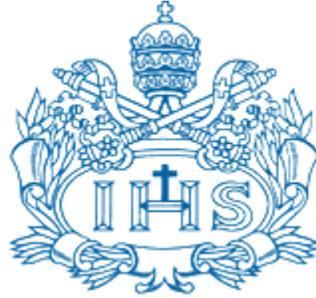


PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA



Estudio caso: comportamiento del mercado de capitales en Colombia para los años 2013- 2018

Oscar Vanegas Beltrán

Tutor:
Luis Beltrán

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
PROGRAMA DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS
BOGOTÁ D.C
Mayo 2019

Tabla de contenido

- 1) Introducción
- 2) Antecedentes
- 3) Planteamiento del problema
- 4) Justificación
- 5) Objetivos
 - a) Objetivo general
 - b) Objetivos específicos
- 6) Marco teórico
 - a) Importancia del desarrollo del mercado de valores
 - b) El rol del gobierno en el desarrollo del mercado
 - c) Importancia de la consolidación de un mercado de bonos
 - d) Beneficios de la liquidez en el mercado de valores
 - e) Implicaciones macroeconómicas en el mercado de valores
- 7) Desarrollo metodológico
 - a) Economía colombiana
 - b) Sector bancario
 - c) Mercado de capitales
- 8) Conclusiones
- 9) Referencias

Introducción

Ante economías cada vez más dinámicas y globales existen un sin número de elementos a analizar para dar cuenta de las vías por las cuales se puede generar crecimiento perpetuo para una nación. La fuerte relación entre la estabilidad financiera y crecimiento económico incentivan a profundizar sobre las estructuras de obtención de capital más innovadoras, solventes, diversificadas y justas con respecto a su precio. Es por esto que el presente trabajo hace un reporte descriptivo de la tendencia del mercado de capitales entre los años 2013 y 2018, con el fin de ahondar sobre la evolución de dicho sistema y que ha venido caracterizando su comportamiento.

Antecedentes

Numerosas investigaciones en el campo de las finanzas han venido contribuyendo a la necesidad que tienen las economías de establecer un sistema financiero más sostenible en todo sentido. Cuando tocamos el tema de sostenible, hacemos referencia a que todos los participantes de dicho sistema cuenten con un escenario sólido, estructurado, que vele por los intereses de los mismos; en el cual exista una canalización ordenada y transparente de capitales provenientes de la oferta y demanda.

(Jungsuk, Mohammad, & Sanchez, 2012) Nos da una aproximación al vínculo entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico, desde el sistema bancario y el mercado de valores, en varias regiones alrededor del mundo. Encontrando que hay una relación positiva entre esas dos variables a largo plazo para la mayoría. Sin embargo, postula que en los países desarrollados esta correlación positiva se encuentra consistente tanto en el corto

como en el largo plazo, gracias a la diversificación de mecanismos de financiación que permiten desconcentrar la participación del sector bancario, siendo esto una brecha entre los países en vía de desarrollo.

Enmarcar el desarrollo del mercado de valores en el contexto colombiano requiere de un recorrido histórico que muestre los hitos más significativos que van desde las políticas gubernamentales, la consolidación de los principales entes que lo integran y aportes investigativos más sólidos en la materia que datan sobre qué factores se han tenido en cuenta para que el desarrollo del mercado de capitales sea un elemento importante para la realidad económica nacional.

Como marco regulador se hace referencia inicialmente a la ley 35 del 1993 la cual estableció la consolidación formal del sistema financiero colombiano, donde se destaca que los objetivos principales del sistema se centran en la vigilancia de las actividades de los agentes que participan allí, mantener medidas de concentración de riesgo crediticio significativas y montos de patrimonio acordes para buscar la solvencia de las instituciones crediticias, transparencia de la información financiera, y velar por el desarrollo de la competitividad y crecimiento de dichas entidades (senado, 2019).

La realidad económica de cualquier país es un factor determinante para el desarrollo de empresas pertenecientes al sector real, a medida que el alcance de estas empresas se va tornando cada vez más grande, se convierten las herramientas de financiación en un aliado fundamental para generar más crecimiento. Las apariciones de las bolsas de valores en Colombia se remontan hacia inicios del siglo XIX donde el continuo crecimiento económico presentado en esta época desde sectores agricultores, comerciales e inicios de industrialización, acompañado del desarrollo del sector financiero, motivaron a crear

nuevas formas de canalizar ahorros de la economía en instrumentos de deuda; que en pocas palabras son reflejo de la riqueza nacional (Pinilla, Valero, & Guzman, 2003). 1928 se crea la bolsa Bogotá, junto con los primeros estatutos que regulaban esta actividad. En 1950 el modelo donde el estado era el interventor de las decisiones financieras del país, trajo consigo una serie de políticas que actuaron en detrimento del mercado accionario. Ya que el sistema de doble tributación a las acciones hizo optar a las empresas a financiarse por la vía del crédito bancario. En el año 1961, se creó la bolsa de Medellín en momentos donde la economía antioqueña presentaba buen comportamiento, posteriormente el 1983 se consolidó la bolsa de occidente. Hasta el año 1986 se empezaron a vislumbrar alivios a la realidad del mercado de valores colombiano, debido a eliminación de la doble tributación, junto con la aparición de incentivos para los contribuyentes que inviertan un 15% de su renta gravable en acciones, bonos de alta bursatilidad, ahorro voluntario en fondos de pensiones, entre otros mecanismos de inversión que se exponen en la reforma tributaria del 1992 (Pinilla, Valero, & Guzman, 2003). Siguiendo la consecución de hechos que marcaron precedente en la historia del mercado de capitales en Colombia, es imperativo resaltar cuales son los participantes en el mercado que más han influido desde la perspectiva de la demanda. (Pinilla, Valero, & Guzman, 2003) Nos muestra cómo desde la aparición de los fondos de cesantías y pensiones, se ha incrementado la demanda de títulos valor por parte de estas instituciones. posteriormente se detalla el gran impacto de las aperturas a la liberación de inversión extranjera para las categorías de inversión directa y de portafolio, las cuales dan paso a que inversionistas extranjeros tuvieran posibilidad de poseer acciones de sociedades comisionistas de bolsa y a la creación de fondos de capital extranjero. En cuanto a la aparición de legislación que complementara la existencia de instrumentos en el mercado de capitales, encontramos la ley del 27 del 1990 que introdujo la creación de las

denominadas acciones preferenciales sin derecho al voto, las cuales según (SFC, 2019) son una tipología de acciones que le permite a la empresa emisora de las mismas, que los tenedores (inversionistas) no puedan participar en las decisiones de la compañía, pero si perciben un beneficio “preferente” debido al coso de oportunidad que se tiene en cuenta al no poder gozar del privilegio de intervenir en las decisiones de la empresa. La importancia de la aparición de las entidades calificadoras de riesgo desde el año 1991 le dio fuerza al mercado colombiano, la resolución 400 del 1995 sentó los lineamientos de la calificación de riesgo para los distintos valores negociados allí, dicha actividad permite proporcionar medidas cualitativas y cuantitativas para determinar el cumplimiento de las obligaciones que tienen los emisores de títulos valores con los inversionistas y generar confianza en un mercado donde la apertura económica era una realidad (Pinilla, Valero, & Guzman, 2003). (Rojas & Gonzales, 2008) Señala que después de la crisis hipotecaria, se empezaron a dirigir los esfuerzos hacia el mercado de valores después de la unificación de las bolsas de valores de Medellín, Bogotá y occidente en el año 2001. La ley 964 del 2005 resume todos los intereses que debe satisfacer el mercado de valores como tal, entre los que se encuentra el acondicionamiento tecnológico que se necesita para tener acceso a la información eficiente, la capacidad de hacer transacciones de manera práctica; además enmarcar las actividades de los intermediarios del mercado de valores para la administración del riesgo, instrumentos de captación de recursos, administración de fondos de pensiones y cesantías, entre otras cosas más que dan luz a la evolución de dicho sistema con afinidad a estándares mundiales (BVC, 2019). Posteriormente empiezan aparecer decretos con el fin de reestructurar y mejorar la normatividad presente hasta el momento, tratando de solucionar falencias. En el caso del decreto 3139 de 2006 se hace insistente la necesidad de optar por la transparencia y libre acceso a la información que concierne al mercado. La consolidación

del llamado sistema integral de información del mercado de valores (SIMEV) permite a la superintendencia financiera de Colombia contar con una herramienta más consolidada que facilite la gestión de dicha información. Este sistema se divide en tres registros principales, el *registro de valores y emisores*, que se encarga de inscribir los emisores de valores y la respectiva clasificación, el *registro de los agentes del mercado de valores*, donde se encuentran en su mayoría, sociedades comisionistas de bolsa, bolsas de valores, administradoras de fondos de inversión, calificadoras de riesgo, administradoras de productos derivados, las negociantes de divisas, entre otras más; Y el *registro de profesionales en el mercado de valores* (BVC, 2019). En el año 2006 con la resolución 1171 se creó la corporación auto reguladora del mercado de valores colombiano (AMV), la cual se caracteriza por tener la capacidad de supervisar y generar normatividad consistente con la mejora del desarrollo del mercado de capitales en Colombia, junto con las políticas necesarias para que los intereses de los inversionistas sean garantizados de mejor manera. En resumen, esta se reconoce como un ente competente para establecer normas, hacer procesos de supervisión en cuanto al cumplimiento de políticas, vigilancia de conductas de los agentes intermediarios y personas naturales vinculadas a este mercado, y por ultimo establecer sanciones disciplinarias (Echevery, Sierra, & Aguilar, 2016).

Como importante aporte sobre el estudio del desarrollo del mercado de capitales colombiano se resalta la amplia propuesta de (Cardenas, 1996) en la cual se hace una investigación de todos los elementos que influyen en la evolución del mismo. Se analiza como primer item, la demanda de títulos valor, el cual es un tema que se ha venido impulsando gracias a iniciativas que promueven la inversión extranjera en portafolio, la participación de fondos de pensiones y cesantías, y la conformación de un segundo

mercado o mercado balcón, con el cual buscan atraer gran cantidad de empresas de tamaño mediano y pequeño para que se vinculen a este, mediante la eliminación requisitos que en un principio se exigían a sociedades inscritas en bolsa. En el lado de la oferta de valores por parte del sector privado, se destaca la importancia de las labores de marketing que deben emprender las entidades provenientes de infraestructura para incentivar al uso de estos instrumentos de deuda con el fin de desconcentrar la preferencia al crédito bancario. Sin embargo, es bueno resaltar que, en las encuestas aplicadas a las empresas para esta investigación, hay una tendencia hacia la percepción de que la emisión de acciones es un mecanismo de deuda más costoso que el financiamiento convencional vía crédito bancario, sumándole que estas creen que el control de la compañía se puede ir a manos de otros.

También se reconoce el papel de las titularizaciones de activos, como una herramienta que permite obtener liquidez a las empresas participantes en el mercado financiero, a través de la emisión de títulos valores. Para ampliar este concepto, tomamos como referencia (Lakshman, 2002) la cual nos define la titularización o bursatilización de activos como el proceso en el cual los activos pertenecientes a una entidad financiera, son vendidos a un tercero con competencias especiales para convertirlos en títulos valor, que posteriormente se venden a inversionistas. Un ejemplo de esto pueden ser los créditos hipotecarios, donde las entidades financieras que emitieron este tipo de créditos ven la posibilidad de obtener ese dinero de forma inmediata mediante la venta del mismo a otros agentes que se encargan de transformarlos en títulos, generando la liquidez ideal para continuar con sus actividades crediticias. Este mecanismo trae consigo un número de elementos que se deben tener en cuenta, tales como la calificación de riesgo de estos créditos, con el fin de que sean activos cuyos flujos de caja sean consistentes o predecibles y así evaluar la calidad en la emisión de los nuevos títulos. Adicionalmente es importante reconocer la importancia del sector

público en el lado de la oferta, ya que la emisión de títulos TES es un elemento clave para la formación de curvas de rendimiento de los mismos, que servirán como referencia para la emisión y evaluación de otros bonos. Por otra parte, la función de este sector en la privatización de empresas estatales y en la financiación de proyectos de infraestructura a mano de capital privado, son significativas para el desarrollo de la oferta de títulos (Cardenas, 1996). Otro aspecto que (Cardenas, 1996) propone en pro del desarrollo del mercado de capitales, es entender la relación bidireccional entre la realidad macroeconómica y el mercado de capitales, pues se defiende el hecho de que los comportamientos de las principales variables macroeconómicas son importantes para la evolución del este mercado. Cuando una economía opta por financiarse vía externa, está siendo participe de consumo del ahorro proveniente de otros países, lo que genera un efecto negativo en el mercado financiero local, sin embargo este ahorro externo puede generar mejores efectos cuando se inyectan al mercado local en forma de inversión en portafolio. (Cardenas, 1996) Sigue contribuyendo en este campo cuando evidencia entre el año 1950 - 1994 hay un déficit en la cuenta corriente que se gesta porque el exceso de inversión frente al ahorro se ve en grandes proporciones, asumiendo que la economía está acudiendo al ahorro externo por alguna vía. La presente referencia nos muestra que las vías por las que se acude al ahorro externo, en un contexto de déficit en la cuenta corriente bancaria, se deben más a la financiación que demanda el sector público en nuestro país. Demostrando entonces que el ya mencionado impacto en el desarrollo de mercado de capitales visto por la inversión extranjera en portafolio colombiano, no ha sido el más sobresaliente. En el mismo contexto macroeconómico (Cardenas, 1996) añade que las tasas de interés bajas y la estabilidad económica promueven la inversión en una economía y por ende una mayor acumulación de capital, lo que genera un ambiente propicio para el desarrollo del mercado

de capitales. Las variables como la inflación determinan el tamaño del mercado y su liquidez. (Cardenas, 1996) Utiliza varios indicadores presentes en la literatura para mirar el nivel de desarrollo del mercado de capitales y establecer comparaciones entre Colombia y otros países. Detallando que la capitalización del mercado, que se evalúa como el valor de las acciones inscritas en bolsa como porcentaje del PIB, ha llegado a un 25% al año 1994. Dato que ha evolucionado gradualmente en comparación con los otros años, pero con bastante diferencia con mercados asiáticos. Otro indicador que mide la liquidez en el mercado, se encuentra en dicho aporte, encontrando que la relación entre las acciones transadas y el valor del PIB ha venido creciendo desde el año 1990 y 1995 en promedio un 47%, sin embargo, en comparación a otros países es muy bajo el desarrollo en este aspecto. Como un último elemento que vale la pena desatacar, es el grado de concentración que tiene el mercado, donde se observa que el peso de las 10 principales acciones sobre el valor total transado en el mercado está entre 65% y 80%, dando luz a que el mercado es altamente concentrado o no diversificado, con un tamaño y liquidez no acordes a tendencias de mercados en países desarrollados.

Planteamiento del problema

Habiendo contextualizado el desarrollo del mercado de capitales en la realidad colombiana, y la motivación presente a lo largo del texto sobre la incidencia positiva de este desarrollo en el crecimiento de la economía. Procedemos a lanzar la siguiente pregunta problema:

¿Cómo se ha caracterizado el comportamiento del mercado de capitales colombiano en los últimos 5 años y cuáles son los drivers que más han explicado este comportamiento?

Justificación

En el ámbito empresarial y social, comprender los determinantes de la existencia de mercados de valores que garanticen una fuente de financiación segura, económica, y que me genere el acceso al capital cada vez que pueda emprender acciones para perdurar el valor de mi compañía, se vuelve un incentivo de gran importancia para cualquier país, pues como evidenciamos anteriormente este se convierte en un motor de crecimiento económico de gran dimensión. En el contexto europeo estas motivaciones teóricas alcanzan un grado de desarrollo que vale la pena mencionar (Da Silva & Joao, 2018) en vísperas de una unificación de los mercados de capitales en esta región, se contemplan consecuencias directas en la desconcentración de la financiación a mano de crédito bancario, teniendo un efecto significativo en la disminución del costo de financiación, junto con la obtención de más liquidez a causa de la existencia de otros mecanismos de deuda. En adición, cuando se hace un enfoque hacia las PYMES europeas, la promoción de un mercado en el cual se amplíe el acceso de este tipo de instituciones al mismo, mediante la eliminación de restricciones de carácter financiero, generaría un motor de crecimiento más sólido, debido a que actualmente se encuentran en una fuerte aceleración gracias a los constantes avances tecnológicos que permiten una oferta de valor más llamativa para la sociedad en general. Hecho que desencadena una cultura de inversión a largo plazo, la cual es esencial para acrecentar el denominado crecimiento económico.

