

*Mercado de Deuda Corporativa en Colombia**

Karen Juliet Leiton Rodríguez

(karen_leiton@yahoo.com)

Juan Sebastián Rassa Robayo

(jrassaro@banrep.gov.co)

Juan Sebastián Rojas Moreno

(jrojasm@banrep.gov.co)

Resumen. En este documento, se realiza una caracterización del mercado de deuda corporativa colombiano, entendido como el mercado de bonos. En primer lugar, se realiza una comparación del tamaño de este mercado frente a otros países de la región y frente al mercado de deuda pública local, encontrando un rezago importante en los dos frentes. Posteriormente, se analiza tanto la oferta como la demanda, en los mercados primario y secundario de este tipo de instrumentos, y se presenta su evolución, la cual ha estado estrechamente relacionada con los cambios en el marco legal de este mercado.

Palabras Clave: Bonos, deuda corporativa, emisiones, mercado primario, mercado secundario, tasa de colocación.

Clasificación JEL: G1, G2, O1.

* Los autores son en su orden profesional especializado, profesional y jefe de la sección de desarrollo de mercados de la Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales del Banco de la República. La serie Borradores de Economía es una publicación de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República. Los trabajos son de carácter provisional, las opiniones y posibles errores son responsabilidad exclusiva de los autores y sus contenidos no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

I. Introducción

Diversos estudios han mostrado que en países emergentes el desarrollo del mercado de capitales se ha centrado en el mercado de deuda pública, teniendo como consecuencia un desarrollo menos acelerado del mercado de deuda corporativa. En Colombia, el uso del mercado de deuda como fuente de financiación para las empresas es reducido y limitado a las de gran tamaño. Su desarrollo ha estado determinado por los cambios regulatorios que han buscado impulsar tanto la oferta (i.e. la regulación de ciertos mercados que no estaban reglamentados antes de la Ley 964 de 2005), como la demanda (i.e. la implementación del esquema multifondos). Adicionalmente, su evolución ha estado relacionada con otros factores como el ciclo de política monetaria y el contexto internacional. En los últimos años, el mercado de deuda corporativa ha mostrado avances en algunas características como el monto de las emisiones y el plazo de colocación.

Al igual que en la región, el mercado de deuda corporativa local presenta un rezago importante en algunos factores como la liquidez frente al mercado de deuda pública, tanto interna como externa. De esta manera, las condiciones de liquidez, las características propias del mercado colombiano y el acceso a éste, generan interrogantes sobre los factores que determinan su evolución, con preguntas como por qué existe una relación entre los plazos de colocación y las tasas de indexación, o a qué se debe la preferencia por títulos atados a la inflación, entre otras. Estas preguntas, desde el punto de vista de política, tienen relevancia dado que podrían contener información referente a la credibilidad de la política monetaria, información sobre riesgo de crédito y expectativas de crecimiento, entre otras.

Este documento pretende analizar diferentes componentes del mercado de deuda corporativa (entendido como el mercado de renta fija corporativa) con el fin de entender su funcionamiento, determinantes y características generales. La información que se pueda extraer de este mercado en desarrollo puede ser de utilidad para el análisis e instrumentación de políticas, más aún cuando el mercado continúe profundizándose. En este sentido, el Gobierno ha comenzado a trabajar en una agenda para facilitar el desarrollo del mercado con proyectos encaminados a simplificar el proceso de emisión y promover la mayor liquidez del mismo.

El presente documento consta de cuatro secciones además de esta introducción. La primera establece un marco teórico, la segunda realiza comparaciones internacionales con países desarrollados y con la región; la tercera sección analiza en profundidad el mercado colombiano: los antecedentes, hechos estilizados, mercado primario, demanda y mercado secundario. Finalmente, se enuncian las conclusiones.

II. Marco Teórico

La relación del mercado de deuda corporativa y el desarrollo económico

De acuerdo a diversos estudios, se ha encontrado evidencia empírica que diversos factores como la liquidez y el desarrollo del mercado de capitales, así como el desarrollo del sistema bancario tienen un efecto positivo sobre el crecimiento económico por las siguientes razones:

- i) Contribuye a la estabilidad financiera, dado que en caso de existir un sector bancario vulnerable, en momentos de crisis, el mercado de capitales, puede ser una fuente alternativa de financiamiento para las firmas¹ (siendo un complemento al sistema bancario tradicional y haciendo más resistente al país a choques macroeconómicos).
- ii) Puede reducir y hacer más estable el costo de capital que enfrentan las firmas² y de esta forma estimular el crecimiento³.
- iii) Permite sustituir parcialmente el endeudamiento externo, lo cual reduce los riesgos cambiarios⁴, y en algunos casos permite aumentar los plazos del endeudamiento⁵.
- iv) Posibilita la obtención de precios de referencia en el mercado local, lo que implica que las tasas de interés de largo plazo podrían ser determinadas mediante precios de mercado y reflejar efectivamente los costos de fondeo⁶.
- v) Podría reducir la concentración del riesgo de crédito en el sistema bancario⁷ y,
- vi) Mediante precios de mercado, se podría obtener información que pueda ser alerta temprana sobre posibles riesgos crediticios, entre otros⁸.

Dados los beneficios anteriores, en algunos trabajos⁹ se exploran varias medidas necesarias para propiciar el desarrollo del mercado de capitales entre las cuales se destacan: i) incentivar un mejor gobierno corporativo, ii) buscar una mayor transparencia en la información revelada al público, iii) impulsar el desarrollo de las plataformas tecnológicas, y iv) reducir los requisitos para la entrada de inversión extranjera, teniendo en cuenta otras consideraciones relacionadas con los flujos de capitales y la tasa de cambio.

De acuerdo a un estudio del *Committee of Financial and Global Stability*¹⁰, entre 1995 y 2005 se ha mantenido una diferencia estructural entre el desarrollo del mercado de capitales de los países desarrollados y de los países en desarrollo. Mientras que en los países en desarrollo, la proporción de la deuda corporativa interna sobre la deuda interna total se ha

¹CFGS (2007), Jeanneau & Tovar (2008 b.).

²CFGS (2007), Gozzi et al. (2012)

³Caprio&Kunt (1997) encuentran una relación entre financiación de largo plazo y productividad. Adicionalmente encuentran que el crédito de largo plazo es bajo en los países en desarrollo y en las firmas pequeñas.

⁴ En todas las grandes crisis financieras de los países emergentes desde la década de los 80, han jugado un rol importante los riesgos de tasa de cambio en el balance, en parte debido a la deuda en moneda extranjera.

⁵Jeanneau & Camilo (2006 y 2008 b.).

⁶Tuner (2002) y Jeanneau & Tovar (2008b.).

⁷CFGS (2007).

⁸CFGS (2007), Jeanneau &Tovar (2008 b.).

⁹Jeanneau & Tovar (2006b.), CFGS (2007).

¹⁰CFGS (2007).

mantenido aproximadamente entre 15% y 30%, en los países desarrollados esta proporción se ha mantenido entre el 50% y 70%. Este rezago se explica en parte por la falta de información transparente sobre los emisores y la necesidad de mejores prácticas de gobierno corporativo. Adicionalmente, en los países emergentes, incluyendo los latinoamericanos, la deuda corporativa no ha podido competir con el crédito intermediado.

