysis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 41, No. 2. pp. 357-380.

Krippner, G. (2005). The Financialization of the American Economy. *Socio-Economic Review*, pp. 173-208.

Kristjanpoller, W., y Díaz, J. (2011). Una Nueva Estructura de Garantías para los Bonos Chilenos de Infraestructura. *Revista de Economía Institucional*, Vol. 13, No. 25, pp. 275-295. Universidad Externado de Colombia.

Lee, J. (2000). The Role of the Foreign Investor in Debt Market Development: Conceptual Frameworks and Policy Issues. Policy Research Working Paper 2428. The World Bank.

Leiton, K., Rassa, J. y Rojas, J. (2014). Mercado de Deuda Corporativa en Colombia. Borradores de Economía No. 829. Banco de la República de Colombia.

Levine, R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. (1997). *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 2, pp. 688-726.

----- Finance and Growth: Theory and Evidence. (2005). *Handbook of Economic Growth*, Vol. 1, Part A, pp. 865–934.

Levine, R., and Zervos, S. (1996). Stock Market Development and Long-Run Growth. *World Bank Economic Review*, Vol. 10, No. 2, pp. 323 – 339.

Londoño, J. y Villa, M. (2012). Evolución de la Deuda Privada en Colombia 2006-2011. Repositorio Universidad Eafit.

Mansoor, D. and Hauswald, R. (2003). The Emerging Project Bond Market: Covenant Provisions and Credit Spreads. World Bank Policy Research Working Paper No. 3095.

Mejía, A. (2015). Financiación de las Empresas en Colombia a través del Mercado de Deuda Corporativa. Repositorio CESA.

Minsky, H. (1992). The Financial Instability Hypothesis. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper No. 74.

Mohanty, M. (2002). Improving liquidity in Government Bond Markets: What Can be Done?. En *The Development of Bond Markets in Emerging Economies*, Vol. 11, pp. 49-80. Bank for International Settlements.

Núñez, G., Oneto, A. y Mendes De Paula, G. (Coord.). (2009). *Gobernanza Corporativa y Desarrollo de Mercados de Capitales en América Latina*. Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Corporación Andina de Fomento. 2009.

Orléan A. (1999). *Le Pouvoir de la Finance*. Paris, Editions Odile Jacob.

Palley, T. (2007). *Financialization: What It Is and Why It Matters*. Working Paper No. 525. The Levy Economics Institute of Bard College and Economics for Democratic and Open Societies. Washington, D.C.

Rincón, Y. (2010). *Avances y Restricciones del Mercado de Bonos Corporativos en Colombia Durante el Periodo 1997-2007: Análisis desde la Perspectiva del Mercado, la Oferta y la Demanda*. Monografía. Facultad de Ciencias Económicas y Sociales. Repositorio Universidad de la Salle.

Rojas, C. y González, A. (2008). *Mercado de Capitales en Colombia: Diagnostico y Perspectivas de su Marco Regulatorio*. Asociación Nacional de Instituciones Financieras.

Rubio, F. (2004). *Eficiencia Simple del Mercado de Renta Fija en Chile*.

Salama, P. (1996). *La Financiarisation Excluante: Les Leçons des Économies Latinoaméricaines*. En Chesnais, F. *La Mondialisation Financière*. Paris: Syros.

Sawyer, M. *What is Financialization?*. (2014). *International Journal of Political Economy*. Vol. 42, No. 4, pp. 5-18.

Schaechter, A., Kinda, T., Budina, N. and Weber, A. (2012). *Fiscal Rules in Response to the Crisis—Toward the “Next-Generation” Rules. A New Dataset*. IMF Working Paper 12/187. Fiscal Affairs Department. International Monetary Fund.

Sibanda, D, and Dubihlela, J. (2013). *Factors That Impede Viable Bond Market Development in one Hyperinflationary Economy*. *Review of Business and Finance Studies*, Vol. 4, No. 1, pp. 107-118.

Tovar, C. y Quispe-Agnoli, M. (2008). *New Financing Trends in Latin America: An Overview of Selected Issues and Policy Challenges*. *Economic Review*, Vol. 93, No. 3, pp. 1-14. Federal Reserve Bank of Atlanta.

Van Treeck, T. A Synthetic, Stock–Flow Consistent Macroeconomic Model of ‘Financialisation’. (2009). *Cambridge Journal of Economics*. Vol. 33, No. 3, pp. 467-493.

Vera, C. y Titelman, D. (2016). *El Sistema Financiero en América Latina y el Caribe: Una Caracterización*. Serie Financiamiento para el Desarrollo 248. Comisión Económica para América Latina y el Caribe.

Villar, L. (2008). *Comentarios al Estudio: Promoviendo el Desarrollo del Mercado de Capitales en Colombia – Hoja de Ruta*.

Villarreal, R., Acosta, J. y Saavedra, A. (2010). *Análisis de la Emisión de Bonos Corporativos y sus Efectos sobre la Creación de Valor de las Empresas en Colombia para el Periodo 1999-2009*. Universidad Católica de Colombia.

Wachtel, P. (2001). *Growth and Finance: What Do We Know and How Do We Know It?* *International Finance*. Vol. 4, No. 3, pp. 335–362.