Objetivos

Objetivo general

Analizar el comportamiento del mercado de capitales de renta fija y renta variable en Colombia (2013-2018)

Objetivo específicos

1. Explicar cuáles son los motores del comportamiento del mercado de capitales para renta fija y renta variable.
2. Proponer alternativas a seguir para contribuir a la consolidación de un mercado más dinámico y desarrollado.

Marco teórico

Importancia del desarrollo del mercado de valores

(Oprea & Stoica, 2018) Evidencia la existencia una relación positiva entre el desarrollo del mercado de capitales y el de la economía en su conjunto. Partiendo desde la premisa de que este es un medio para convertir el ahorro de las personas naturales o jurídicas, a una fuente de financiamiento estable para las empresas en general. Añadiendo que la estructura de un mercado de capitales óptima da más posibilidad a que el potencial de crecimiento de las compañías beneficiadas se materialice de mejor manera, logrando así una asignación de recursos más eficiente. Pues las empresas más productivas son aquellas que logran mejores resultados con el capital obtenido.

El aprovechamiento de la información para evaluar alternativas de inversión, la vigilancia

en el gobierno corporativo de las empresas, la creación de alternativas para mitigar el riesgo presente en todas las decisiones de inversión, la generación de liquidez necesaria para garantizar la creación de capitales en una economía, la capacidad de atraer y movilizar ahorros, son sinergias provenientes de un desarrollo óptimo de un mercado de capitales. (levine, Handbook of economic growth, 2005)

El grado de desarrollo del sector financiero visto desde los mercados de valores y el sector bancario, ayudan a explicar la incidencia positiva en el crecimiento económico, manifestado en la acumulación de capital, crecimiento del PIB y nivel de productividad dentro de una economía. Motivado profundamente por el hecho de que los mercados financieros proporcionan gran variedad de productos para beneficio de las empresas dentro de una economía. Además la aparición de indicadores para medir el desarrollo de los mercados de valores, son de gran aporte para analizar de mejor manera su evolución. El tamaño del mercado medido por la capitalización de las acciones sobre el PIB, la liquidez que se mide por el número de acciones transadas sobre la el tamaño total del mercado de acciones capitalización), son herramientas que sirven para el desarrollo futuras investigaciones en este campo (levine & zervos, 1998).

El rol del gobierno en el desarrollo del mercado

(Stiglitz, 1994) destaca cual es el rol de las entidades gubernamentales en la realidad de los mercados financiero, los aportes de dichas entidades se pueden analizar desde las iniciativas que emprendan a que los recursos captados del público se centren en maximizar su valor a partir de una escogencia racional de los proyectos de inversión con mayores rendimientos. El monitoreo de las instituciones es un factor determinante para velar por la solvencia de las instituciones y por ende por el funcionamiento en general de todo el

sistema, las Leyes de fraude y contabilidad aplicables a empresas para proteger los intereses de los inversionistas apuestan la creación de confianza en el mercado, que es vital para evitar escenarios donde las malas gestiones empresariales causen pánico en los inversionistas.

Por otra parte (Quiñonez, 2010) muestra las iniciativas gubernamentales para intervenir en el desarrollo del mercado de valores, en un escenario donde la existencia de fallas de mercado asociadas a la falta de acceso a la información que pueden presentar los inversionistas, se hace necesaria la intervención del estado para velar por un acceso a la información más completo, donde entidades financieras no oculten datos que impidan una evaluación de riesgo sobre las inversiones de forma eficiente. La capacidad de hacer frente a los tipos de riesgo que pueden presentar el mercado en su conjunto, es un interés universal que debe prevalecer en todo mercado, y es el estado un aliado para que esto se de. En adición, las facultades de autorregulación que tienen las bolsas de valores en el mercado colombiano, vista como la capacidad de establecer un conjunto de normas y sanciones que los regulen a sí mismos, o mejor, al gremio en general (Correal, 2003). Son acciones que buscan que el mercado funcione de una manera más flexible y dinámica. Apostando a las habilidades profesionales que tienen los entes participantes del sistema. Las entidades con estas facultades, deben velar por un mercado más transparente, seguro y eficiente; actuando como colaboradores del estado en la medida que estas complementan algunas actividades de interés público, tales como la regulación de transacciones bursátiles, la admisión de nuevos agentes intermediarios entre otras claves para lograr la armonía del sistema en su conjunto (Correal, 2003).

Importancia de la consolidación de un mercado de bonos

En la misma línea donde el desarrollo financiero genera un impacto positivo en el crecimiento económico, que va directamente relacionado con la intervención estatal consecuente para fomentar ese desarrollo. La formación del mercado de bonos se ve como una herramienta clave para este propósito, ya que se considera como una alternativa en el sistema financiero para diversificar riesgos, desconcentrar participación crediticia de los bancos, y fomentar la participación de instituciones financieras en la obtención de capital (Rethel, 2010).

Por otra parte, el (FMI, 2016) expone que el desarrollo de un mercado de bonos en moneda local para determinado país genera importantes beneficios. El primero se evidencia en el “aumento de la capacidad de un país para soportar flujos de capital volátiles” donde los capitales provenientes de otras partes del mundo pueden entrar y salir de manera incontrolada, causando efectos en el precio de la moneda local. Como segundo encontramos la “reducción de la dependencia del endeudamiento externo y los riesgos relacionados con el desajuste de la moneda”, explicando que, a mayor endeudamiento proveniente de capital extranjero, existe un riesgo asociado a la revaluación de la moneda con respecto a la del país que la demanda. Otro de los beneficios lo encontramos enmarcado dentro de las necesidades de financiamiento a largo plazo que puede presentar determinado país, las cuales pueden ser satisfechas con este tipo de deuda, ya que las restricciones legislativas y aversión al riesgo que presentan las entidades bancarias impiden que se gaste en su totalidad el endeudamiento vía crédito. Un ejemplo de esto son la existencia de bonos de infraestructura, los cuales son un tipo de títulos destinados a

financiar proyectos de infraestructura en una nación, que por su naturaleza requieren grandes capitales a un plazo de tiempo considerable. El fortalecimiento del mercado de bonos para este segmento amplía la gama de emisores de estos títulos e involucra también la participación activa por el lado de la demanda, pues los grandes inversionistas institucionales (ya sean fondos de pensiones, compañías de seguros, entre otras más) que como se evidencia en la mayoría de países, tienen una gran influencia en el desarrollo del mercado de capitales dados sus niveles de activos que transan en dicho mercado.

(BIS, 2007) resalta que las tasas de interés a largo plazo pueden no estar determinadas de manera efectiva, los fondos pueden no presentar el costo real, mientras que con un escenario de bonos las tasas podrían presentar un comportamiento más objetivo ya que estas vienen determinadas por el comportamiento del mercado.

Beneficios de la liquidez en el mercado de valores

Es importante como el mercado de capitales puede generar liquidez dentro de una economía, las empresas con oportunidad de obtener liquidez mediante la emisión de acciones son menos afines a optar por medidas de endeudamiento vía crédito bancario. Es decir, la facilidad con la que una empresa pueda obtener recursos mediante acciones es una medida de la liquidez que proporciona el mercado para ser determinante de la estructura de capital que escoge una empresa. Esto se debe en parte a la presencia de bajos costos de

transacción dentro del mercado que permite un movimiento constante de estos títulos. (Udomsirikul, Jumreornvong, & Pornsit, 2011).

(Agudelo, 2008) destaca que los determinantes de un mercado eficiente, van ligados al aumento de liquidez y disminución de los costos de transacción. En escenarios de crisis financieras, de alta volatilidad en los rendimientos de las acciones, la liquidez de los mercados se ve afectada. También se resalta que la consolidación de la bolsa de valores de Colombia tuvo un gran impacto en la liquidez ya que dio pie a que los medios de comercio de valores fueran más estructurados y regulados, permitiendo también que más agentes económicos formaran parte del sistema.

Además, según (BIS, 2007), la existencia de un mercado de bonos líquido donde haya grandes volúmenes de transacciones, bajo diferencial de oferta y demanda y poca volatilidad diaria de precios, genera estabilidad en el sistema en general. En primera porque los inversionistas ante cualquier baja de precios no optan por una venta masiva de los títulos dada la confianza que hay en el mercado, mientras que en un escenario totalmente distinto las ventas masivas pueden causar un efecto más negativo en el precio de los títulos.

Implicaciones macroeconómicas en el mercado de valores

Para adentrarnos a este apartado del marco teórico es necesario comprender uno de los elementos más importantes a la hora de evaluar la rentabilidad de los bonos, la influencia de las tasas de interés. Partiendo de que la formación del precio del bono se hace a partir del valor presente de los flujos de caja futuros que este mismo pueda garantizar en

determinado tiempo, descontados a una tasa de descuento que refleja los comportamientos del mercado y la consideración de otras variables que buscan compensar los riesgos asociados a la tenencia de dichos títulos; es que podemos inferir que existe una relación inversa entre la dicha tasa de descuento y el precio del bono, pues en un escenario donde las tasas de interés aumentan, los precios de los bonos disminuyen, y cuando las tasas bajan, los precios de los bonos aumentan, (Bodie, Kane, & Marcus, 2014).

La inflación tiene una gran incidencia en la formación de dichas tasas de interés. Para saber la razón, es imperativo entender la diferencia entre una tasa nominal y una real; siendo la tasa nominal aquella tasa que me representa el rendimiento que voy a obtener en cualquier momento del tiempo, la tasa real es aquella que me determina cómo se traduce ese rendimiento a una medida más precisa que incluya el efecto en mi poder adquisitivo. Este factor complementario que cuantifica la capacidad de adquirir bienes o servicios, es la denominada inflación. Entonces, dado que la tasa real se calcula como la diferencia entre la tasa nominal y la inflación, podemos inferir que a los inversionistas les interesa aumentar sus rendimientos reales y por consiguiente al contemplar un escenario donde la inflación aumenta, estos van a demandar tasas nominales más altas. (Bodie, Kane, & Marcus, 2014).

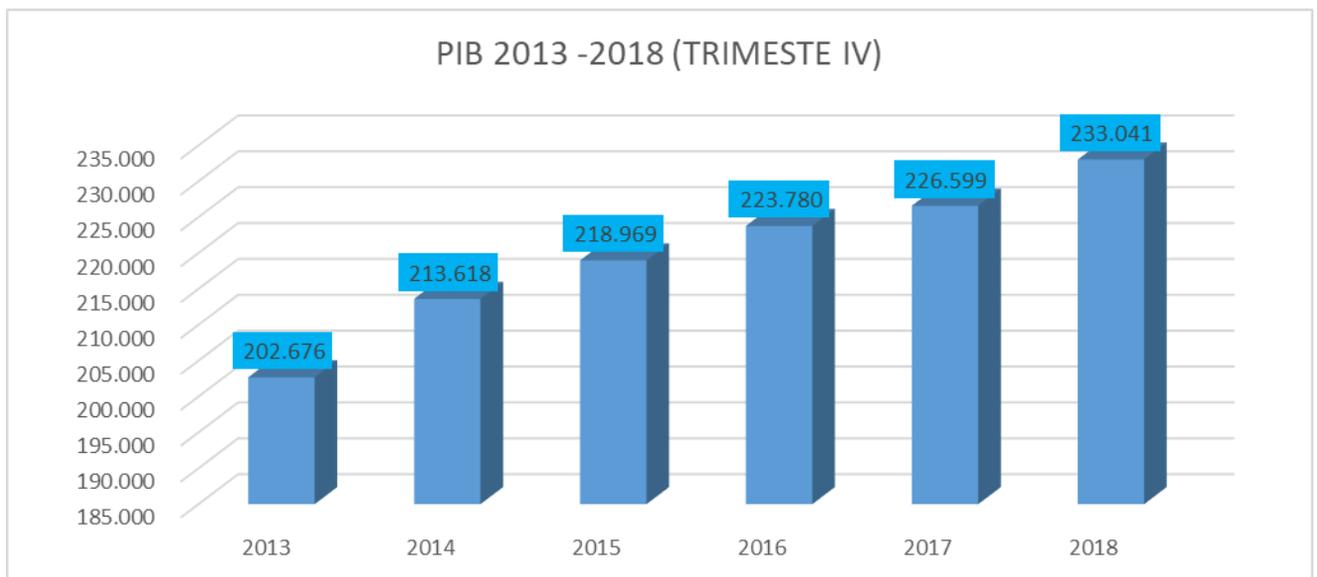
Desarrollo metodológico

A continuación se presentara un informe descriptivo de los principales elementos para comprender el mercado de capitales colombiano, haciendo uso de informes de entidades de regulación financiera y papers de investigación.

Economía colombiana

Es imperativo comprender a nivel general como se ha desarrollado la economía colombiana entre el periodo de análisis para dar cuenta del comportamiento de las principales ramas económicas. Como se había expuesto antes, el vínculo del desarrollo financiero y crecimiento económico es bidireccional; por tanto, podemos empezar a mirar cuales son las tendencias sectoriales de nuestro mercado.

PIB



(Elaboración propia, datos del DANE)

En este grafico observamos la evolución del PIB colombiano en miles de millones de pesos, tomando datos del cuarto trimestre para cada año según reportes del (DANE, 2019) dando cuenta a un crecimiento promedio de 3.3% del PIB en general para este tramo del tiempo.

Como reporte de las principales ramas obtenemos los siguientes cuadros de resumen que datan las principales variaciones año a año (IV trimestre año actual vs IV trimestre año anterior) de cada rama de la economía, y la proporción de cada rama con respecto al denominado valor agregado bruto, que al sumarle los impuestos nos arroja el resultado del PIB total.