Con respecto a América Latina, trabajos como Jeanneau & Tovar (2006, 2008 a. y 2008b.) encuentran que el mercado de capitales latinoamericano se ha visto frenado históricamente por un ambiente macroeconómico inestable, debido a que anteriormente no contaba con una base importante de inversionistas institucionales, y a ineficiencias y restricciones derivadas de la regulación. Como se podrá ver en la siguiente sección, el desarrollo del mercado de deuda corporativa continúa siendo pequeño comparado con el mercado de deuda pública¹¹.

Desde otro punto de vista, estos trabajos muestran que el desarrollo del mercado de capitales doméstico ha permitido reducir la dependencia histórica del financiamiento externo, que tiene como consecuencia una mayor vulnerabilidad a un evento de crisis internacional al tiempo que aumenta el riesgo cambiario enfrentado por las firmas. Específicamente, Jeanneau & Tovar (2006 y 2008b) encuentran que en los últimos años, el crecimiento del mercado de deuda en Latinoamérica ha hecho que se pueda obtener financiamiento de largo plazo en moneda local (ruptura del “*original sin*”¹²) en la región, permitiendo reducir los riesgos cambiarios asociados al endeudamiento externo. No obstante, también se evidencia que el excesivo crecimiento de los plazos de endeudamiento podría traer un riesgo asociado a la diferencia de madurez entre los activos y los pasivos de las empresas. Otros trabajos¹³ han encontrado que la entrada de los fondos de pensiones en la última década ha aumentado considerablemente la demanda en este mercado, lo cual sumado a factores como un ambiente macroeconómico más estable ha permitido que el mercado de deuda en Latinoamérica haya tenido un desarrollo importante en los últimos años.

A pesar de la sustitución del endeudamiento externo por endeudamiento interno, durante los últimos años se ha observado un aumento del uso de ambas fuentes, evidenciándose una interrelación, así como ventajas en la coexistencia de estas. Gozzi et. al (2012) encuentran que los mercados internacionales de deuda corporativa, son en la mayoría de los casos complementarios y no sustitutos de los mercados domésticos. Lo anterior, dado que la estructura de las colocaciones son generalmente distintas aún en los mismos emisores y controlando por país. Así, el acceso a estos mercados también permite que las empresas seleccionen sus pasivos de acuerdo a sus activos, optimizando sus esquemas de administración de riesgo.

¹¹ Como se verá en la siguiente sección, con datos a 2013 la deuda pública es mayor a la deuda privada en Brasil, Colombia y México, mientras que es similar en Perú y es inferior a la deuda privada en Chile.

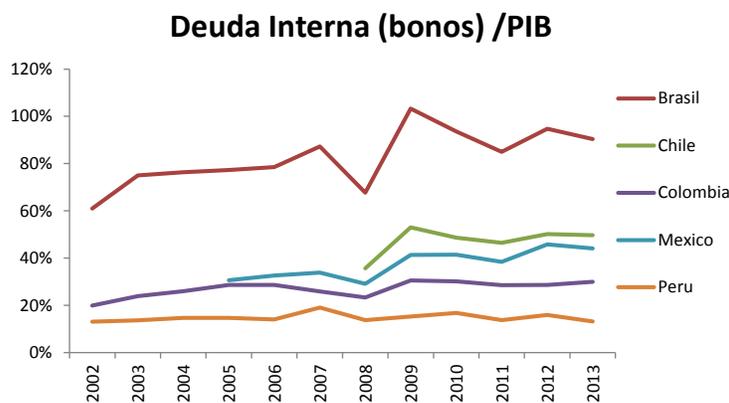
¹² Esta teoría indica que los países en desarrollo no pueden obtener financiamiento en moneda local con una madurez larga.

¹³ CFIGS (2007).

III. Comparación Internacional

En cuanto a la composición de la deuda interna¹⁴ (bonos) como porcentaje del PIB, se puede observar que Colombia se encuentra en el promedio de la región y se ha mantenido relativamente estable (alrededor de 27%) desde 2002 (*Gráfico 1*). Actualmente esta proporción se ubica en 30% para Colombia, por debajo de Brasil (90%), Chile (50%) y México (44%), y por encima de Perú (13%).

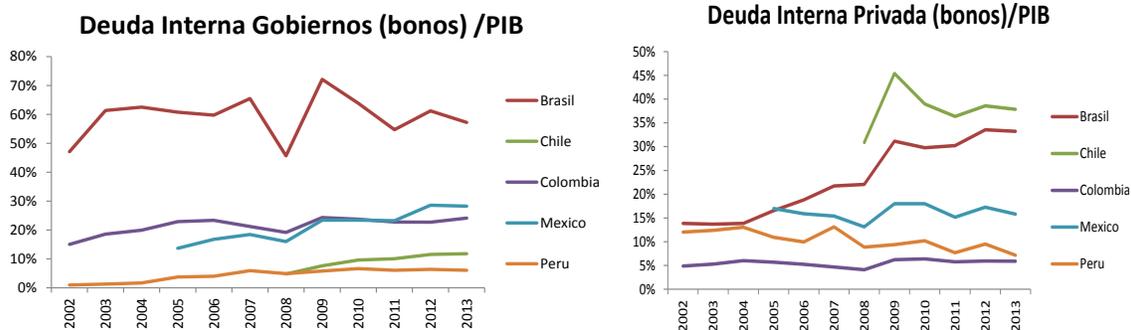
Gráfico 1



Fuente: BIS, FMI y cálculos DODM

Adicionalmente, como se muestra en el *Gráfico 2*, la composición de la deuda interna colombiana está explicada en su mayoría por deuda pública, caso similar al de Brasil y México. Por su parte, el porcentaje de la deuda pública y privada es similar en Perú, mientras que en Chile, se observa el caso opuesto donde la deuda privada supera ampliamente a la deuda gubernamental. Aunque la deuda privada interna colombiana como proporción del PIB ha aumentado entre 2002 y 2013, pasando de 4,9% a 5,9%, este indicador aún sitúa a Colombia en el último lugar de la región, por debajo de Perú (7,2%), México (16%), Brasil (33%) y Chile (38%).

Gráfico 2



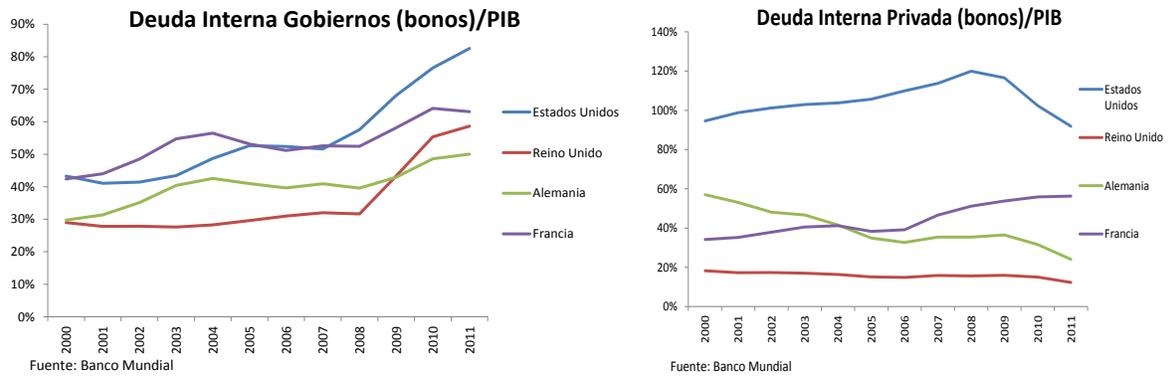
Fuente: BIS, FMI y cálculos DODM

Fuente: BIS, FMI y cálculos DODM

¹⁴ De acuerdo a los criterios de clasificación del BIS, se determina si la deuda es interna o externa de acuerdo al mercado de emisión.

