

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1909-0137

Con la colaboración  
de Alejandro González y Alejandro Vera



MARZO 15 DE 2010

EDICIÓN 41

## SOBRE LA RENTA FIJA CORPORATIVA EN COLOMBIA

El mercado de valores se ha venido consolidando como una alternativa de financiación corporativa frente al tradicional crédito bancario, especialmente durante el periodo 2007-2009. A pesar de la crisis internacional reciente, el apetito por captar recursos a través del mercado de capitales ha aumentado significativamente. Por ejemplo, la emisión de títulos de renta fija privada alcanzó la muy significativa cifra de \$13.7 billones (2.8% del PIB) durante 2009. Este monto prácticamente duplicó el observado en cada uno de los años 2007 y 2008.

Los volúmenes involucrados en este esquema representan una novedad para Colombia. Además, encierran la dualidad de una desintermediación financiera por la vía competitiva y una alternativa frente a la parsimonia de emisiones accionarias de 2008-2009 (tras la exitosa colocación de casi \$6 billones correspondientes a la capitalización de Ecopetrol).

La literatura económica ha destacado por casi cuarenta años la importancia de generar un mercado financiero profundo para impulsar el crecimiento económico sostenido. Sólo así se desarrollarán innovaciones financieras y tecnológicas que lideren el crecimiento. Un sector

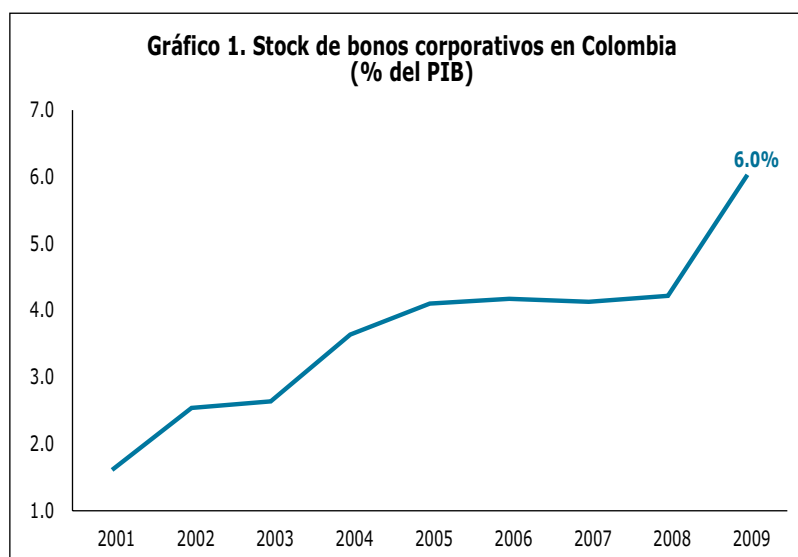
financiero eficiente canaliza mejor el crédito y permite “escoger” de forma óptima los proyectos a desarrollar.

El mercado colombiano de valores ha avanzado significativamente desde la expedición de la Ley 964 de 2005, que delineó acertadamente el marco regulatorio de un sector que estaba a la zaga. Su reglamentación se ha traducido en mayor seguridad jurídica, en reducción de costos operacionales, ganancias en transparencia y mayor profesionalismo al interior del mercado. Gracias a todo ello, durante 2007-2009 asistimos a un auge de financiación corporativa a través del mercado de capitales.

En esta edición de *Enfoque* analizaremos la evolución y las características de la financiación de las compañías a través de la emisión de bonos de renta fija corporativa. Como veremos, se ha logrado profundidad por tres vías: mayores volúmenes, tasas de interés de largo plazo más bajas y extensiones significativas de plazos. Adicionalmente, la participación de los inversionistas institucionales, por el lado de la demanda de estos instrumentos, le ha otorgado una interesante dinámica a este mercado.

### El mercado de renta fija corporativa en Colombia

La emisión de bonos corporativos (incluyendo sólo los títulos destinados a financiación de empresas) fue de \$12.2 billones durante 2009. Esta cifra comprende casi el 90% de las emisiones de renta fija privada (donde el remanente 10% corresponde a titularizaciones hipotecarias e instrumentos de ahorro bancario). Así, el stock de bonos llegó a casi \$30 billones, cifra equivalente a un 6% del PIB (ver gráfico 1). Las empresas han aprovechado entonces el mercado de valores para financiar sus proyectos de inversión y/o para sustituir pasivos costosos y de corta maduración.



Fuente: cálculos Anif con base en Deceval y Dane.