VARIACION PORCENTUAL							Promedio de variación
Concepto	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
	IV	IV	IV	IV	IV	IV	
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	7,44%	3,28%	5,83%	6,12%	0,87%	0,92%	4,08%
Explotación de minas y canteras	8,25%	-5,78%	-0,62%	-5,88%	-2,80%	-0,08%	-1,15%
Industrias manufactureras	3,74%	1,92%	3,71%	1,31%	-1,78%	2,48%	1,90%
Suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado; Distribución de agua; evacuación y tratamiento de aguas residuales, gestión de desechos y actividades de saneamiento ambiental	4,62%	1,80%	0,33%	0,60%	3,84%	2,58%	2,29%
Construcción	5,31%	13,77%	6,86%	0,57%	-0,60%	4,15%	5,01%
Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas; Transporte y almacenamiento; Alojamiento y servicios de comida	6,36%	4,19%	3,36%	3,31%	0,68%	2,90%	3,47%
Información y comunicaciones	9,89%	3,95%	0,62%	-1,54%	3,49%	3,74%	3,36%
Actividades financieras y de seguros	9,88%	9,89%	3,86%	3,94%	5,91%	2,69%	6,03%
Actividades inmobiliarias	2,94%	2,87%	3,93%	3,19%	3,32%	1,76%	3,01%
Actividades profesionales, científicas y técnicas; Actividades de servicios administrativos y de apoyo	7,73%	5,72%	-0,02%	-2,72%	-0,58%	3,29%	2,24%
Administración pública y defensa; planes de seguridad social de afiliación obligatoria; Educación; Actividades de atención de la salud humana y de servicios sociales	4,67%	15,84%	0,09%	7,48%	3,17%	3,89%	5,86%
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación y otras actividades de servicios; Actividades de los hogares individuales en calidad de empleadores; actividades no diferenciadas de los hogares individuales como productores de bienes y servicios para uso propio	8,77%	1,65%	5,42%	4,51%	1,41%	2,58%	4,06%
Valor agregado bruto	5,90%	5,49%	2,64%	2,46%	1,12%	2,65%	3,38%
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	4,99%	4,63%	1,09%	1,21%	0,54%	2,51%	2,50%
Producto Interno Bruto	5,82%	5,40%	2,50%	2,20%	1,26%	2,84%	3,34%

(Elaboración propia, datos del DANE)

PARTICIPACIÓN POR CADA RAMA (VALOR AGREGADO BRUTO)						
Concepto	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	IV	IV	IV	IV	IV	IV
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	6,15%	6,02%	6,20%	6,43%	6,41%	6,30%
Explotación de minas y canteras	7,04%	6,29%	6,09%	5,59%	5,38%	5,23%
Industrias manufactureras	13,75%	13,28%	13,42%	13,27%	12,89%	12,87%
Suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado; Distribución de agua; evacuación y tratamiento de aguas residuales, gestión de desechos y actividades de saneamiento ambiental	3,35%	3,23%	3,16%	3,10%	3,19%	3,18%
Construcción	7,43%	8,01%	8,34%	8,19%	8,05%	8,17%
Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas; Transporte y almacenamiento; Alojamiento y servicios de comida	18,83%	18,60%	18,73%	18,88%	18,80%	18,84%
Información y comunicaciones	3,20%	3,15%	3,09%	2,97%	3,04%	3,07%
Actividades financieras y de seguros	4,25%	4,42%	4,48%	4,54%	4,76%	4,76%
Actividades inmobiliarias	9,15%	8,92%	9,03%	9,10%	9,29%	9,21%
Actividades profesionales, científicas y técnicas; Actividades de servicios administrativos y de apoyo	8,66%	8,68%	8,46%	8,03%	7,90%	7,95%
Administración pública y defensa; planes de seguridad social de afiliación obligatoria; Educación; Actividades de atención de la salud humana y de servicios sociales	15,41%	16,92%	16,50%	17,31%	17,66%	17,87%
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación y otras actividades de servicios; Actividades de los hogares individuales en calidad de empleadores; actividades no diferenciadas de los hogares individuales como productores de bienes y servicios para uso propio	2,54%	2,45%	2,51%	2,56%	2,57%	2,57%
Valor agregado bruto	183.636	193.711	198.824	203.722	206.013	211.465
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	19.038	19.920	20.137	20.380	20.491	21.004
Producto Interno Bruto	202.676	213.618	218.969	223.780	226.599	233.041

(Elaboración propia, datos del DANE)

Año 2014

- Según (DANE, 2019) el comportamiento de las principales ramas de actividad económica son los siguientes:

Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, la cual según la clasificación del (Naciones Unidas, 2009) encierran todas las actividades de explotación de recursos naturales vegetales y animales. Tales como la crianza, cultivo, explotación de madera, recolección de plantas, entre otras más. Presentó un crecimiento cercano al 2.3% en comparación de enero del 2014 a diciembre del mismo año, frente al mismo periodo pero del 2013 (la que se conoce como año corrido). Este se vio explicado por la producción de café, animales vivos, productos agrícolas principalmente por la producción de materias vegetales en 28.1%, caña de azúcar 12.6 %. En contraste las actividades de explotación de madera y pesca presentaron comportamientos negativos cercanos al 5.5%.

- **Explotación de minas y canteras**, según (Naciones Unidas, 2009) ” *Esta sección abarca la extracción de minerales que se encuentran en la naturaleza en estado sólido (carbón y minerales), líquido (petróleo) o gaseoso (gas natural). La extracción puede llevarse a cabo por diferentes métodos, como explotación de minas subterráneas o a cielo abierto, perforación de pozos, explotación minera de los fondos marinos, etcétera.* ” Esta rama presentó una caída cercana al 0.2% debido a la baja en el valor agregado en los minerales metálicos (8.4%) tales como oro 13.9% y níquel 3.5%. Para la clasificación de minerales no metálicos se encuentra una subida del 10.6%, explicado por esmeraldas en un 29.2%, rocas y materiales para construcción en 10%. Por el lado del petróleo y gas natural se evidenciaron caídas en su valor agregado por 1.4%, la producción de petróleo cayó en un 1.6% explicado por la devaluación de su precio.

- **Industrias manufactureras**, (Naciones Unidas, 2009) la define como: *“Esta sección abarca la transformación física o química de materiales, sustancias o componentes en productos nuevos”*. Se observa un crecimiento leve del 0.2 % año corrido, explicado por el aumento en la producción de bebidas en un 4.5%, y una caída del 20.2% en el segmento de productos de madera. Para la comparación con respecto al trimestre del año anterior, se observa una caída del 10.45 el segmento “tejidos en punto, ganchillo y prendas de vestir, y los productos de refinación de petróleo en 5.4%.
- **Suministro de electricidad, gas domiciliario y agua** , (Naciones Unidas, 2009) *“Esta sección abarca el suministro de energía eléctrica, gas natural, agua caliente y productos similares a través de una infraestructura permanente (red) de conducciones.”* Para este rubro se expresa un crecimiento del 3.8 % año corrido, explicado por el alza en el valor agregado del gas 8.7%, generación captación y distribución de energía eléctrica 4.1%, acueducto y alcantarillado 2.1%.
- **Construcción**, (Naciones Unidas, 2009) la define como: *“Esta sección comprende las actividades corrientes y especializadas de construcción de edificios y obras de ingeniería civil. En ella se incluyen las obras nuevas, reparaciones, ampliaciones y reformas, la erección in situ de edificios y estructuras prefabricadas y también la construcción de obras de carácter temporal.”*

En este periodo en año corrido, fue el sector que mejor tuvo comportamiento con una subida del 9.9%, explicado en mayor parte por aumento en construcción de obras civiles 12%, edificaciones en 7.4 %.

- **Comercio, reparación, restaurantes y hoteles**, para la sección de “comercio al por mayor y por menor ; reparación de vehículos automotores y bicicletas “ según , (Naciones Unidas, 2009) se encuentra la siguiente definición:“Esta sección comprende la venta al por mayor y al por menor (sin transformación) de todo tipo de productos y la prestación de servicios accesorios a la venta de esos productos. La venta al por mayor y la venta al por menor son los estadios finales de la distribución de productos. Los productos comprados y vendidos se denominan también mercancías. Se incluye también en esta sección la reparación de vehículos automotores y motocicletas.”. En complemento a esta sección encontramos la clasificación de las denominadas actividades de alojamiento y de servicio de comidas, encerrando al conjunto de hoteles y restaurantes. la dinámica de estos sectores se encuentra favorable, con un crecimiento año corrido de 6.1% para las reparaciones, comercio en 5.1%, hoteles y restaurantes en 3.1%.
- **Transporte y almacenamiento, e información y comunicaciones**. Para la sección de transporte y almacenamiento se define de la siguiente forma según (Naciones Unidas, 2009) “Esta sección comprende las actividades de transporte de pasajeros o de carga, regular o no regular, por ferrocarril, por carretera, por vía acuática y por vía aérea, y de transporte de carga por tuberías, así como actividades conexas como servicios de terminal y de estacionamiento, de

manipulación y almacenamiento de la carga, etcétera. Abarca también el alquiler de equipo de transporte con conductor u operador. Se incluyen también las actividades postales y de mensajería”. Para la sección de información y comunicaciones se encuentra la siguiente definición “Esta sección abarca la producción y distribución de información y de productos culturales y el suministro de los medios para transmitir o distribuir esos productos, así como datos o comunicaciones, actividades de tecnologías de la información y actividades de procesamiento de datos y otras actividades de servicios de información.”

La dinámica en general para este apartado es positiva en el año corrido, con un 4.2 % que se explica por un crecimiento en el rubro de servicios de transporte aéreo de 5.9%, en el terrestre de 3.6 %, y servicios de correos y telecomunicaciones en un 4.2 %.

- **Establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias y servicios a las empresas.** Para el apartado de actividades financieras y de seguros se encuentra la siguiente definición “Esta sección comprende las actividades de servicios financieros, incluidas las actividades de seguros, reaseguros y fondos de pensiones y las actividades auxiliares de los servicios financieros. También se incluyen las actividades de tenencia de activos, como las actividades de las sociedades de cartera y las de los fondos y sociedades de inversión y entidades financieras similares.” Para actividades inmobiliarias se obtuvo “Esta sección comprende las actividades de arrendadores, agentes y/o corredores en una o más de las siguientes operaciones: venta o compra de bienes raíces, alquiler de bienes raíces y prestación de otros servicios inmobiliarios, como los de tasación

inmobiliaria o los de depositarios de plicas inmobiliarias. Las actividades incluidas en esta sección pueden realizarse con bienes propios o arrendados o a cambio de una retribución o por contrata. También se incluye la construcción de estructuras combinada con el mantenimiento de la propiedad o el arrendamiento de esas estructuras.” (Naciones Unidas, 2009). Por el lado de servicios a las empresas, se encuentra las denominadas actividades profesionales, científicas y técnicas las cuales por definición de obtiene “actividades profesionales, científicas y técnicas especializadas. Esas actividades requieren un nivel elevado de capacitación, y ponen a disposición de los usuarios conocimientos y aptitudes especializados”. Y los denominadas servicios administrativos y de apoyo que según (Naciones Unidas, 2009) se entienden por “actividades de apoyo a actividades empresariales generales” difiriéndose de la anterior clasificación en que estas actividades no requieren de una transferencia de conocimientos especializados. En general estos rubros de clasificación condensados se observan alzas del 4.9% año corrido, donde los servicios de intermediación financiera tiene subidas del 8.1%, el cual lo compone: servicios auxiliares de intermediación financiera por parte de las fiduciarias, y administradoras de fondos de pensiones y cesantías en 8.6%, servicios de seguros sociales y seguros generales con un alza en 5.5%. por parte de las actividades inmobiliarias y alquiler de vivienda se observaron crecimientos del 3.1%. El rubro de servicios a empresas a nivel general presento alzas de 4.8%.

- **Actividades de servicios sociales, comunales y personales.** Vienen segmentados en el rubro de administración pública y defensa; planes de seguridad social de afiliación obligatoria, el cual según (Naciones Unidas, 2009)

lo define como: *“comprende las actividades que suelen correr a cargo de la administración pública, entre las que se cuentan la promulgación de leyes, su interpretación judicial y la administración de los reglamentos de aplicación y programas correspondientes, las actividades legislativas, tributarias, de defensa nacional y de orden público y seguridad, los servicios de inmigración, las relaciones exteriores y la administración de programas gubernamentales. Se incluyen también las actividades relacionadas con planes de seguridad social de afiliación obligatoria”*. La denominada enseñanza, se encuentra definida como: *“Esta sección comprende la enseñanza de cualquier nivel y para cualquier profesión, oral o escrita, así como por radio y televisión o por otros medios de comunicación”*. y por último se encuentran las actividades de atención de la salud humana y de asistencia social las cuales *“comprenden la prestación de servicios de atención de la salud y de asistencia social. Abarca una amplia gama de actividades, desde servicios de atención de la salud prestados por profesionales de la salud en hospitales y otras instalaciones hasta actividades de asistencia social sin participación de profesionales de la salud, pasando por actividades de atención en instituciones con un componente importante de atención de la salud”* (Naciones Unidas, 2009). A nivel macro de este apartado se evidencia un crecimiento del 5.5%, explicado por alzas en la salud de 6.4%, servicios de admón. publica y defensa en 6.2%, educación en 4.5%.

A continuación una tabla de resumen por ramas para entre el año 2015-2018

CONCEPTO	2015 (3.1% año corrido)	2016 (2% año corrido)	2017 (1.8% año corrido)	2018 (2.7% año corrido)
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	<p>. Comportamiento general: 3.30%</p> <p>. Producción de café: 15.6%</p> <p>. Productos animales: 3.2% (Huevos 5.3%, Ganado porcino 10.8%)</p>	<p>.Comportamiento general: 0,50%</p> <p>.Producción de café: -0.3%</p> <p>.Productos animales: 0.9% (Huevos 6.6%, Ganado porcino 10.4%, leche sin elaborar -3.5%, aves de corral 3,8%)</p> <p>. Cultivos transitorios: 1.4% (cereales 17,6%)</p>	<p>.Comportamiento general: 4,90%</p> <p>.Producción de café: -1.7%</p> <p>.Productos animales: 4.1% (Huevos 6.6%, Ganado porcino 2,2%, leche sin elaborar 11%, aves de corral 5,7%)</p> <p>. Cultivos transitorios: 8.1% (cereales 8,4%)</p>	<p>.Comportamiento general: 2,00%</p> <p>. Cultivos transitorios: 1.5%</p> <p>.Pesca y acuicultura: 7,4%</p> <p>. Silvicultura y extracción de madera: -2,8%</p>
Explotación de minas y canteras	<p>. Comportamiento general: 0.60%</p> <p>. Minerales no metálicos: 6% (esmeraldas 31.3%, rocas</p>	<p>.Comportamiento general: -6,50%</p> <p>.Minerales no metálicos: 1.6% (esmeraldas -8.8%,</p>	<p>.Comportamiento general: -3,60%</p> <p>.Minerales no metálicos: -1,9% (esmeraldas -10.4%,</p>	<p>.Comportamiento general: -0,80%</p> <p>.Minerales metálicos: -12%</p> <p>.Carbón : -6,7 %</p> <p>. Petróleo: 1,4%</p>

	<p>y materiales de construcción 3.8%,</p> <p>Minerales para usos industriales 2.5%)</p> <p>. Minerales metálicos: -2.7% (plata - 21.3%, níquel -4.5%)</p> <p>. Carbón: -3.3 %</p> <p>. Petróleo: 1.5%</p>	<p>rocas y materiales de construcción 3.8%,</p> <p>Minerales para usos industriales -3.5%)</p> <p>.Minerales metálicos: 4.3% (plata 4.5%, níquel 3.3%, hierro -26.7%, oro 6%)</p> <p>. Petróleo: -11.6%</p>	<p>rocas y materiales de construcción -0.7%,</p> <p>Minerales para usos industriales -2.4%)</p> <p>.Minerales metálicos: -16% (plata -38. %, níquel -1%, hierro 8,3%, oro - 33%)</p> <p>.Carbón : -0.4 %</p> <p>. Petróleo: -3.9%</p>	
Industrias manufactureras	<p>. Comportamiento general: 1.20%</p> <p>. prendas de vestir: 4.4%</p> <p>. productos de café y trilla: 12.4%</p> <p>. productos de madera: 7.4%</p> <p>. Curtido y cueros: - 3.6%</p> <p>.Maquinaria y equipo: -4.2%</p>	<p>.Comportamiento general: 3,00%</p> <p>.Bebidas: 8.4%</p> <p>.Productos de molinería :4,8%</p>	<p>.Comportamiento general: -1,00%</p> <p>.Bebidas: -4%</p> <p>.Productos de papel y cartón :4,1%</p> <p>.Productos textiles: -6,8%</p> <p>.Maquinaria y equipo: -7.2%</p> <p>. Metalurgia : - 10,4%</p>	<p>.Comportamiento general: 2,00%</p> <p>.Productos alimenticios: 3,2%</p> <p>.muebles, colchones: 3,7%</p> <p>.Productos de madera: 2.8%</p> <p>.Productos de cartón: 2,8%</p> <p>. Metalurgia : 2,2%</p>