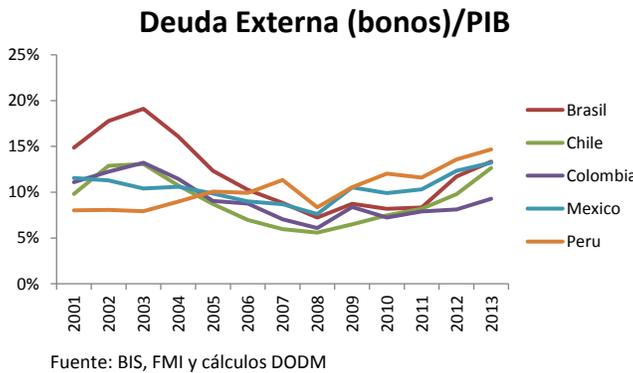
Al comparar la composición de la deuda interna con algunos países desarrollados (*Gráfico 3*), se resalta que aunque en estos últimos la deuda de los gobiernos tiene también una participación alta, su deuda privada/PIB es mayor que el promedio de la de la región (46% vs 20%¹⁵). En particular se destaca que después de la crisis de 2008, estos países han presentado crecimientos importantes en su deuda pública interna, y en algunos casos, la deuda privada interna disminuyó.

Gráfico 3



En relación a la deuda externa total (*Gráfico 4*) se observa que en general en la región ésta se redujo hasta 2008, punto a partir del cual tomó una tendencia ascendente (mientras que en Colombia se mantuvo constante). Como se observa en el Gráfico 5, esta tendencia se explica por una reducción inicial de la deuda pública y por el posterior crecimiento de la deuda privada.

Gráfico 4



En cuanto a la deuda pública externa¹⁶ como porcentaje del PIB, en el *Gráfico 5* se puede observar que el indicador colombiano es el más alto en Latinoamérica (a 2013 se ubicaba en 7,5%), aunque al igual que la mayoría de los otros países de la región, ha presentado una disminución importante desde 2002 (en 2002, este indicador se ubicaba en 11,1% para Colombia, periodo en el cual era el más alto de la región). No obstante, durante los últimos

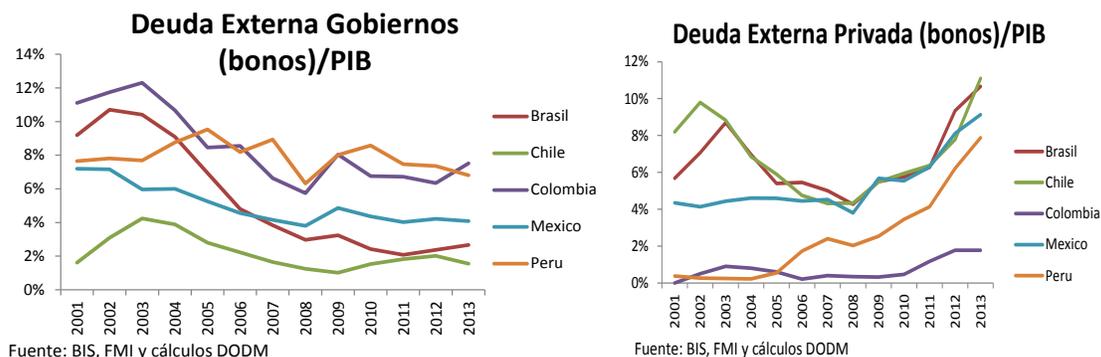
¹⁵ Información a 2013.

¹⁶ No incluye cartera.

años, la deuda externa pública como porcentaje del PIB ha presentado una disminución en para todos los países con excepción de Chile y Colombia.

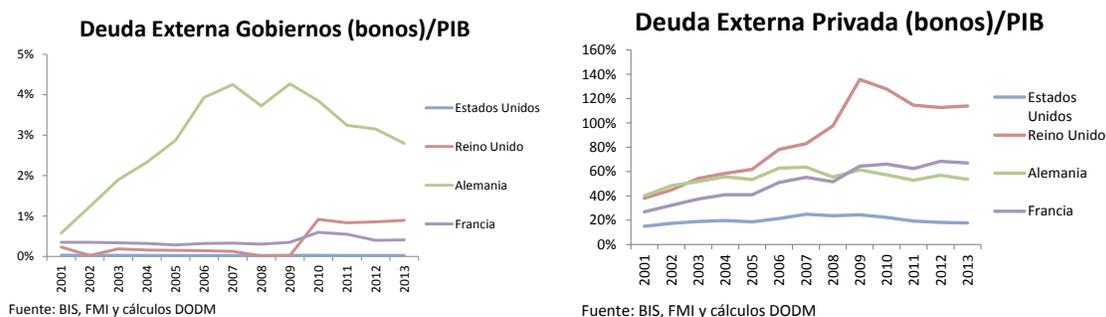
Por otra parte, el indicador de Colombia de deuda externa del sector privado como porcentaje del PIB es el menor entre los países de la región (a 2013, este indicador se encontraba en 1,8%, frente a un promedio de la región de 8%). A pesar de los bajos niveles, se debe mencionar que a excepción de Colombia, la deuda externa privada como porcentaje del PIB ha presentado una tendencia al alza en todos los países de la región durante los últimos años.

Gráfico 5



Comparando el comportamiento de la región con los indicadores de algunos países desarrollados (*Gráfico 6*), se encuentra que en general la proporción de deuda externa privada/PIB de la región es menor a la observada en los desarrollados. Por otro lado, se observa que la deuda pública externa como porcentaje del PIB es menor en los países desarrollados observados en el *Gráfico 6* frente a los países de la región.

Gráfico 6



IV. Mercado de Deuda Corporativa Colombiano

Antecedentes

El marco legal más reciente para el sistema financiero se inició con la Ley 35 de 1993, donde se reglamentaba la participación del Gobierno Nacional para regular la actividad financiera. Posteriormente, se creó el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero¹⁷ que reglamentó la estructura del sistema financiero, incluyendo las entidades y sus funciones, entre las que se encuentran los sistemas de pago, y la Superintendencia Bancaria y la de Valores. Sin embargo, fueron necesarios desarrollos posteriores para el robustecimiento de la regulación que permitiera un avance adecuado del mercado de capitales local.