# ENFOQUE

## MERCADO DE CAPITALES



MARZO 15 DE 2010

PÁGINA 2

Este dinamismo tiene dos fundamentos importantes. De una parte, la estabilización macroeconómica ha dado lugar a un mejor ambiente para la emisión de bonos corporativos. Ello se ha facilitado en la medida en que la inflación ha empezado a converger a sus valores de largo plazo (entre un 2% y un 4% anual) y algunos portafolios se encuentran saturados de la renta fija pública (TES). De otra parte, la demanda por este tipo de títulos privados se ha incrementado por cuenta de inversionistas institucionales deseosos de diversificar sus portafolios.

A todo ello también ha contribuido la Ley 964 de 2005, pues ésta abrió la oportunidad para desarrollar, por ejemplo, los fondos de capital privado y las carteras colectivas (ver *Enfoque* No. 40 de febrero de 2010). Ello implicó adaptar el marco regulatorio referente a los portafolios de los inversionistas institucionales (AFPs y fiduciarias). Por ejemplo, en el caso de las AFPs, se les amplió el límite de renta variable y de inversiones en el exterior del 30% al 40% en ambos casos. El mercado reaccionó positivamente a esta posibilidad y fue así como las tenencias de acciones locales se incrementaron del 23.1% al 33.5% y la renta variable externa del 6.6% al 7.9% durante 2007-2009, llegando hoy por hoy a más del 41% del portafolio.

Las tenencias de bonos privados también han

aumentado a lo largo del tiempo, pasando de \$6 billones a \$6.3 billones durante el mismo lapso. Esto implica una expansión a ritmos de casi el 3% anual en el *stock* de bonos, totalizando un 7.9% de su portafolio.

### Características de las emisiones de bonos corporativos

Como decíamos, la emisión de títulos de renta fija privada pasó de \$4.7 billones en 2006 a \$13.7 billones en 2009, un crecimiento compuesto del 31% anual (un 25% real anual). Sin embargo, la evolución de las emisiones ha variado año a año conforme a los cambios regulatorios y las condiciones macroeconómicas del país.

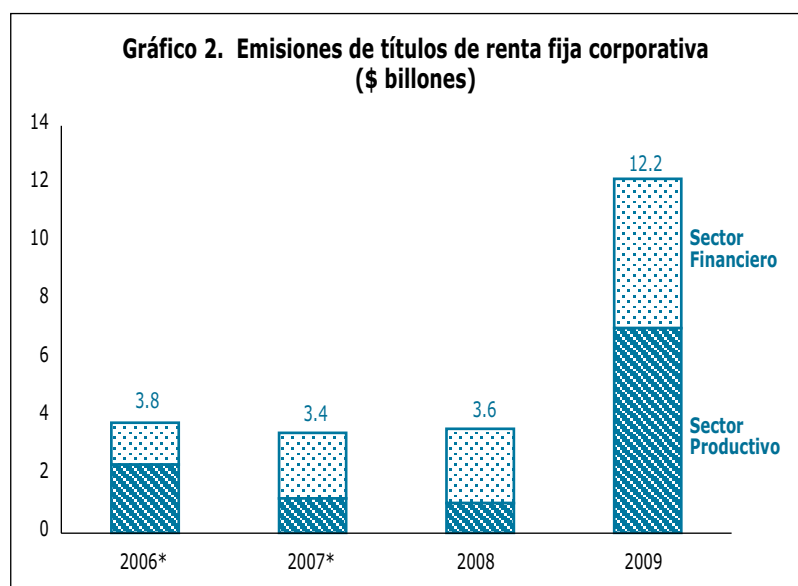
La emisión total de bonos privados ascendió a \$12.2 billones en 2009 (contando únicamente los títulos destinados

a financiación de empresas en 2009). El sector productivo emitió cerca del 58% del flujo (\$7 billones), mientras que el sector financiero emitió el restante 42% (unos \$5 billones - ver gráfico 2).

Las emisiones de bonos corporativos correspondientes al sector productivo llegaron a \$2.3 billones en 2006, un 62% de las emisiones de ese año. En mayo de 2007 se emitió el Decreto 1802, que limitó las llamadas “operaciones preacordadas”. Ello produjo una “minicrisis” operativa, que se reflejó en una reducción de los flujos de deuda hacia el sector productivo, que tan sólo sumaron \$1.2 billones en 2007, representando niveles del 35% del flujo de ese año.

Esta situación se logró superar parcialmente a través del Decreto 1121 de 2008, tras aclararse el tipo de operaciones preacordadas permitidas en el mercado de bonos. Su efecto fue algo tardío, pues las emisiones del sector productivo sólo repuntaron al finalizar el año a niveles del 30% del total emitido. Así, las instituciones financieras fueron las que mejor pudieron aprovechar ese mercado en 2008.