Suministro de electricidad, gas domiciliario y agua	<p>. Comportamiento general: 2.90%</p> <p>. Energía eléctrica: 3.9%</p> <p>. Agua y alcantarillado: 1.4%</p> <p>. Gas: 0.9%</p>	<p>.Comportamiento general: 0,10%</p> <p>.Energía eléctrica: 0.0%</p> <p>.Agua y alcantarillado: -0.7%</p> <p>.Gas: 1.6%</p>	<p>.Comportamiento general: 1,10%</p> <p>.Energía eléctrica: 1%</p> <p>.Agua y alcantarillado: 1.5%</p> <p>.Gas: 0,7%</p>	<p>.Comportamiento general: 2,70%</p> <p>.Energía eléctrica, gas vapor y aire acondicionado: 3,5%</p> <p>.Agua y alcantarillado: 0,9%</p>
Construcción	<p>. Comportamiento general: 3.90%</p> <p>. Construcción de edificaciones reparación y mantenimiento de edificaciones: 2.1% (edificaciones residenciales -3.6%, no residenciales 7.4%)</p> <p>.Obras civiles 5.2%</p>	<p>.Comportamiento general: 4,10%</p> <p>.Construcción de edificaciones reparación y mantenimiento de edificaciones: 6. % (edificaciones residenciales 2%, no residenciales 10.1%)</p> <p>.Obras civiles 2.4%</p>	<p>.Comportamiento general: -0,70%</p> <p>.construcción de edificaciones reparación y mantenimiento de edificaciones: -10.4% (edificaciones residenciales -6,2%, no residenciales -16%)</p> <p>.Obras civiles 7.1%</p>	<p>.Comportamiento general: 0,30%</p> <p>.Construcción de edificaciones reparación y mantenimiento de edificaciones: 1%</p> <p>.Obras civiles 0,9%</p>
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	<p>.Comportamiento general: 4,10%</p> <p>.Comercio: 3.4%</p>	<p>.Comportamiento general: 1,80%</p> <p>.Comercio: 1.5%</p>	<p>.Comportamiento general: 1,20%</p> <p>.Comercio: 0,9%</p>	<p>.Comportamiento general: 3,10%</p> <p>.Comercio: 3,1%</p>

	.Hoteles restaurantes y bares : 5,5% . Reparaciones : 5,4%	.Hoteles restaurantes y bares : 1.6% . Reparaciones :5%	.Hoteles restaurantes y bares : 1.6% . Reparaciones :2,1%	.Hoteles restaurantes y bares : 3,7%
Transporte y almacenamiento, e información y comunicaciones	.Comportamiento general: 1,40% . Servicios vía aérea: 9.2% . Terrestre: 2.1% . Correo y telecomunicaciones : - 1.3%	.Comportamiento general: -0,10% . Servicios vía aérea: 5.1% . Terrestre: 0.3% . Correo y telecomunicaciones : - 1.9%	.Comportamiento general: -0,10% . Servicios vía aérea: 1.7% . Terrestre: -0.2% . Correo y telecomunicaciones : - 0.9%	.Comportamiento general: 2,70% .Telecomunicaciones:3.1%
Establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias y servicios a las empresas	.Comportamiento general: 4,30% . Servicios de intermediación financiera: 9.7% . Servicios inmobiliarios y alquiler de vivienda: 3.1% (alquiler de bienes raíces residenciales 3.5%)	.Comportamiento general: 5,00% . Servicios de intermediación financiera: 11.1% . Servicios inmobiliarios y alquiler de vivienda: 3.2%	.Comportamiento general: 3,80% . Servicios de intermediación financiera: 6,7% . Servicios inmobiliarios y alquiler de vivienda: 2.8%	. Financieras y de seguros: 3.1% .Inmobiliarias: 2 % . Actividades científicas y técnicas: 6.9% . Servicios administrativos y de apoyo: 3.5%

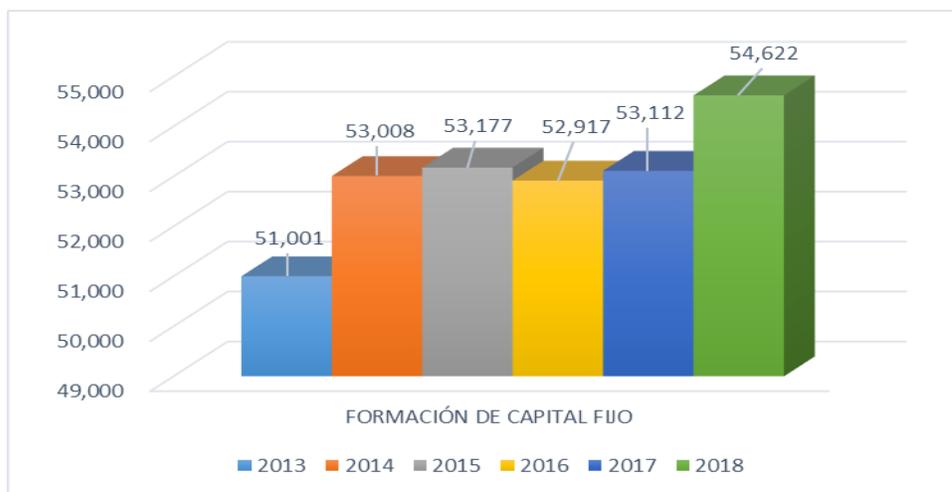
	. Servicios prestados a empresas: 0.9%	. Servicios prestados a empresas: 1.6%	. Servicios prestados a empresas: 2.4%	
Actividades de servicios sociales, comunales y personales	.Comportamiento general: 2,90%	.Comportamiento general: 2,20%	.Comportamiento general: 3,40%	.Comportamiento general: 4.1%
	. Servicios sociales y de salud : 3.9%	. Servicios sociales y de salud :	. Servicios sociales y de salud :	. Servicios sociales y de salud : 4,8%
	. Servicio de admón. publica y defensa: 2.4%	2%	4,1%	. Servicio de admón. publica y defensa: 5.7%
	. Servicios de educación: 2.1%	. Servicio de admón. publica y defensa: 1.8%	. Servicio de admón. publica y defensa: 4.2%	. Servicios de educación: 1.6%
		. Servicios de educación: 4%	. Servicios de educación: 2,1%	

(Datos del DANE, elaboración propia)

Durante este periodo se observa una dinámica favorable para la economía año a año, explicada principalmente por los sectores de construcción, financiero y manufacturero; en contraste se observa una dinámica descendiente en el sector de minero.

Para argumentar en parte esta tendencia en la economía colombiana, es importante mencionar el comportamiento del PIB desde la demanda, analizando el rubro de formación de capital fijo. Que según (DANE, 2019) se entiende como la adquisición por parte de las unidades productivas dentro de la economía, para usarlos en el proceso de producción, los cuales van desde edificios, maquinaria y equipo, equipo de transporte, entre otros. Año a

año se presentaron alzas leves en este rubro, con un promedio de variaciones del 3.5%, lo que indica que la economía colombiana viene presentando un crecimiento en los requerimientos de capital, y por ende en las inversiones de las empresas. Sin embargo cabe enunciar que este rubro comparado con periodos anteriores no presenta un comportamiento tan significativo.



(Datos en miles de millones, elaboración propia)

En la infraestructura colombiana, el segmento de obras civiles para el desarrollo vial sigue presentando buenas proyecciones, en las vías de cuarta generación. El primero subgrupo denominado “primera ola”, se encuentran 9 proyectos adjudicados con más de 1000 km en vías y cerca de unos 14 billones de pesos en sus valores de obra. Por el lado de la “segunda ola” se presentan avances minuciosos para el 2018, pero con un valor de 1.96 billones de pesos en los proyectos. El proceso de “tercera ola” está iniciando, y cuenta con más de 1900 km en sus requerimientos (ANDI, 2018).

En este apartado es de suma importancia hacer énfasis en los procesos de incentivos que el gobierno colombiano ha venido implementando a lo largo de este periodo de estudio, con el fin de lograr una dinámica más fuerte en este sector y garantizar un crecimiento económico cercano a un 6%. Si bien es claro este tema presenta algunos impedimentos para su libre

desarrollo, tanto de carácter ambiental, social y legal; que se evidencian en la forma de adquirir los predios, los permisos ambientales para llevar a cabo dichas obras y la necesidad de mitigar el impacto al hábitat de las comunidades que se asientan en dichos territorios. El gobierno ha venido trabajando con marcos normativos para avanzar (Anif, 2013). Entre el 2012 y 2020 se tienen proyectados 112 billones en inversión de infraestructura pública (monto que asciende a 264 billones con cifras proyectadas por la ANIF), los cuales incluyen sectores como, vivienda ciudad y territorio nacional, transporte, tecnologías de información y comunicación, y el sector de minas y energía (Anif, 2013). Sin embargo dado el enfoque de este trabajo cabe preguntarse, de ¿Qué manera el gobierno debería gestionar las fuentes de financiamiento para estos proyectos de gran importancia para el desarrollo económico? Como primera instancia se debe contemplar el denominado déficit fiscal, pues en ámbitos de sostenibilidad se sabe que debe tenerse un nivel objetivo para este déficit; y es en este punto donde las otras fuentes de financiamiento entran en juego.

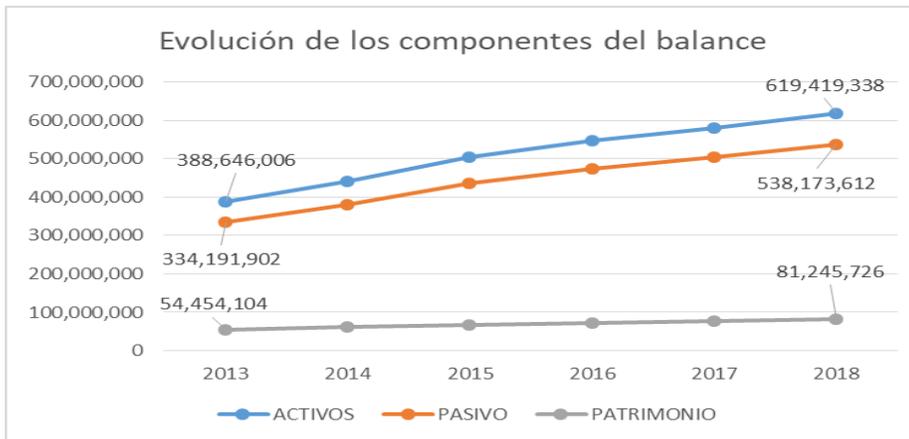
Cabe resaltar que al estar en escenarios de economías globales, es importante comprender que la dinámica de crecimiento que enfrenta cada país responde a choques en mercados externos. Las tensiones comerciales que lleva a cabo Estados Unidos ante una ideología proteccionista, hace más volátil el desarrollo de exportaciones para productos como acero y aluminio; afectando a Colombia en la denominada tubería petrolera. La inversión extranjera directa se ha venido desacelerando entre el año 2015 y 2017 con comportamientos para el año inicial de 1.92 billones de US, a 1.81 billones en el 2016%, y 1.43 billones para el 2017. Donde los principales emisores en miles de millones de US son Estados Unidos (342), Japón (160), China (136), Reino Unido (100). Y los principales receptores bajo la

misma denominación son Estados Unidos (275), China (136), Hong-hong (104), Brasil (63), Singapur (62), según (ANDI, 2018).

En estudios orientados hacia la competitividad de los países y su entorno para emprender negocios, Colombia durante el 2018 ha presentado comportamientos desfavorables. En cuanto a la competitividad, el estudio a cargo del FMI reportó un posicionamiento de 60 entre 140 países analizados. Estructurando su clasificación en 4 grupos principales, entorno favorable, capital humano, mercados y ecosistema de innovación. La denominada adopción de las TICs (dentro del grupo de entorno favorable), presentó un comportamiento negativo gracias a la falta de baja en banda ancha móvil y acceso a internet. Por otra parte el aspecto de habilidades (dentro del capital humano) presenta también bajas, debido al poco nivel educativo en ciencias promotoras de innovación. Cabe resaltar que las variables sociales que promueven escenarios de terrorismo, conflicto, crimen, tasa de homicidios, también es un factor que limita un buen entorno para la innovación. Sin embargo, cabe resaltar que a pesar de la necesidad de enfrentar grandes retos con relación a la innovación empresarial como arma para fortalecer la competitividad en un mercado global, Colombia ha presentado en este año mejor comportamiento que países latinoamericanos como Perú, Argentina, Brasil, Paraguay, Ecuador y Venezuela (ANDI, 2018).

Sector bancario

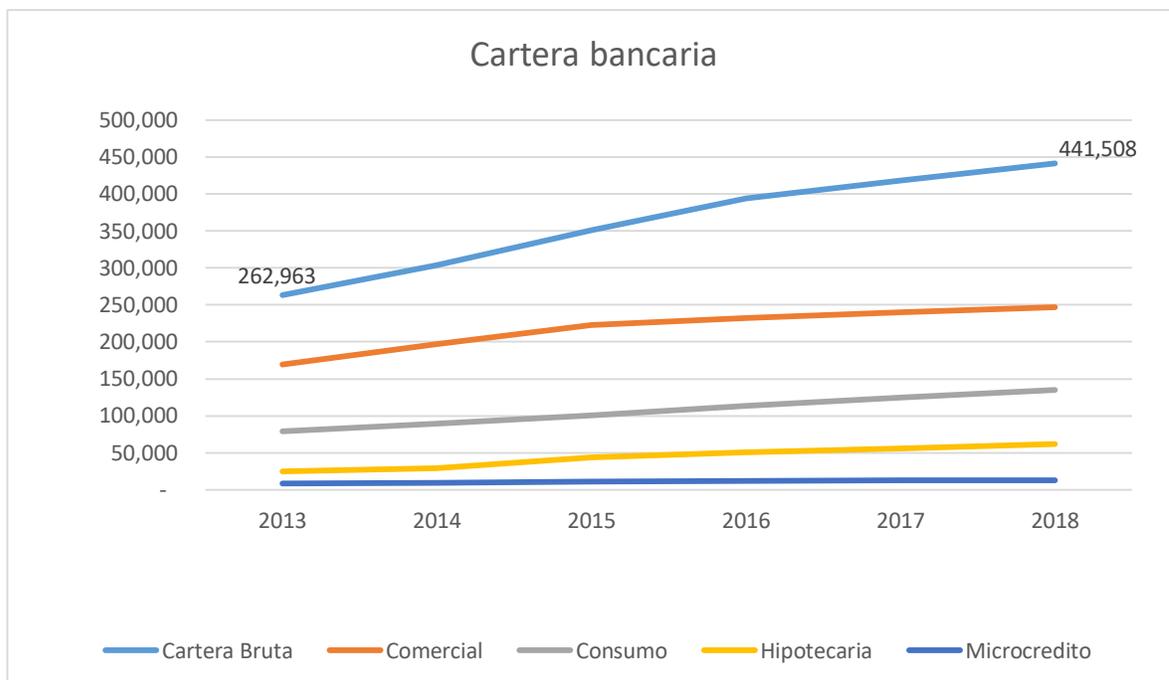
Como ya se ha observado, la dinámica de crecimiento en el sector de servicios financieros ha sido favorable, y además de la argumentación en los apartados teóricos sobre la necesidad de lograr una desconcentración bancaria para los procesos de financiamiento, es interesante saber la tendencia de este sector a lo largo del periodo de análisis.



(Datos súper intendencia financiera, elaboración propia)

Tomando datos del balance general de todo el mercado colombiano para las entidades de crédito (millones de pesos), en este caso las más importantes, los bancos, se da cuenta del crecimiento y estabilidad de las mismas. Con crecimientos de sus activos entre el 2013 y 2018 a cierre de cada año de 59%, y un 49% en el patrimonio (SFC, 2019).