La Ley 964 de 2005 (Ley de Valores) realizó algunos cambios en la regulación del mercado de valores colombiano que permitieron superar algunos factores que limitaban el desarrollo del mercado de capitales en Colombia¹⁸ como la falta de transparencia en el gobierno corporativo. La Ley 964 tuvo como objetivo promover el desarrollo y eficiencia del mercado aumentando la confianza de los inversionistas¹⁹, mejorando las prácticas y estándares regulatorios del mercado. A partir de la mencionada Ley, se dieron algunos avances en el mercado de capitales colombiano como: i) la reglamentación de las cámaras centrales de riesgo de contraparte, ii) la creación del esquema de autorregulación, que posteriormente fue implementado mediante la creación del Autoregulador del Mercado de Valores (AMV)²⁰, iii) la fusión de entidades de supervisión para lograr una mejor coordinación²¹, y iv) la creación del Sistema Integral de Información en el Mercado de Valores (SIMEV)²². Otros avances importantes derivados de la Ley de Valores fueron la regulación de distintos mercados que no estaban reglamentados (incluyendo la distinción de primer y segundo mercado), y hacer claro el rol del Gobierno Nacional en el mercado de valores.

Se han realizado otros esfuerzos recientemente para impulsar la demanda en el mercado de capitales. Los Decretos 1120 y 1121 de 2008, permitieron la reglamentación de la intermediación en el mercado de valores (incluyendo el mercado OTC), además de reglamentar y definir claramente las características de los sistemas de negociación y de registro. Estos Decretos pudieron haber contribuido a dinamizar el mercado de renta fija en 2008 y 2009. También se destaca la creación del sistema multifondos en la Ley 1329 de 2009, mediante la cual se busca una mejor administración de los recursos de acuerdo al perfil de riesgo de los usuarios.

¹⁷El estatuto orgánico del sistema financiero fue reglamentado mediante la Circular Externa 100 de 1995, expedida por la Superintendencia Bancaria. Esta circular contiene actualmente la reglamentación, entre otros sobre: i) gestión de riesgo de crédito, ii) evaluación de inversiones, iii) valoración de carteras colectivas, iv) régimen cambiario y v) reglamentación sobre el patrimonio técnico.

¹⁸ González y Rojas (2008).

¹⁹ Incluyendo el concepto de autorregulación y normas concretas sobre gobierno corporativo.

²⁰Entre las funciones del AMV se encuentran: i) la reglamentación de la intermediación en el mercado de valores, ii) la verificación del cumplimiento de las normas del mercado de valores y los reglamentos de autorregulación y iii) la imposición de sanciones.

²¹ Se realizó la unificación de la Superintendencia Bancaria de Colombia con la Superintendencia de Valores. También se aclaró el rol de la Superintendencia Financiera de Colombia incluyendo su manejo de información de las entidades en distintos casos, y sus deberes en el momento en que las entidades son tomadas en posesión.

²²El SIMEV fue reglamentado por el Decreto 3139 de 2007. En este decreto se reglamenta la información que deben entregar los emisores de valores de acuerdo a su mercado respectivo.

Entre otros avances regulatorios importantes para el desarrollo del mercado de capitales doméstico, se encuentra el Decreto 2080 de 2000 que reglamentó la inversión extranjera y le otorgó ciertos derechos²³. Algunos trabajos mencionan que el hecho que la inversión de portafolio debía realizarse únicamente a través de fondos de capital extranjeros fue un obstáculo para su participación en el mercado de capitales doméstico. El decreto 2080 de 2000 fue modificado con el Decreto 4800 de diciembre de 2010, con el fin de eliminar este requisito para la inversión de portafolio extranjera, permitiendo su entrada a través de un administrador, además de ampliar su alcance a participaciones sobre negocios fiduciarios realizados por entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), a carteras colectivas, y a valores listados en sistemas de cotización del exterior, entre otros. Posteriormente, con la aprobación de la reforma tributaria de diciembre de 2012 se aclaró el esquema tributario de la inversión extranjera de portafolio en Colombia. En esta reforma se aprobó una reducción del impuesto a la inversión extranjera de portafolio del 33% al 14% (25% para inversiones provenientes de países considerado paraísos fiscales), y el cambio del pago en la retención, la cual debe ser pagada cuando se reciben los flujos de los activos y no sobre las ganancias contables.

Finalmente, se debe mencionar que actualmente el Gobierno Nacional y la SFC tienen una agenda que pretende contribuir al desarrollo del mercado de capitales. Se destaca el posible lanzamiento de los bonos de infraestructura²⁴ que podrían otorgar un mayor dinamismo al mercado de deuda corporativa. Adicionalmente, se han venido implementando reformas²⁵ relacionadas con el desarrollo del mercado de capitales y deuda corporativa que facilitarían la participación de los fondos de inversión colectiva (FIC)²⁶ y buscan: otorgar mayor confianza a los inversionistas nacionales y extranjeros mediante la adopción de normas internacionales de información, dar un impulso al que se conoce como el segundo mercado²⁷ especialmente con un mayor acceso a las pymes, y en casos de emisores conocidos y recurrentes haciendo que el proceso de oferta pública sea más sencillo.

Las mejoras en el marco regulatorio, unidas a otros factores como la integración de las bolsas en la Bolsa de Valores de Colombia en el 2001 y un mayor control de la inflación, crearon un ambiente propicio para un mayor desarrollo del mercado de capitales colombiano.

²³Entre los derechos que se le otorgan al capital extranjero se encuentran: i) reinvertir utilidades, ii) capitalizar las sumas con derecho a giro, iii) remitir al exterior las utilidades netas comprobadas que generen periódicamente sus inversiones y iv) remitir al exterior las sumas recibidas producto de la enajenación de la inversión dentro del país, o de la liquidación de la empresa o portafolio, o de la reducción de su capital.

²⁴ Con estos bonos se espera obtener recursos por cerca del 5.4% del PIB en 6 años. Fuente: Discurso de instalación XXV simposio de mercado de capitales. Fecha: abril de 2013.

²⁵ El proyecto de reforma sobre este tema, utiliza el concepto de familia de fondos para reducir el costo de los procedimientos actuales, y simplificar la operación y administración de los fondos. Adicionalmente, se promueve la especialización de los agentes involucrados en la cadena para evitar conflictos de interés y generar economías de escala.

²⁶ Anteriormente carteras colectivas. En junio de 2013 se aprobaron los decretos 1242 y 1243 el cual reemplaza el decreto 2555 de 2010 en relación a la custodia de valores y a la administración y gestión de los fondos de administración colectiva. Se destaca un mayor requerimiento de información buscando que los inversionistas tengan una mayor confianza en estos fondos y de esta forma incentivar su participación. También se busca una mayor segregación de las funciones en la cadena, lo que busca evitar conflictos de interés y de esta forma busca un aumento en la inversión en este tipo de fondos.

²⁷ Se denomina el mercado en el cual se permite emitir valores a pequeñas y medianas empresas que no tienen posibilidad de participar en el mercado principal al no cumplir los requisitos. Dado que existe un mayor riesgo en este mercado, solo se le permite participar a inversionistas profesionales.

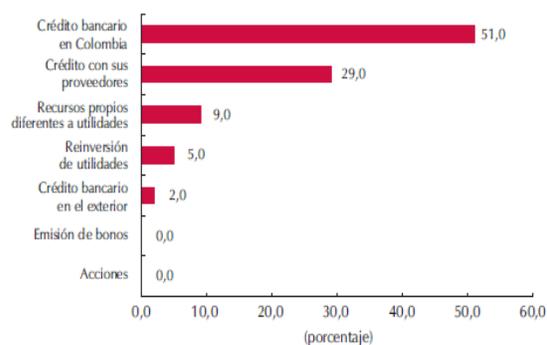
Hechos estilizados

En Colombia, el uso del mercado de capitales como fuente de financiación de las empresas es relativamente bajo y se encuentra limitado a las empresas grandes. Las principales fuentes de financiamiento para las empresas del sector real son los créditos con los bancos locales y los créditos con proveedores²⁸ (Gráfico 7).