En cambio, el financiamiento del sector productivo a través del mercado de valores tuvo un auge durante 2009. Como ya lo mencionamos, dichas emisiones llegaron a los \$12.2 billones, donde un 58% del total (\$7.1 billo-



\* Incluyendo emisiones de entidades territoriales  
Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

# ENFOQUE

## MERCADO DE CAPITALES



MARZO 15 DE 2010

PÁGINA 3

nes) correspondió a títulos del sector productivo. A pesar de la crisis internacional, dichas empresas pudieron beneficiarse del acceso a este mercado. Con ello, varias compañías colombianas se están acercando a su “estructura óptima de capital”, extendiendo plazos y reduciendo el costo de su fondeo.

Las condiciones de las emisiones de renta fija corporativa han mejorado con el paso de los años. Los plazos de maduración y las tasas de colocación sufrieron los efectos de la espiral inflacionaria de 2007-2008 y de la limitación de las operaciones preacordadas. Vale la pena recordar que el BR perdió su meta de inflación durante esos dos años.

Los *spreads* de los bonos corporativos aumentaron durante 2006-2008, reflejando precisamente el deterioro de las condiciones inflacionarias y los incrementos de las tasas de interés en la economía. Los *spreads* ponderados por duración sobre el IPC pasaron del 4.7% en 2006 al 6.8% en 2008, para luego moderarse hasta 5.9% en 2009. Así mismo, se ha visto una tendencia decreciente en los *spreads* sobre la DTF, que pasaron del 3.7% en 2006 al 1.7% en 2009. Esto se evidencia en menor magnitud en el caso de las tasas fijas, pasando del 9.0% al 8.9%. La maduración también se amplió al incrementarse de un valor facial (promedio ponderado) de 7.2 años a casi 7.9 años.

Los bonos del sector financiero también aumentaron su madurez ponderada, pasando

de 4 años en 2006 a 5.8 años en 2009. Sin embargo, su tasa de emisión se ha incrementado debido al mayor riesgo del sistema ante el alto desempleo y la moderación del ciclo económico. Los títulos del sector financiero emitidos a tasa fija pasaron del 8.3% en 2006 al 9.5% en 2009.

Los bonos del sector productivo han tenido un comportamiento similar, aunque con plazos más amplios (ver cuadro 2). Los *spreads* sobre el IPC pasaron del 4.6% al 6.0% entre 2006 y 2009, reflejando la evolución de la inflación y de las tasas de interés. Por otro lado, la madurez tuvo un desempeño excelente, pasando de un valor nominal (promedio ponderado) de 8.7 años en 2006 a 9.4 años en 2009. Cabe destacar que el grueso de las emisiones del sector real ha correspondido a empresas de infraestructura, tales como EPM, ISA o Codensa. En este sentido, como los flujos de caja tienen seguridad regulatoria, pueden emitirse títulos de deuda con mejores condiciones de tasa y plazo.

### Conclusiones

Las emisiones de títulos de renta fija corporativa son cruciales para profundizar el sistema financiero de un país y para acercar a las empresas a su estructura óptima de capital. En ese orden de ideas, la emisión de títulos de renta fija privada por \$13.7 billones, equivalentes al 2.8% del PIB, implica que el mercado de valores se está constituyendo como una alternativa importante de financiación en Colombia.

Las emisiones del sector productivo fueron de \$7.1 billones, es decir, el 58% del total de bonos corporativos del año 2009. Adicionalmente, las condiciones a las que se emitieron estos títulos han permitido mejorar plazos y tasas. De hecho, la madurez de los bonos de las empresas del sector productivo, ponderada por su valor nominal, ya asciende a 9.4 años. Esta madurez ya se acerca a la observada en Estados Unidos, la cual fue de 12 años durante el año 2009.

Finalmente, vale la pena destacar la dualidad que encierra este auge de los bonos privados, pues representa una desintermediación financiera por la vía competitiva y una alternativa frente a la parsimonia de emisiones accionarias de 2008-2009. La adecuación del marco regulatorio de los inversionistas institucionales, para sustentar el lado de la demanda, ha resultado providencial en esta coyuntura de crisis internacional 2008-2010.

**Cuadro 1. Evolución de los *spreads* de tasas y los plazos de los bonos del sector productivo**

	2006	2007	2008	2009
<b>Tasa (%)</b>				
IPC +	4.6	5.6	7.2	6.0
DTF +	4.8	2.3	2.5	1.5
Tasa fija	9.3	—	12.8	8.7
<b>Plazo (en años)</b>				
Maduración	8.7	8.5	7.5	9.4

Fuente: Cálculos Anif con base en BVC.

Escribanos sus comentarios a: [vduran@deceval.com.co](mailto:vduran@deceval.com.co) o [crojas@anif.com.co](mailto:crojas@anif.com.co)

\* La información contenida en el documento anterior no compromete a Deceval, ni constituye asesoría legal de su parte en la materia.