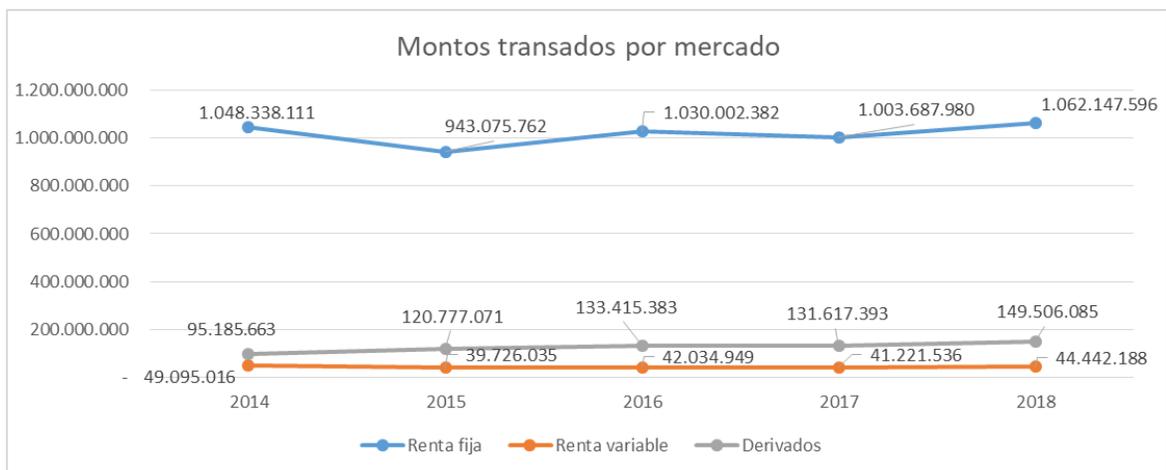
En la cartera bruta de estas entidades (a miles de millones de pesos) se observa el siguiente comportamiento para las 4 modalidades de crédito principales.



(Datos súper intendencia financiera , elaboración propia)

En general se observa un alza constante en toda la cartera bancaria, teniendo gran participación la cartera comercial y la cartera de consumo. Bajo los intereses de este trabajo es importante analizar el segmento de los créditos para las empresas en nuestro país, como motor de crecimiento económico. Es por esto, que el denominado crédito comercial es la muestra de la gran preferencia que tienen las empresas a optar por entidades bancarias para financiar sus actividades. Para el año 2014 se observó un crecimiento de este rubro en 16% y para el 2015 de 13%, con un crecimiento promedio de 8% entre el año 2014 y 2018.

Mercado de capitales



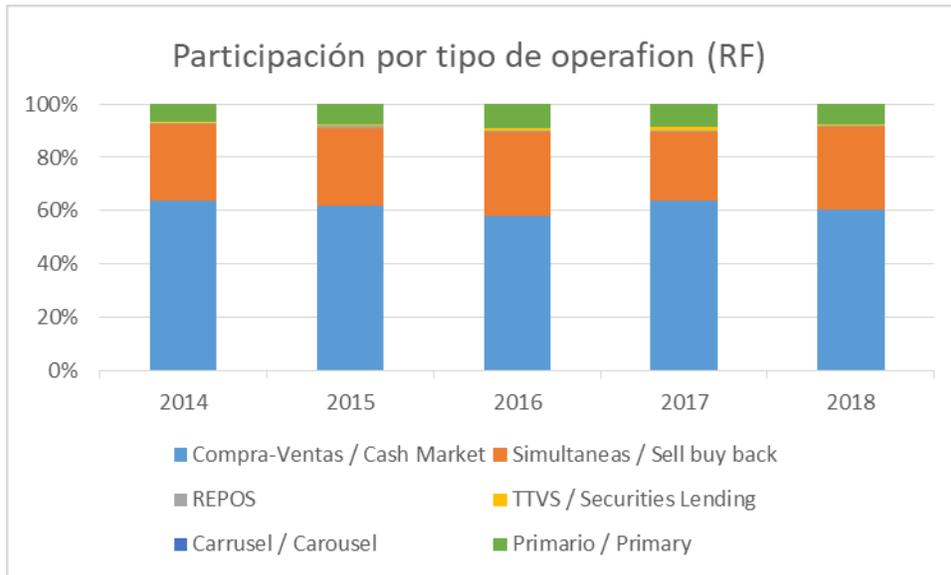
(datos en millones BVC, elaboración propia)

La dinámica para estos años en tipo de mercado muestra una concentración alta en el mercado de renta fija, datos que incluyen también emisiones en el mercado primario.

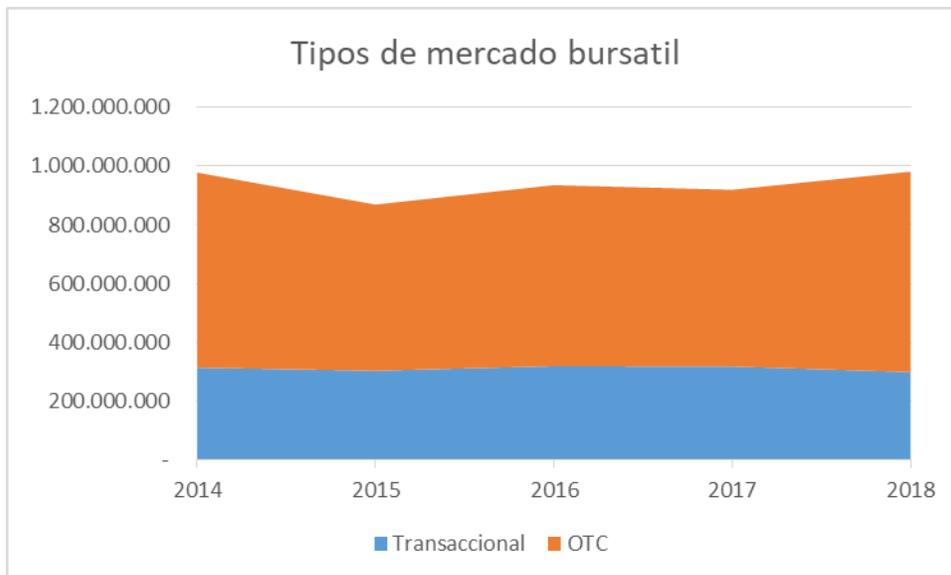
Teniendo en cuenta un crecimiento en el mercado de derivados ganándole al mercado de renta variable. En el siguiente grafico se observa la participación de las transacciones por tipo de operación en el mercado de renta fija donde la gran parte de estas operaciones se deben a compra ventas de títulos, seguido de operaciones en el mercado monetario

denominadas *simultaneas*. Estas operaciones junto con las Repos y TTV'S se caracterizan

por formar liquidez al mercado en el corto plazo.



(datos en millones BVC, elaboración propia)

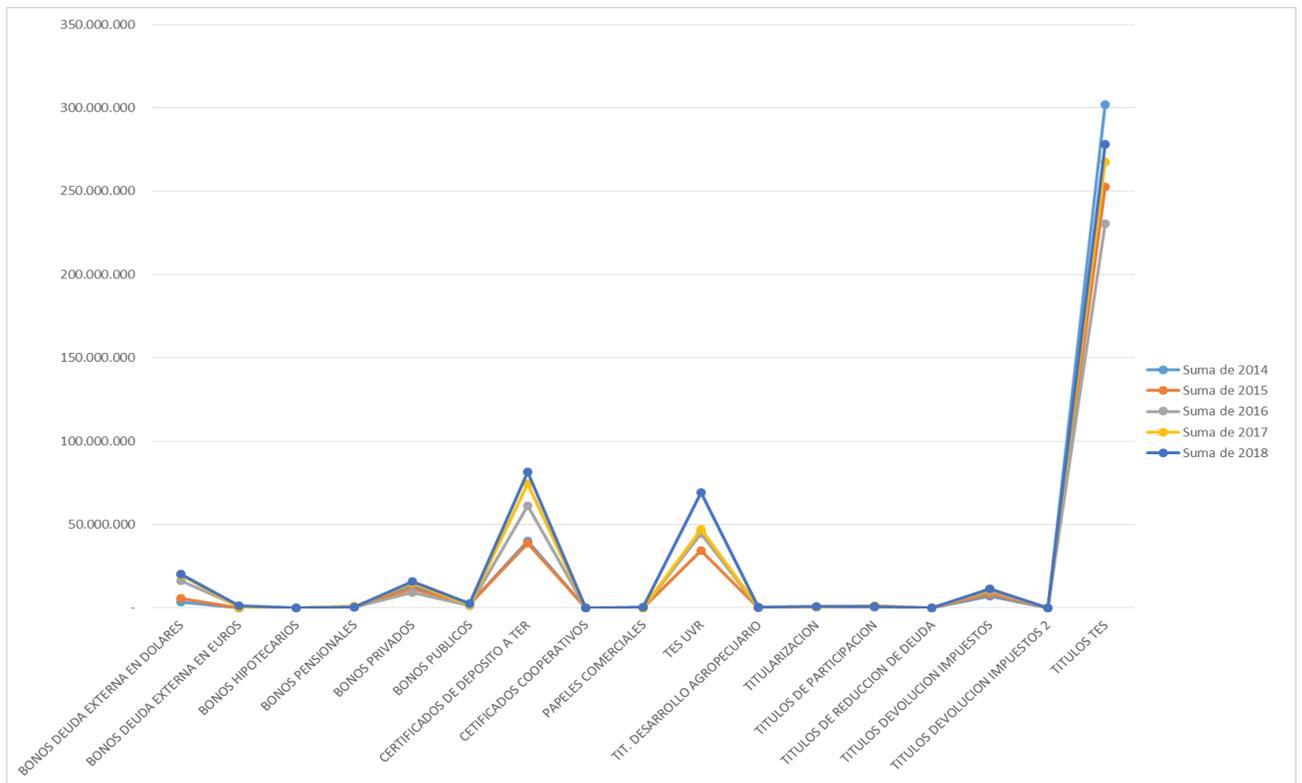


(datos en millones BVC, elaboración propia)

Es interesante resaltar la brecha en montos para los sistemas de negociación en el mercado, donde el sistema bursátil (se negocia en bolsas de valores) o también llamado transaccional, presenta los menores montos de negociación en comparación con el mercado extrabursátil o OTC, el cual goza de un escenario de operación menos consolidado y por fuera de las bolsas de las bolsas de valores.

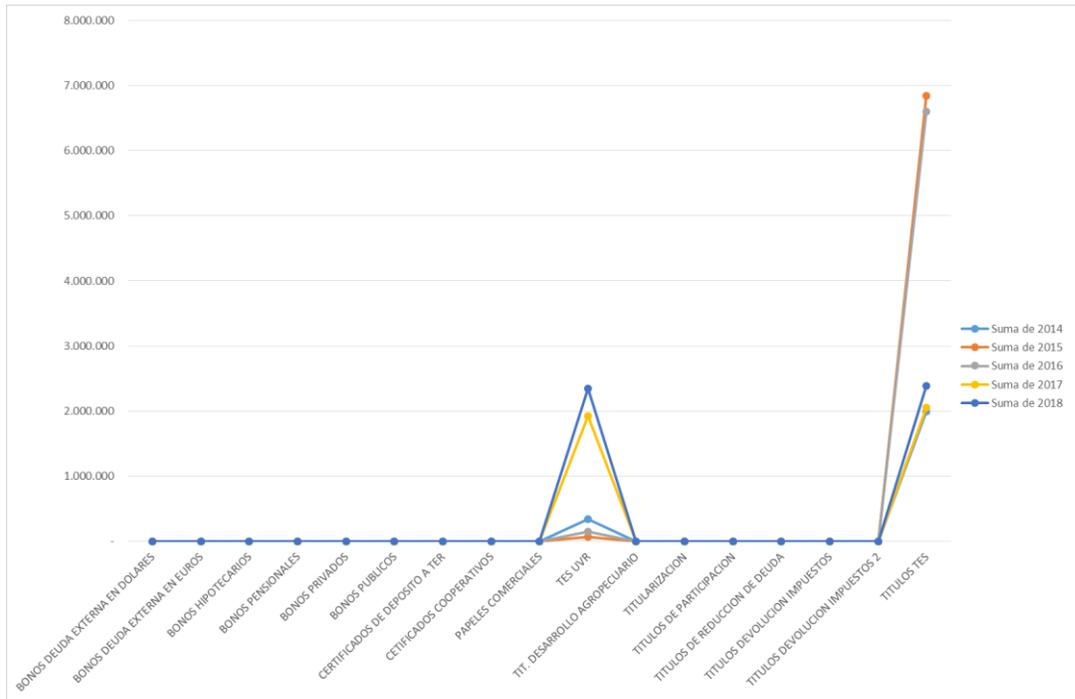
Para desagregar aún más estos mercados, los siguientes gráficos muestran los montos de negociación por tipo de título para cada uno de las modalidades de negociación.

Mercado OTC, evolución por tipo de título y operación de compra-ventas



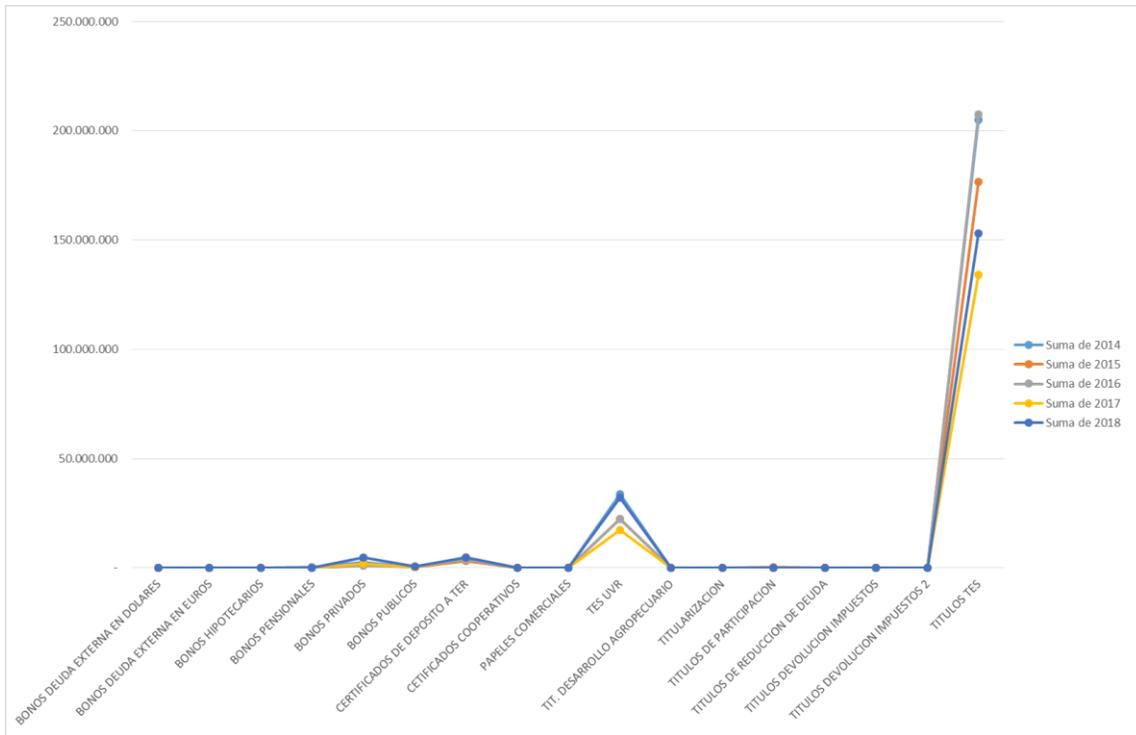
(datos en millones BVC, elaboración propia)

Mercado OTC, evolución por tipo de título y operaciones REPOS.