Por otro lado, en los Gráficos 8 y 9 se puede observar la cuota de financiamiento (bonos/bonos+cartera) de empresas del sector real respecto a la cartera y el crecimiento anual de estos dos rubros. La cuota de financiamiento ha oscilado alrededor del 18%. Como lo muestra el Gráfico 8, en los años de recuperación económica después de la crisis de 1999, hasta 2005, las empresas del sector real utilizaron el mercado de capitales como una alternativa para financiarse. Posteriormente, entre 2006 y 2008, la mayor financiación a través de crédito bancario acompañado de un incremento en la tasa de referencia, redujo la cuota de financiamiento de las empresas a través del mercado de bonos. No obstante, esta tendencia se revirtió después de la crisis de 2008 cuando se observó una desaceleración del crecimiento de la cartera, lo que se compensó con un nuevo aumento en las emisiones de bonos. A partir de 2011 la cuota de financiamiento ha permanecido estable, ante factores que se analizarán más adelante.

Gráfico 7

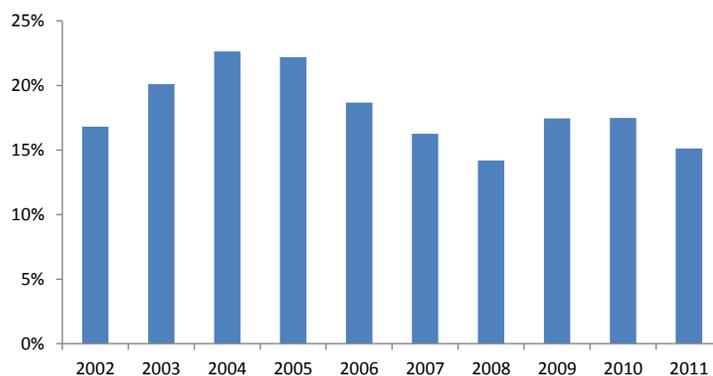
Principal fuente de financiación de las empresas



Fuentes: encuesta de estructura de financiamiento aplicada por el Banco de la República y Fedesarrollo; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 8²⁹

Cuota de Financiamiento Sector Real



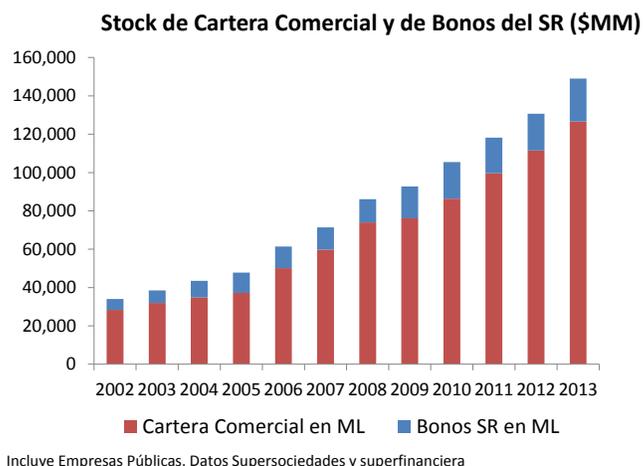
Contiene bonos de las empresas del sector público

²⁸ Según la encuesta de financiamiento de las empresas que realiza el Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República con Fedesarrollo (2011).

²⁹ Utiliza los saldos de bonos y de cartera.

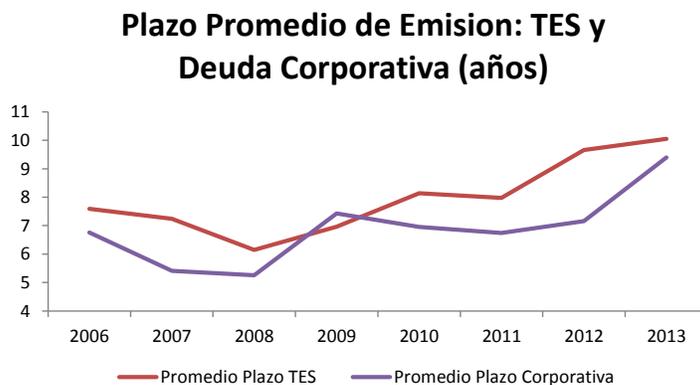
Adicionalmente, después de la crisis internacional de 2008, las reducciones de las tasas de interés de los bancos centrales del mundo y la expansión cuantitativa aumentaron la liquidez global y redujeron los rendimientos en los países desarrollados, lo que aumentó el apetito de los inversionistas por activos de países emergentes en busca de mayores retornos. En este escenario, las empresas del sector real también pudieron tener incentivos a emitir en el mercado de capitales con el fin de sustituir pasivos con el sector financiero y también con el fin de obtener financiamiento a tasas bajas y plazos largos aprovechando las amplias condiciones de liquidez y apetito del mercado por esta clase de títulos (*Gráfico 9*)³⁰. No obstante, se resalta que el crédito ha crecido más rápidamente que la colocación de deuda en el mercado local.

Gráfico 9



En línea con la evidencia encontrada en otros países emergentes, en Colombia el mercado de deuda pública ha sido más profundo que el de deuda corporativa. En el *Gráfico 10* se puede observar que al tiempo que el promedio del plazo de colocación de los TES ha aumentado, el de los bonos corporativos también lo ha hecho pero continúa siendo menor. Intuitivamente, entre mayor sea la madurez a la que se logra colocar en el mercado, se percibe una mayor confianza de los inversionistas.

Gráfico 10



³⁰Correval y Anif, 2010.

Con respecto al ciclo económico, la literatura ha encontrado una relación positiva entre esta variable y la dinámica de las emisiones de deuda corporativa³¹. En el caso de Colombia, la dinámica de las colocaciones parece estar relacionada con el ciclo de política monetaria y con la dinámica del crédito³². En particular, desde 2008 cuando la tasa de política monetaria comenzó a bajar desde niveles históricamente altos y cuando la cartera comenzó a mostrar desaceleración, se observó una mayor dinámica en las colocaciones, que también podría estar relacionada con algunos cambios regulatorios señalados anteriormente (*Gráficos 11 y 12*).

Gráfico 11

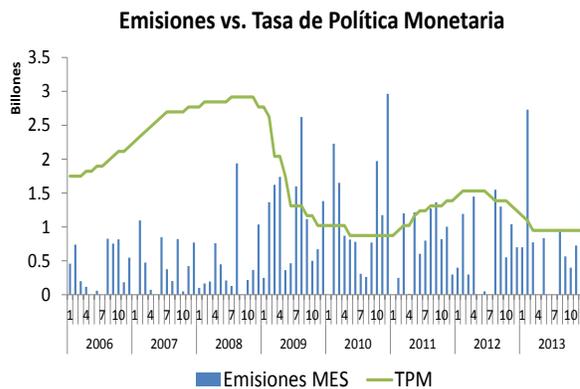
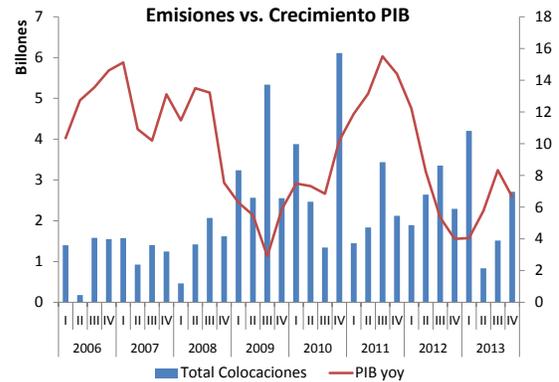


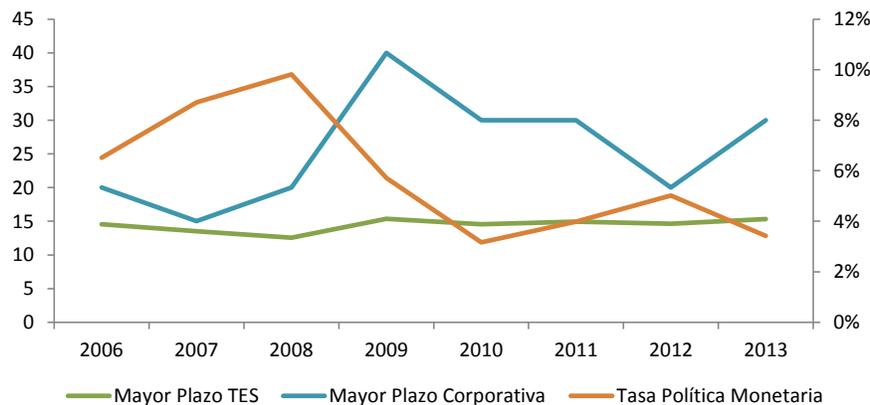
Gráfico 12



Las tasas históricamente bajas, así como la amplia liquidez a nivel internacional, pudieron haber incentivado la colocación de deuda corporativa a plazos particularmente altos entre 2009 y 2011 cuando se colocaron títulos a plazos hasta 20 y 40 años (*Gráfico 13*).

Gráfico 13

Plazo máximo de colocación por año

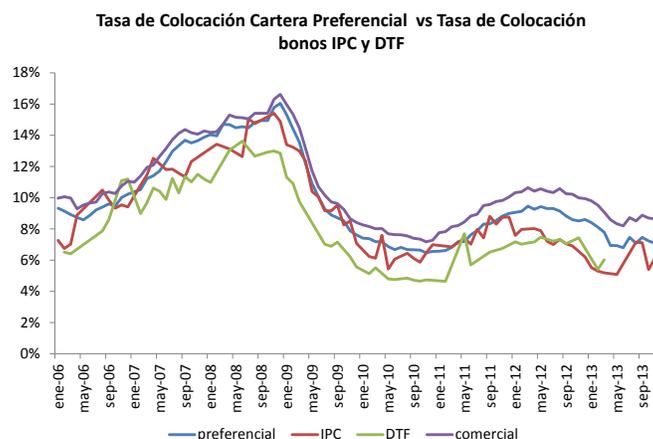


³¹CFGS (2007), Jeanneau & Tovar (2008 b.) y Gozzi et al. (2012).

³²No se encontró una relación significativa entre el déficit fiscal y las emisiones de deuda corporativa. Otros factores a nivel de empresa influyen, como la volatilidad del negocio y su relación con el ciclo económico.

Respecto a los costos promedio³³ de financiamiento de las entidades en el mercado intermediado y en el mercado de capitales, el *Gráfico 14* muestra la tasa promedio de colocación de la cartera comercial y las tasas de corte de las subastas de bonos atados a IPC y DTF. En el gráfico se observa que en términos generales la tasa de los créditos comerciales, ordinaria y preferencial³⁴, es superior a las tasas de colocación de los bonos atados a IPC y DTF. Adicionalmente, en general la tasa de corte de los bonos atados a IPC es superior a la de los indexados a la DTF. Este último hecho se explica por la madurez característica de cada tasa de referencia. El plazo promedio de colocación de los bonos atados a DTF (2,5 años) es inferior al de los indexados a IPC (8,9 años). Por otra parte, es importante destacar que la cartera comercial tiene un plazo promedio de 3,9 años, inferior al vencimiento promedio de los títulos atados a IPC. Se debe destacar que las mayores tasas para la cartera comercial, en comparación con otros instrumentos, pueden explicarse por la diversidad de calidades crediticias de los deudores del sistema financiero frente a la calidad crediticia AAA de la mayoría de los emisores que participan en el mercado de capitales.

Gráfico 14



Mercado Primario

En esta sección se muestra la estructura estándar de la colocación de bonos en Colombia y se analizan los factores que determinan las características de las mismas. Posteriormente, se muestra la evolución y características del mercado colombiano.

Proceso de Colocación de Bonos

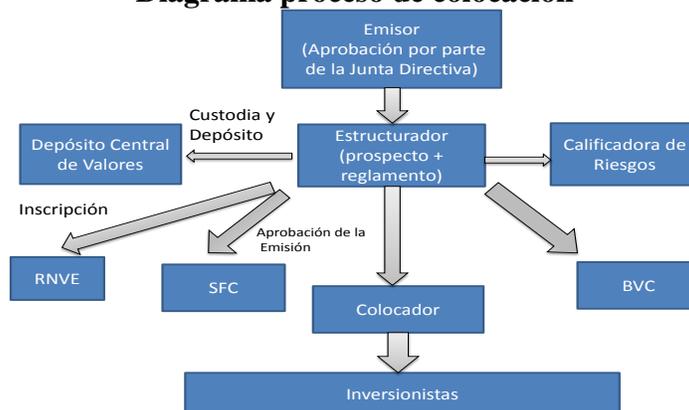
El proceso de colocación, que dura aproximadamente 4 meses, comienza con la aprobación de la emisión en la junta directiva o en el órgano competente de cada entidad. Posteriormente, el emisor contrata al estructurador que realiza el proceso de estructuración financiera, donde determina el plazo y la tasa de referencia; además elabora el prospecto de

³³ En la cartera se promedian los créditos de cartera comercial ponderados por monto y en la colocación de bonos se ponderan empresas de diferentes sectores y con diferentes calificaciones.

³⁴ La tasa de cartera comercial ordinaria incluye créditos comerciales a clientes ordinarios, preferenciales y para operaciones de tesorería.

emisión y el reglamento para la emisión y colocación de los bonos. Una vez finalizado el diseño del título, la emisión se somete a una calificación de riesgos, se contrata al representante legal de los tenedores de los bonos (actúa como vocero de estos), se hace el trámite ante un depósito central de valores (Deceval), y la compañía aprueba el prospecto de emisión. Posteriormente se solicita aprobación de la SFC y la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y en la BVC. Finalmente, el colocador realiza una lectura de las condiciones de mercado y decide el mejor momento para colocar la emisión (Cuadro 1).