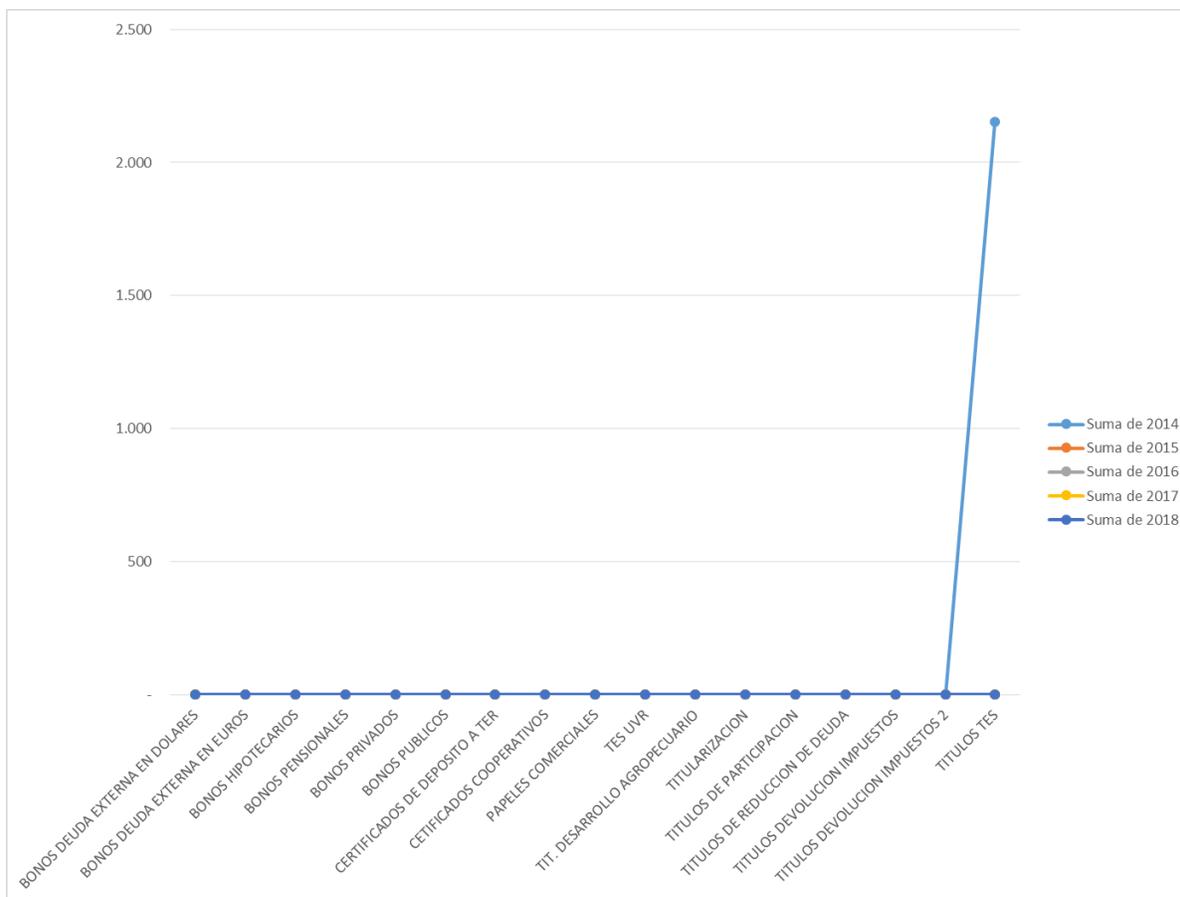
(datos en millones BVC, elaboración propia)

Mercado OTC, evolución por tipo de título y operaciones Simultáneas



(datos en millones BVC, elaboración propia)

Mercado OTC, evolución por tipo de título y operaciones TTV'S

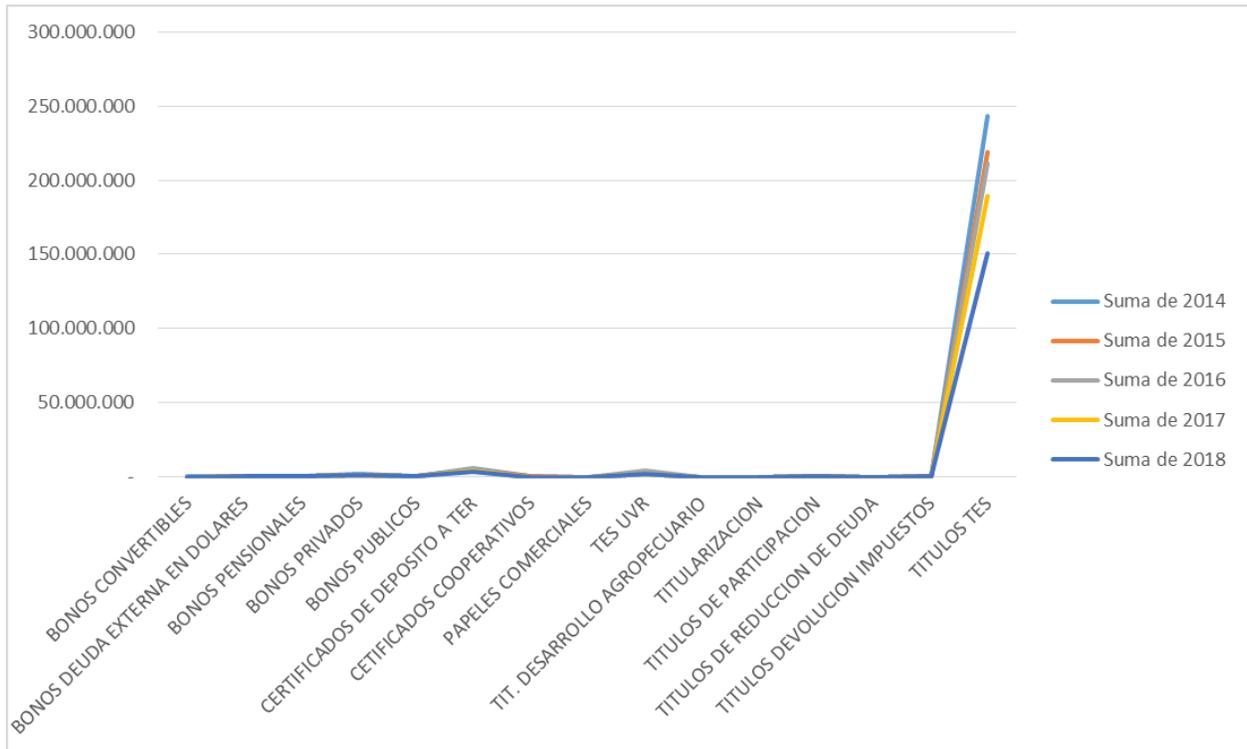


(datos en millones BVC, elaboración propia)

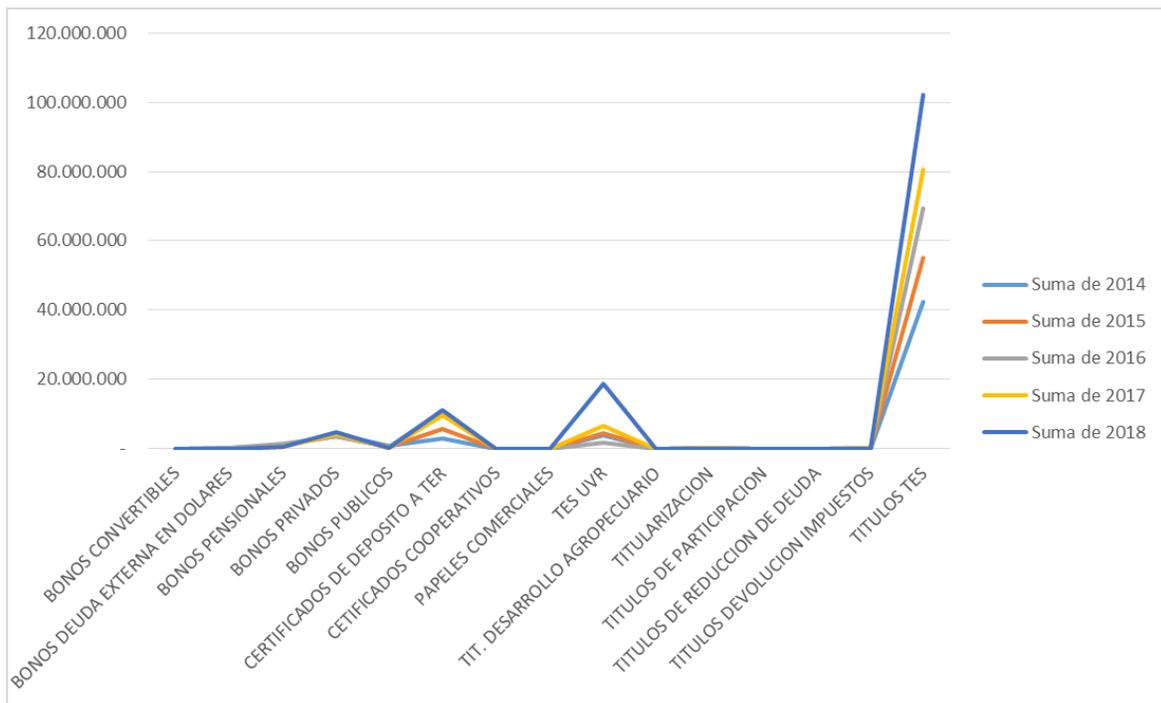
Para este apartado del mercado OTC, se destaca la gran concentración en títulos de deuda pública (tes), en donde para las 4 modalidades de operación son los que llevan la gran delantera, seguido de los depósitos a término fijo (CDT'S), y Tes en uvr.

En el mercado transaccional o bursátil observamos el siguiente comportamiento:

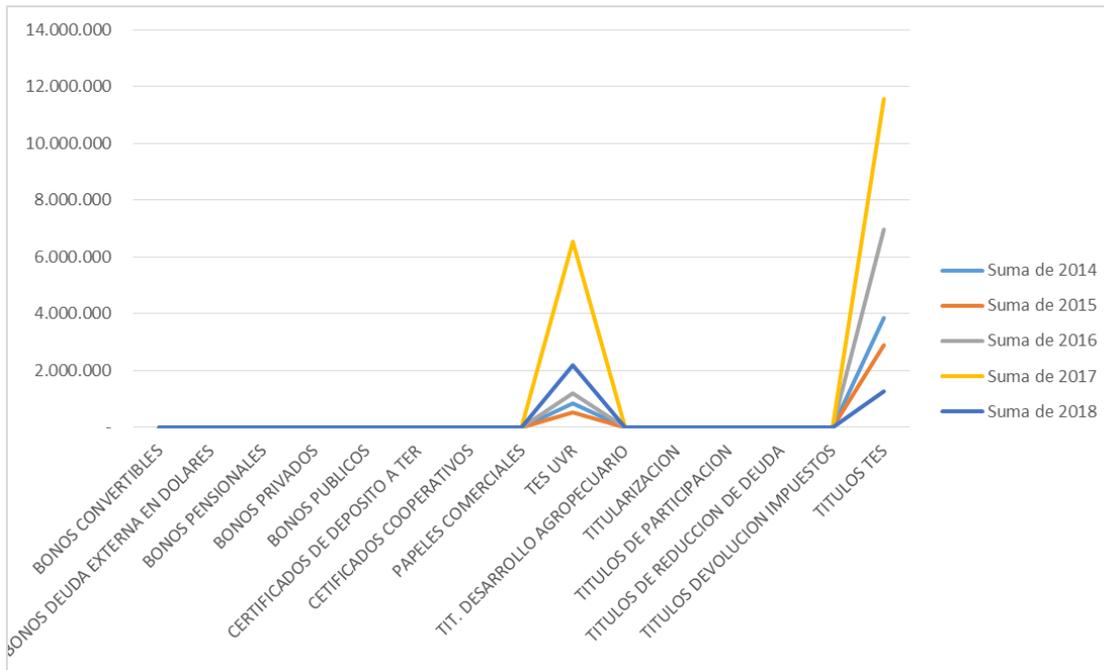
Mercado bursátil, operaciones de compra venta



Mercado bursátil, operaciones Simultáneas



Mercado bursátil, operaciones TTV'S



Después de haber hecho un recuento en general del sistema es pertinente tomar como referencia el estudio de (ASOBOLSA, ANIF, 2017) que se hace desde una perspectiva más estructural del mercado, resaltando la posición y desarrollo de las sociedades comisionistas de bolsa, aspectos regulatorios en el mercado, y hechos relevantes para la dinámica del mismo:

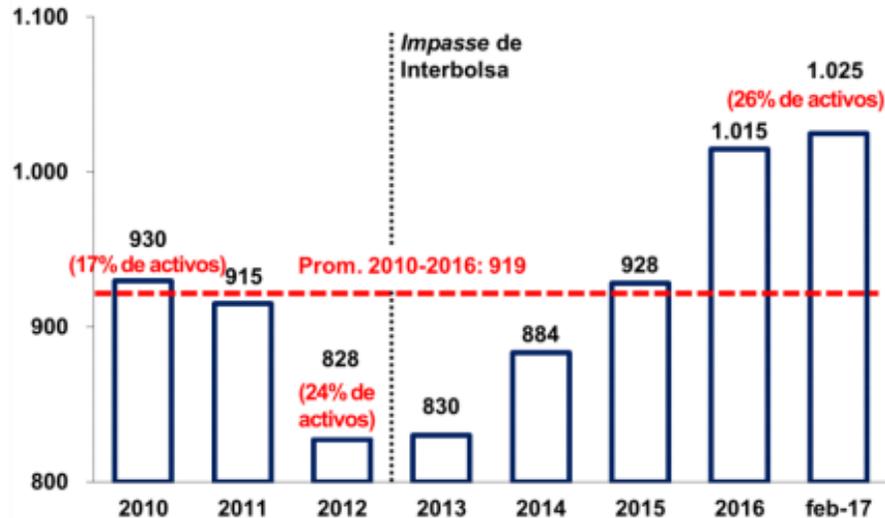
- Como acontecimiento precedente al periodo de interés de este trabajo se destaca el colapso de la comisionista Interbolsa en noviembre del 2012. La caída de interbolsa tal como lo enuncia (Añamuro, 2015) fue un hecho de corrupción privada que se catalogó como uno de los escándalos financieros más grandes de Colombia. En donde personas naturales y empresas sufrieron daños económicos graves a causa de una mala y fraudulenta administración de su capital. Esta entidad que al 2003 tenía

un patrimonio de 54.672 millones, en el año 2000 en ánimos de reorganizar su portafolio de productos se empezó a mover bajo tres frentes: inversiones estratégicas, inversiones de capital (en empresas como Easy fly, gupo emi, odinsa, Coltejer, Fabricato, entre otras más.); e inversiones de tesorería, las cuales encerraban inversiones en mercados internacionales y locales actuando como una mesa de dinero. El hecho crucial y principal causante de su quiebra, fue el uso de las operaciones Repo como fuente de financiamiento, donde sus activo de “garantía” para poder acceder a esta modalidad, eran las acciones de la empresa Fabricato, en la cual interbolsa era uno de sus principales accionistas. Esta empresa vio como estrategia emitir una cantidad considerable de préstamos repo, con ánimos de que la acción de fabricado subiera de precio (dando un aparente imagen de acción líquida y estable). Este efecto de engorde en el precio tuvo su límite hasta que las acciones terminaron en picada, ocasionando que la mayoría de préstamos no tuvieran posibilidad de saldarse (uno de ellos fue la deuda con BBVA por 20.000 millones). Como consecuencia de esto la empresa se declaró en liquidación por parte de la súper intendencia financiera de Colombia. Además del impacto en la estructura del mercado por la caída de la bolsa más grande, esto desencadenó desconfianza hacia el mismo por parte de los inversionistas colombianos.

- 2013 -2014 desvalorizaciones en acciones del sector minero energéticas -20% a causa del bajón de los precios del petróleo.
- Los activos de las sociedades comisionistas pasaron de tener niveles a los 5.6 billones a 3.6 billones en 2013 y 3 billones entre el 2014-2015(tiempo de la caída en los precios del petróleo). 4 billones a 2017 en este último tramo se destaca retiradas de fondos de algunos holdings extranjeros para ponerlos en otros capitales.

- El comportamiento de su patrimonio es el siguiente.