Cuadro 1
Diagrama proceso de colocación



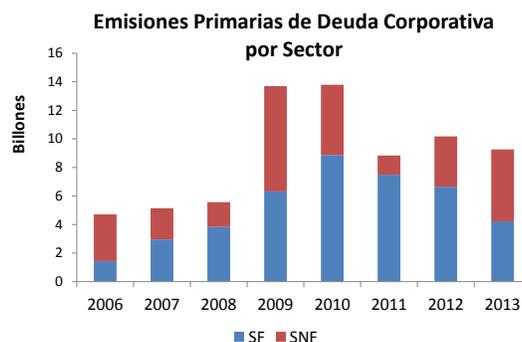
Las características del título a emitir dependen de las necesidades del emisor, y buscan adecuar los plazos y períodos de amortización de los bonos al flujo de caja de la compañía. No obstante, el estructurador busca incluir varios plazos y tasas de referencia con el fin de, además de ajustarse a las necesidades de recursos del emisor, acceder a diferentes grupos de inversionistas y crear referencias en la curva que faciliten futuras emisiones³⁵.

En el mercado colombiano los plazos varían desde 18 meses hasta 20 años, siendo los más comunes los de 2, 3, 5, 7, 10 y 15 años. Respecto a las tasas, las emisiones a más de 3 años son generalmente indexadas al IPC o UVR, mientras que las de plazos inferiores se encuentran atadas a DTF o IBR. Esto se verá con más detalle a continuación.

Caracterización de la oferta

A partir de la Ley 964 de 2005, el mercado de deuda corporativa ha tenido avances importantes en su desarrollo. Evidencia de su crecimiento ha sido el aumento de las colocaciones anuales, el mayor apetito por las emisiones y el incremento en el plazo de colocación. Entre 2006 y 2008 el promedio anual de colocación fue de \$5 billones, en 2009 y 2010, años muy activos en este mercado, el promedio ascendió

Gráfico 15

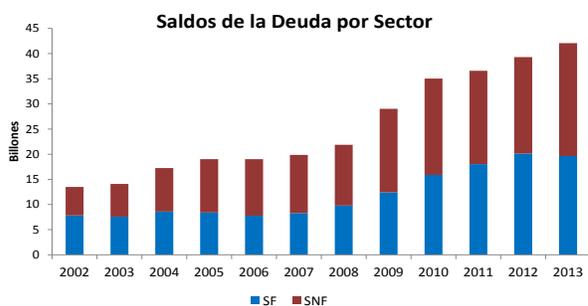


³⁵Banca de Inversión Bancolombia, 2009.

hasta \$13,7 billones y entre 2011 y 2012 se colocaron en promedio \$8,3 billones. Sin embargo, se debe resaltar que el crédito también ha crecido, por lo cual la cuota de financiamiento (*Gráfico 8*) no ha aumentado en los últimos años. Por otra parte, el *Gráfico 15* muestra que las colocaciones del sector financiero han predominado mientras que las del sector real fueron importantes durante 2009 y 2010. En términos de saldo, el de las empresas del sector real es superior a los de la deuda del sector financiero (*Gráfico 16*).

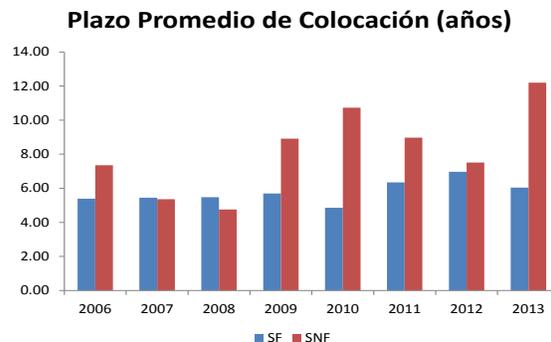
Asimismo, las empresas del sector real han aumentado su plazo de colocación, uno de los indicadores típicos del desarrollo del mercado, mientras que los bancos han mantenido un plazo promedio de colocación relativamente estable. El plazo promedio de las colocaciones de ambos sectores desde 2006 ha sido de 7,1 años, el del sector financiero ha sido de 5,8 años y el del sector real de 8,9 años (*Gráfico 17*).

Gráfico 16



Incluye bonos emitidos por empresas públicas. Fuente: Superintendencia de Sociedades y Superintendencia Financiera

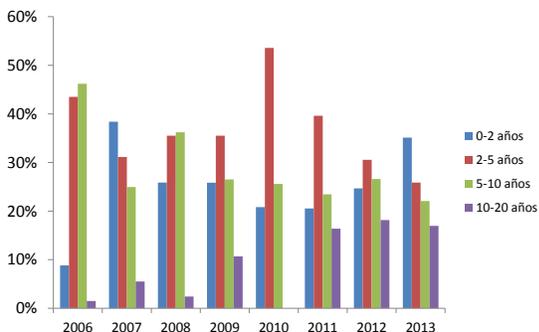
Gráfico 17



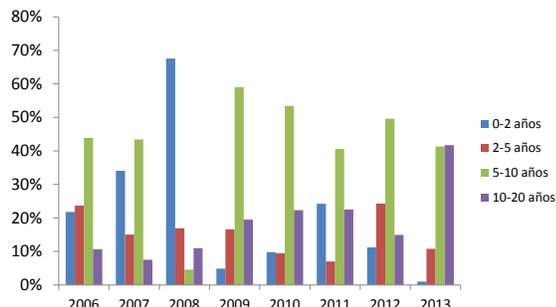
En el *Gráfico 18* se muestran las colocaciones del sector financiero y no financiero por plazos. Se puede observar que en las colocaciones del sistema financiero predominan las colocaciones a mediano plazo, aunque recientemente en 2011 y 2012 el largo plazo tomó mayor importancia. Por otra parte, en el sector no financiero predominaban las colocaciones a mediano plazo hasta 2009, año a partir del cual predominan las colocaciones de largo plazo.