**Gráfico 5. Patrimonio de las SCB
(\$ miles de millones)**

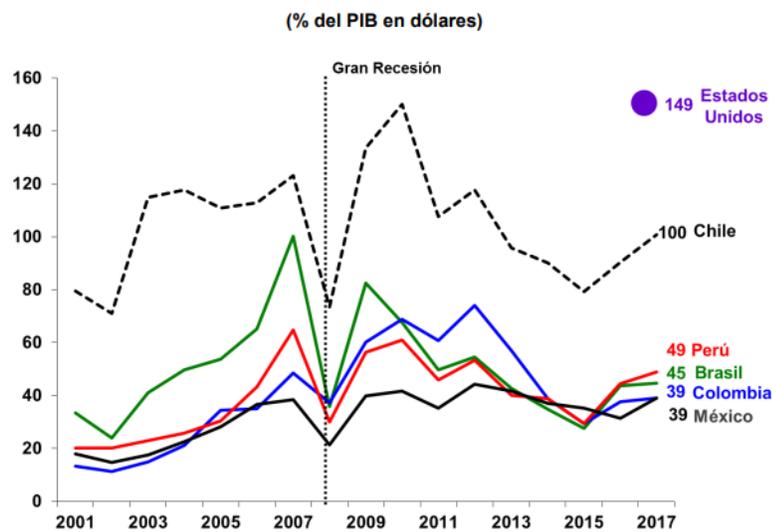


- Roe de las scb, ha venido variando constantemente llegando a mínimos de 5.8% en el 2012, dado lo ya enunciado con interbolsa . Cabe resaltar que en los bancos se genera un roe a feb 2017 de 15.9 y las afp (administradoras de pensiones y cesantías de 7.2), elemento de contraste con las SCB cuyo ROE se encuentra en recuperación, llegando a niveles del 9.5%.
- Analizando el mercado de renta fija, se da cuenta de la alta participación del segmento público manteniéndose en niveles del 97.3% para el 2015, y un 93.5% para el 2016. Como se data, las emisiones de bonos corporativos siguen siendo bajas, entre el 2015 y 2016 se encuentran emisiones cercanas a los 10 billones, esta realidad se debe a la poca rotación de este tipo de títulos en las administradoras de fondos de pensiones (AFP'S) en sus portafolios, y a la preferencia por bonos ultra seguros de calificaciones "AAA" por parte de estas entidades, al compararlo con otros títulos con calificación no tan sobresaliente. Además, no hay un fomento por

parte de empresas más pequeñas a emitir este tipo de deuda. (la relación retorno riesgo no está siendo explotada de mejor manera).

- Como otro elemento importante es necesario analizar el comportamiento de los mercados extranjeros, sabemos que los flujos de capitales de un mercado a otro dependen de variables macroeconómicas que tenidas en cuenta me garanticen maximizar rendimientos y evitar riesgos. Según la referencia de (asobolsa y aniff estructura del mercado y costos) desde el 2013 se empezó a dinamizar el comportamiento del capital “off shore”, capital externo de corto plazo, gracias a las rebajas en el impuesto de renta al 14%, la inclusión de la deuda publica en el índice de “GBI”de jp Morgan en 2014, la abundante liquidez mundial y las alzas de tasas de la FED.
- El volumen transado en el mercado de renta fija por tipo de agente, vemos como los bancos y las sociedades comisionistas son los líderes en las transacciones de este tipo de títulos. Los bancos en el **2015** tuvieron participaciones de 33% y 39% en el **2016**, SCB 10% a 37%, FIDUCIARIAS, 7% Y 7%, AFPS 7% A 6%, Aseguradoras 2% A 2% Y OTROS 11% A 10% con un total de 806.4 billones (2015) y 842.1 billones para 2016 (sin contar el mercado primario).
- En el mercado de renta variable, se observa un grado de capitalización bajo como porcentaje de PIB al cierre del 2016, comparado con países con mercados desarrollados como estados unidos, y con países latinoamericanos. Tal como se muestra en la imagen.

Gráfico 13. Capitalización bursátil en América Latina



Analizando los emisores, se destaca el bajo desarrollo en la cantidad de estos para el mercado colombiano. Teniendo solo 60 emisores a 2017, comparado con los 359 en Brasil, 310 en Chile y Perú. Este es un factor crucial para comprender cómo un mercado tan concentrado puede depender tanto de unas cuantas empresas, desvalorizaciones de acciones como Avianca (-5.1%), Éxito (-8-1%), Isa (-1.7%), y Ecopetrol (-19%), durante el 2012 y 2017 fueron participes en la desvalorización del colcalp.

- Al analizar los participantes en el mercado, las SCB se clasifican en tres grandes categorías Holdings, aquellas que forman parte de conglomerados internacionales, bancarizadas, que son respaldadas por un banco con operación nacional, e independientes, aquellas que no entran en ninguna de las calificaciones anteriores.

Cuadro 1. Caracterización Anif de las SCB en Colombia

Comisionistas	Por estructura	Por tamaño de activos
1.Aianza comisionista de bolsa S.A	HOLDING	MUY GRANDE
2.BTG Pactual	HOLDING	MUY GRANDE
3.Credicorp capital Colombia S.A	HOLDING	MUY GRANDE
4.Larrain Vial	HOLDING	MEDIANA
5.Old mutual valores S.A	HOLDING	PEQUEÑA
6.Valores Bancolombia S.A	BANCARIZADAS	MUY GRANDE
7.Corredores davivienda S.A	BANCARIZADAS	MUY GRANDE
8.Citivalores S.A	BANCARIZADAS	GRANDE
9.Casa de bolsa S.A	BANCARIZADAS	GRANDE
10.BBVA valores Colombia S.A	BANCARIZADAS	MEDIANA
11.Helm comisionista de bolsa S.A	BANCARIZADAS	MEDIANA
12.Servivalores GNB sudameris S.A	BANCARIZADAS	MEDIANA
13.Scotia securities (Colombia) S.A	BANCARIZADAS	PEQUEÑA
14.Acciones y valores S.A	INDEPENDIENTES	GRANDE
15.Adcap Colombia S.A	INDEPENDIENTES	GRANDE
16.Ultraserfinco	INDEPENDIENTES	GRANDE
17.Compañía de profesionales de bolsa S.A	INDEPENDIENTES	MEDIANA
18.Global securities S.A	INDEPENDIENTES	MEDIANA
19.Compass group S.A	INDEPENDIENTES	PEQUEÑA
20.Valoralta S.A	INDEPENDIENTES	PEQUEÑA
21.Afin S.A	INDEPENDIENTES	PEQUEÑA

- Al hacer una revisión de los activos de este tipo de entidades, según la clasificación ya mencionada los holdings presentan la mayor cantidad de los activos en el sistema, con un total de 1.96 billones a 2016, de los cuales es necesario resaltar la participación de Credicorp y Btg pactual con 67% y 17% respectivamente. Las bancarizadas presentan niveles de 762 mil millones con una participación del 38% de valores Bancolombia en el monto de 506 mil millones asignado a la clasificación de “muy grandes”. Por último, se detalla el comportamiento de las independientes, las cuales presentan niveles decrecientes en el periodo analizado dado costos de infraestructura altos. A 2016 hay un monto de 334 mil millones de pesos en activos con una participación alta de la bolsa llamada “Acciones y valores” teniendo un 26% del segmento “grandes”.

Gráfico 21. Activos de las SCB Holdings
(\$ miles de millones y % del total de activos)

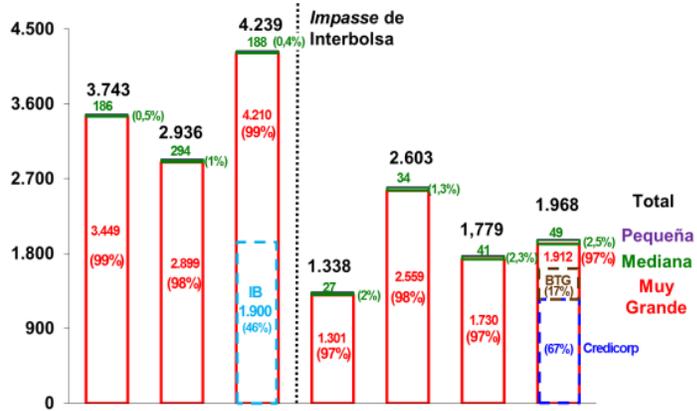


Gráfico 22. Activos de las SCB Bancarizadas
(\$ miles de millones y % del total de activos)

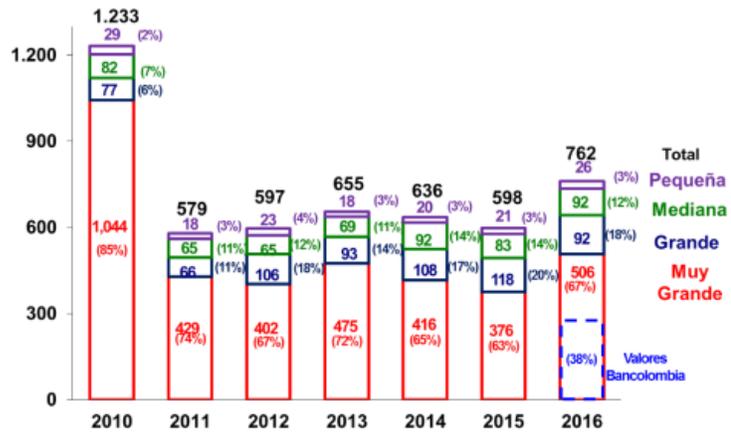
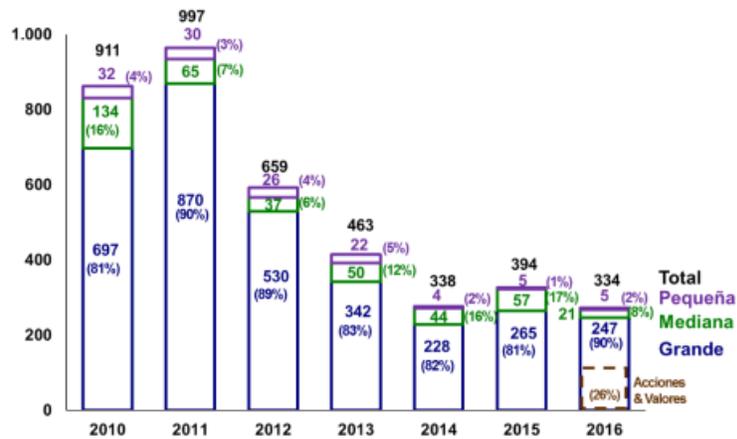
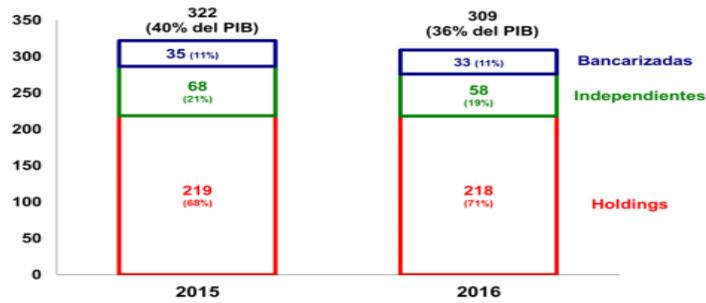


Gráfico 23. Activos de las SCB Independientes
 (\$ miles de millones y % del total de activos)



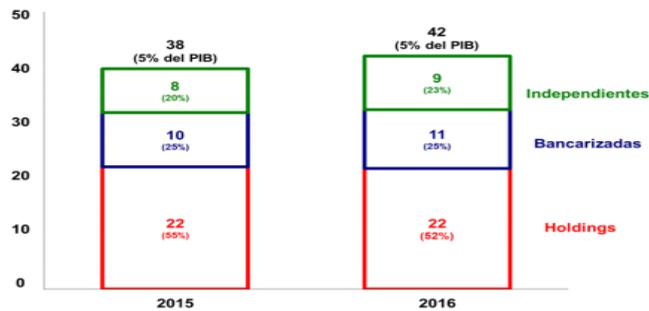
- A continuación se muestran los montos transados para los años 2015 y 2016 por tipo de comisionista de bolsa. Tanto para renta fija como renta variable. Dando cuenta que las tipo holding llevan la delantera en este tipo de transacciones encargándose de un 68% para 2015(dentro del total de 322 billones) y un 71% para el año 2016 (dentro del total de 309).

Gráfico 28. Renta fija: Volumen transado por SCB (\$ billones, % del total)



Fuente: cálculos Anif con base en Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 29. Renta variable: Volumen transado por SCB (\$ billones, % del total)



Fuente: cálculos Anif con base en Bolsa de Valores de Colombia.

- Para renta variable, estas también toman la ventaja.

Regulaciones que impactan la liquidez (después de la crisis 2008 e interbolsa)

- Las scb resaltan que los costos de infraestructura que vienen de parte de los “servicios que provee” las BVC son de importante cuidado (la bolsa actúa como un monopolio, en adición en cada transacción hay múltiples agentes que intervienen allí, cámaras de riesgo central y contra parte, cámara de divisas, custodio FICS, AMV, entre otros.)

- Entre el 2010 y 2017 después de eventos como la crisis financiera en el mercado estadounidense, se empezaron a fortalecer en gran medida las regulaciones en cuanto a los riesgos que enfrentan las entidades financieras. El comité de Basilea, como bien lo menciona (Banco de pagos internacionales, 2010) surge como la necesidad de establecer regulaciones bien soportadas a las actividades en el sector bancario a nivel mundial. Después de la crisis financiera de estados unidos anteriormente mencionada, los integrantes del comité de Basilea empezaron a enfocar sus esfuerzos en los temas del riesgo de liquidez y la conformación del capital de estas entidades. En el caso colombiano se hace un seguimiento al llamado índice de riesgo de liquidez, el cual tiene dos elementos claves para su formación. Los activos líquidos (AL), que incluyen las inversiones en moneda local y extranjera de alta calidad que deben representar un 70% del total de activos y los denominados requerimientos netos de liquidez (RNL); los cuales se dividen en CP (recursos por cuenta propia) y T (recursos de terceros). Estas variables se operan para presentar un detalle en cuanto al diferencial en monto, y la proporción entre estas. Tal como se evidencia en la siguiente figura.

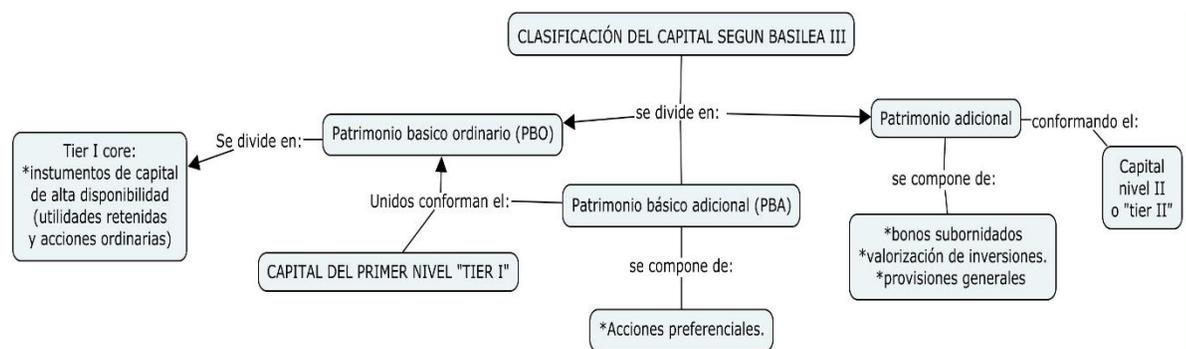
Cuadro 2. Cálculo del Índice de Riesgo de Liquidez (IRL)

<p>Indicador de Riesgo de Liquidez de los bancos*:</p> $IRL_m = ALMC - RNL \geq 0$ $IRL_r = \frac{ALMC}{RNL} \geq 100\%$	<p>Indicador de Riesgo de Liquidez de las sociedades comisionistas de bolsa:</p> $IRL_m = ALMC - (RNL_{CP} + RNL_T) \geq 0$ $IRL_r = \frac{ALMC}{RNL_{CP} + RNL_T} \geq 100\%$
--	--

- Este indicador se hace para los plazos de 7,15 30,90 días.

Para las SCB estos índices se han comportado de manera favorable, mostrando un sobrecumplimiento de 1.198% en promedio para la modalidad de 1 Día. Y 564% para la modalidad de 7 días, en los años 2014 al 2017. Reflejando la alta liquidez que presentan este tipo de entidades.

- En el ámbito de las regulaciones para el capital de estas entidades encontramos la clasificación que se tiene implantada según Basilea III.



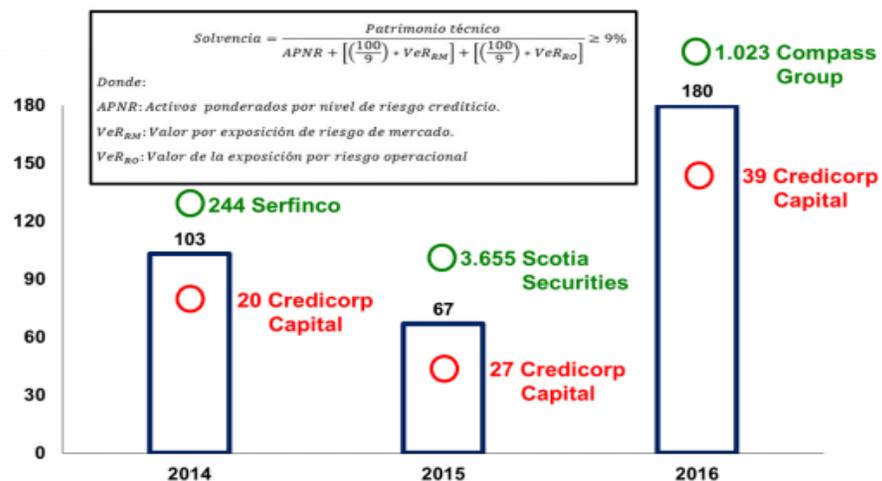
(Grafico de elaboración propia)

- A breve resumen estas clasificaciones de capital tratan de mostrar las formas en que este tipo de títulos valor pueden entrar en juego ante la declaración de liquidación de alguna entidad. Entendiéndose que a mayor nivel de clasificación, el capital presenta mayor calidad y disponibilidad para hacer frente a choques que afecten la posición de dichas entidades. Las llamadas utilidades retenidas, son aquellos montos de utilidad producto del ejercicio de la actividad de cualquier empresa, que se mantienen inmovilizados hasta que se presente la necesidad de utilizarlos para cualquier propósito; siendo esta una fuente interna

de financiamiento para las organizaciones.

- Por otra parte los niveles de solvencia de las SCB deben ser mayores al 9% , evidenciando un buen comportamiento entre los años 2014 y 2016, con niveles promedio del 100%.

**Gráfico 33. Indicador de solvencia de las SCB
(Cifras a diciembre de 2016, %)**



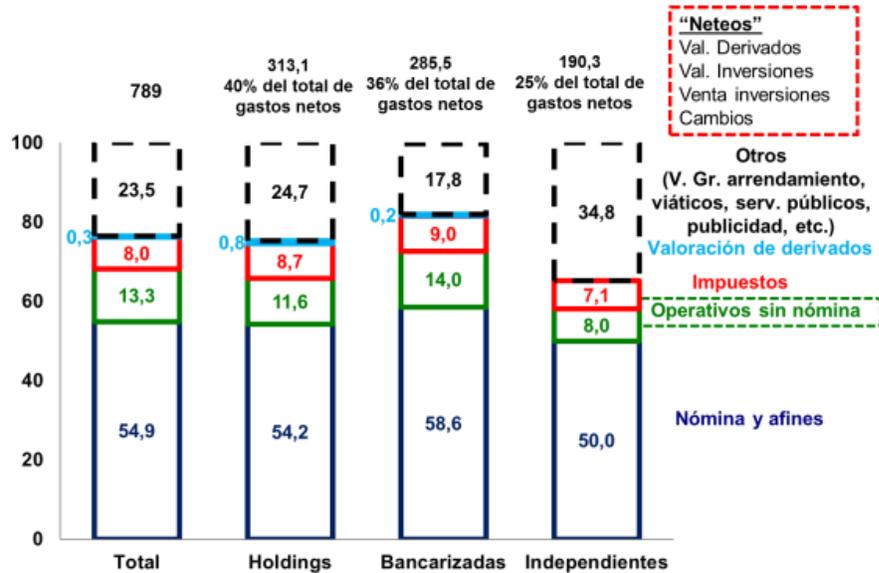
Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera de Colombia.

Como es de esperarse que exista alta volatilidad dada la cantidad de entidades y sus tamaños, en el gráfico se muestran comisionistas con picos de solvencia altos y otros bajos. Sin embargo, a nivel general se presentan buenos comportamientos con este índice.

Así las cosas, cabe preguntarse si estos requerimientos tanto para la liquidez como para el capital, hacen que el costo de oportunidad que presenten las SCB con ese dinero “estancado” puedan considerarse altos o no.

- En adición, es importante enunciar cómo se comportan las estructuras de costos de estas entidades. Para intentar dar detalle sobre los tipos de costos más influyentes, y sobre todo como se desenvuelven los denominados costos de infraestructura. Que son aquellos que dan referencia sobre el acceso de sistemas y plataformas de información, pagos a la BVC para poder llevar a cabo operaciones, entre otros más.
- A nivel general, los rubros de gastos que más sobresalen en las SCB a fines del año 2016 sobre el total de 789.000 millones, encontramos a los llamados “nómina y afines”, con un 54.9%. El cual se explica por la fuerza de trabajo comercial que estas entidades requieren. Por otra parte los denominados “gastos operativos sin nomina” que tratan de dar cuenta sobre las necesidades de infraestructura y tecnología ya mencionadas, representan un 13.3%. Y por último, lo llamados “otros” datan sobre los gastos en publicidad, viáticos, arrendamiento, entre otros. Representan un 23.5%.

Gráfico 40. Gastos netos de las SCB
 (\$ miles de millones, % del total, 2016)



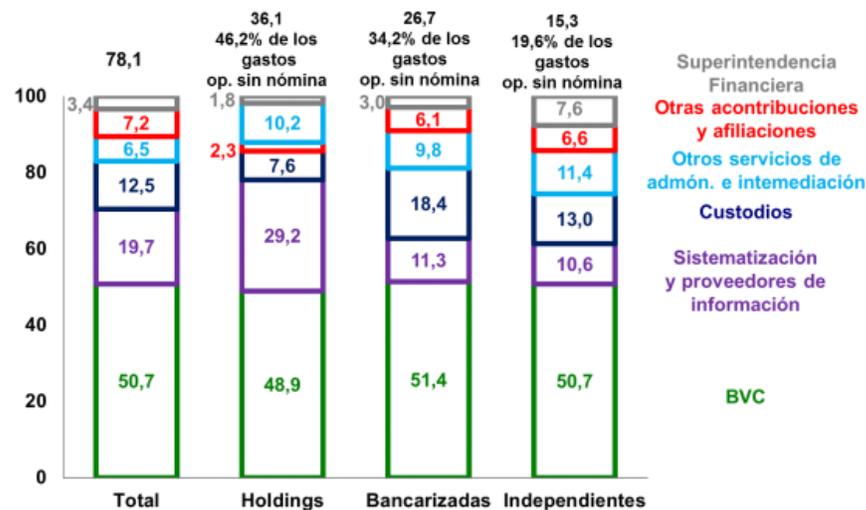
Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

Como comentario general, la dinámica de estos gastos por tipo de comisionista presenta comportamientos diferenciales en el rubro de nóminas y afines para el segmento más alto de los holdings y las bancarizadas con un 57% y 62% respectivamente.

- Para desglosar mejor los gastos infraestructura, el presente documento referenciado en este apartado, manipuló los datos sin tener en cuenta el componente de nómina. Evidenciando una alta participación en los pagos a la BVC (50.7%), en los cuales se encuentran sistemas de negociación nuevos, un 19.7% se lo lleva el rubro de sistematización y proveedores de información, los cuales dan cuenta a la transformación digital que se está gestando en el ámbito financiero global, por parte de las empresas que prestan estos servicios. Junto con el manejo de plataformas como Bloomberg, con el fin de hacer un uso más sofisticado a la información de carácter financiero. En adición encontramos la

clasificación “custodios” (12.5%), entendiéndose como una facultad que tiene Deceval de estar al tanto de las operaciones relacionadas con los títulos en el mercado, las gestión del pago de los rendimientos de capital y dividendos mediante un cobro a administradoras de portafolio, además de los servicios de infraestructura para facilitar registros de cambio de propiedad de los tenedores de dichos títulos. Por otra parte encontramos con participaciones más marginales, el rubro de “otras contribuciones” las cuales hacen referencia aquellos montos de dinero que se dirigen a entidades de apoyo específicas tales como la Superintendencia financiera (7.2%), como entidad supervisora, y Asobolsa (3.4%), que tiene como fin la asesoría, y el desarrollo de estudios en lo referente a las actividades de estas SCB.

Gráfico 45. Gastos “operativos sin nómina”
 (\$ miles de millones, % del total, 2016)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

Conclusiones

Nos encontramos con un mercado con tendencias de crecimiento considerables para el periodo analizado con varios retos para establecer un mercado más llamativo para los capitales extranjeros. Es necesario apostarle a un mercado de renta fija con más variedad de títulos, que hagan de este un mercado más diversificado, como se data en este trabajo existe una excesiva concentración de demanda por parte de los títulos de renta pública (TES) utilizados en gran proporción para las diferentes modalidades de operación, evidenciando un bajo desarrollo en la existencia de títulos de carácter privado. Este hecho se ve respaldado por una dependencia del sector bancario para el acceso a mecanismos de financiamiento, con carteras de crédito comercial con crecimientos promedios de 8% en el periodo analizado. Por otra parte, para el objetivo de toda nación de generar crecimiento a largo plazo, es necesario fortalecer el mercado de renta fija tanto para el sector público como privado, en el ámbito de financiar la infraestructura colombiana, que como se data, presenta gran dinamismo y necesidades de capital que quizás por vía del crédito bancario no van a ser las más óptimas. Este hecho desencadenaría a su vez la posibilidad de controlar el déficit fiscal que presenta la nación bajo nuevos capitales privados que quieran invertirse. Además, como otro factor importante, es clave para una nación mejorar su estructura de financiamiento interna, con ánimos de desconcentrar su dependencia a la deuda externa; pues con riesgos de devaluación cambiaria tan presentes en nuestra economía no es tan conveniente seguir dependiendo de este tipo de deuda.

A nivel de infraestructura de mercado, se observa un buen comportamiento a nivel general de las SCB con activos, patrimonio y roes crecientes a entre el 2013 y 2017. Mostrando la rentabilidad que fluye por el sistema. A nivel de tipo de sociedad comisionista se observa

una gran dinámica en las tipo holding y bancarias sienten las participantes mayores para los activos y montos transados dentro del sistema. Al detallar los requerimientos en capital y riesgos de liquidez ante la existencia de crisis financieras mundiales y escándalos como lo mencionado en interbolsa, el sistema colombiano viene implementando regulaciones bajo el llamado comité de Basilea, las cuales según lo enunciado en el presente trabajo, presentan un comportamiento más que bueno, pues durante el periodo de análisis los índices de riesgos de liquidez y solvencia sobrepasan en gran cantidad a los mínimos exigidos por el sistema. Sin embargo, como elemento a evaluar en posteriores investigaciones, se debería tener en cuenta el costo de oportunidad de estos capitales que se encuentran sin rentar.

Otro efecto negativo que dejó la caída de interbolsa, que es necesario mencionar en este apartado, es la desconfianza que se generó en el mercado, haciendo que el sector inversionista retail (persona natural) siga perdiendo participación. Estos factores culturales negativos por parte de la sociedad colombiana necesitan acabarse mediante programas de educación financiera, promoción de clubs de inversión, que son modelos de inclusión de personas naturales al mercado, donde estas cuentan con capital conjunto para invertirlo y a su vez generar espacios para aprender técnicas con el fin de ser un participante más activo en la bolsa, que comprenda de mejor manera la economía en general.

Por último y no menos importante es alarmante la gran concentración que tenemos en el mercado accionario, donde solo contamos con 60 emisores en el mercado a 2017 estando en posiciones desfavorables con otros países, desencadenando una alta dependencia por el

comportamiento de cierto grupo de acciones al momento de evaluar determinados índices accionarios.

Referencias

- Agudelo, d. (2008). *Liquidez en los mercados accionarios colombianos: ¿Cuanto hemos avanzado en los ultimos 10 años?*
- ANDI. (2018). *Colombia: Balance 2018 y Perspectivas 2019.*
- Anif. (2013). *La inversión en infraestructura en Colombia 2012-2020 * Efectos fiscales y requerimientos financieros.* Obtenido de http://www.anif.co/sites/default/files/investigaciones/inversion_en_infraestructura.pdf
- Añamuro, J. (2015). *corrupcion privada: un estudio de la ausencia de reglas de derecho privado, desde el caso de interbolsa. Javeriana.*
- ASOBOLSA,ANIF. (2017). *Sociedades Comisionistas de Bolsa: Estructura de mercado y costos.* ASOBOLSA.

Banco de pagos internacionales. (2010). *Basilea III: Un marco regulatorio global para bancos y sistemas bancarios mas resilientes.* . Suiza.

BIS. (2007). *Financial stability and local currency bond markets.*

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2014). *Investments.* MC GRAW HILL.

BVC. (10 de MARZO de 2019). *LEY 964 DE 2005.* Obtenido de

https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Mercado_de_Valores/Leyes?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5d9e2b27_11de9ed172b_-2e677f000001&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps

Cardenas, M. (1996). *Mision de estudios del mercado de capitales.*

Correal, J. (2003). *la autorregulación bursátil en el mercado de valores colombiano.*

Da silva, F., & Joao, V. (2018). The capital markets union in the scope. *Revista de Estudos Constitucionais, Hermenêutica e Teoria do Direito.*

DANE. (10 de Abril de 2019). *Informes sobre el producto interno bruto.* Obtenido de

<https://www.dane.gov.co>

Echevery, M., Sierra, j. p., & Aguilar, j. (2016). *Operación Bursátil en el Mercado de Renta Fija.*

FMI. (2016). *STAFF NOTE FOR THE G20 IFAWG DEVELOPMENT OF LOCAL CURRENCY BOND MARKETS OVERVIEW OF RECENT DEVELOPMENTS AND KEY THEMES SEOUL, KOREA.*

- Jungsuk, Y., Mohammad, H., & Sanchez, B. (2012). A re-examination of financial development, stock markets development, and economic growth. *Applied economics*.
- Lakshman, A. (2002). *Bursatilización o titularización de activos y financiamiento estructurado en los países de mercado emergente*.
- levine, r. (2005). *Handbook of economic growth*.
- levine, r., & zervos, s. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *The American Economic Review*.
- Naciones Unidas. (2009). *Clasificación Industrial Internacional Uniforme de todas las actividades económicas (CIIU)*.
- Oprea, R., & Stoica, O. (2018). Capital Markets Integration and Economic Growth . *Montenegrin Journal of Economics* .
- Pinilla, R., Valero, L., & Guzman, A. (2003). *operaciones financieras en el mercado bursatil*. Salamanca.
- Quiñonez, C. (2010). *INTERVENCIÓN DEL ESTADO COLOMBIANO EN EL MERCADO DE VALORES*.
- Rethel, L. (2010). The New Financial Development Paradigm and Asian Bond Markets. *New Political Economy*, 493-517.
- Rojas, I., & Gonzales, a. (2008). *Mercado de Capitales en Colombia: Diagnostico y Perspectivas de su Marco Regulatorio* .

senado, S. d. (2019). *ley 35 del 1993*. Obtenido de

http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0035_1993.html

SFC. (10 de marzo de 2019). *Acciones preferenciales, derechos, suscripción de nuevas acciones preferenciales*. Obtenido de

<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/Publicaciones/publicaciones/loadContenidoPublicacion/id/15896/dPrint/1/c/00>

SFC. (2019). *informes de establecimientos de credito*. Bogotá.

Stiglitz, J. (1994). *The Role of the State in Financial*.

Udomsirikul, P., Jumreornvong, S., & Pornsit, J. (2011). Liquidity and capital structure: The case of Thailand. *Journal of Multinational Financial Management*.