Gráfico 18

Colocaciones por Plazo Sector Financiero



Colocaciones por Plazo Sector no Financiero

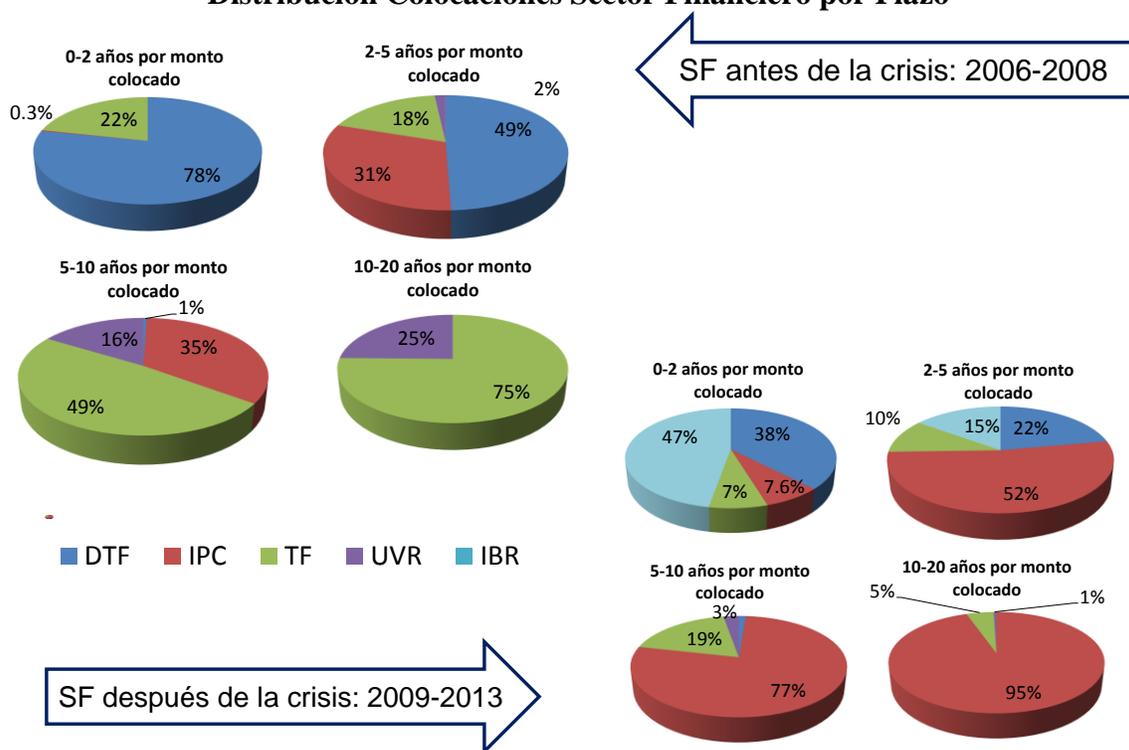


En el mercado colombiano existe una relación entre el plazo de emisión y la tasa de indexación del bono. En particular, los bonos de menos de tres años son emitidos a tasas que son más sensibles a cambios en la política monetaria, tal como la DTF (2,5 años en

promedio) y el IBR (2 años en promedio). En los plazos largos, la tendencia es a realizar emisiones a IPC. Los bonos atados al IPC tienen un plazo medio de 9,5 años, a UVR³⁶ de 10,8 años, y los atados a tasa fija, que se emiten tanto a corto como a largo plazo, tienen un plazo medio de 6,4 años.

Al desagregar por sector financiero y sector real, se encuentra que: el sector financiero tiene una preferencia a realizar sus colocaciones a DTF e IBR en los plazos inferiores a 5 años y que a plazos superiores, la tendencia es en su mayoría hacia IPC. Previa a la crisis de 2008, el sector financiero tenía preferencia en el corto plazo por colocaciones atadas a DTF, las cuales han sido sustituidas por colocaciones atadas a IBR. En cuanto a las colocaciones de largo plazo, previo a la crisis el sector financiero tenía preferencia por las colocaciones a tasa fija que fueron sustituidas por colocaciones a IPC (Gráfico 19).

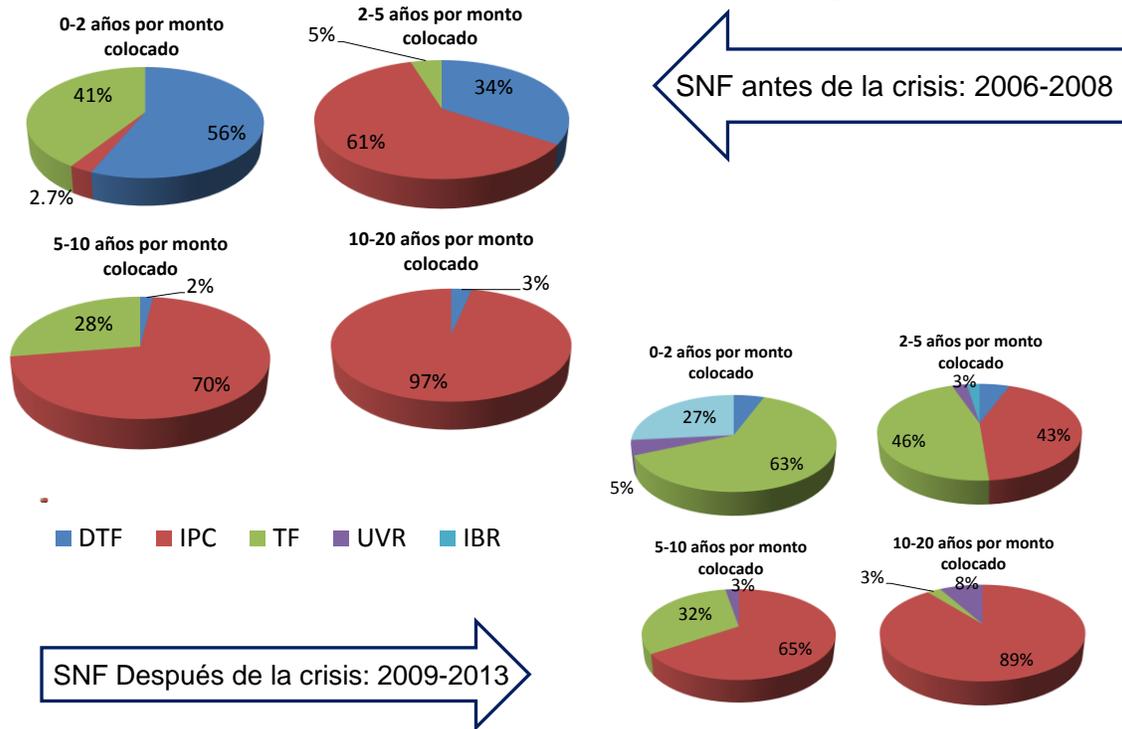
Gráfico 19
Distribución Colocaciones Sector Financiero por Plazo



Por su parte, el sector real tiene preferencia en el corto plazo (menor a 2 años) por las emisiones a tasa fija y en plazos superiores a 2 años la tendencia es hacia IPC, tendencia que se ha mantenido después de 2009. Sin embargo, en las colocaciones de corto plazo, después de 2009 se ha presentado una sustitución de colocaciones atadas a DTF por colocaciones atadas a tasa fija (Gráfico 20).

³⁶ El monto de colocaciones a UVR es significativamente más bajo que el de colocaciones a IPC.

Gráfico 20
Distribución Colocaciones Sector no Financiero por Plazo



En consolidado, desde el 2006 el 52% de las emisiones se ha realizado a IPC, el 21% a tasa fija, el 16% a DTF, el 9% a IBR y a UVR el 2,8%³⁷. La tendencia marcada hacia los títulos atados al IPC se puede explicar principalmente por la demanda de este tipo de títulos por parte de los inversionistas institucionales. Estos inversionistas deben asegurar una rentabilidad real y por lo tanto les resulta atractivo no exponerse al riesgo inflacionario. Frente a los títulos denominados en UVR, que también representan una cobertura sobre la inflación, se destaca que el riesgo de los IPC es menor (medido como la duración del título) que el de los UVR, lo cual es un incentivo para los inversionistas. Adicionalmente, dado que el Gobierno es el principal emisor de títulos, y este emite en su mayoría a tasa fija, los títulos atados a IPC o a otra tasa representan una diversificación para los inversionistas. Por el lado de la oferta, la preferencia por este tipo de títulos puede explicarse también porque los emisores, particularmente emisores del sector real, buscan alinear sus pasivos con el crecimiento de sus ingresos, que a su vez, dependiendo del negocio, pueden tener relación con el ciclo económico. En el caso del sector financiero, su financiación a través de este tipo de estructuras puede estar asociado a la alta demanda que podría traducirse en menores costos de fondeo.

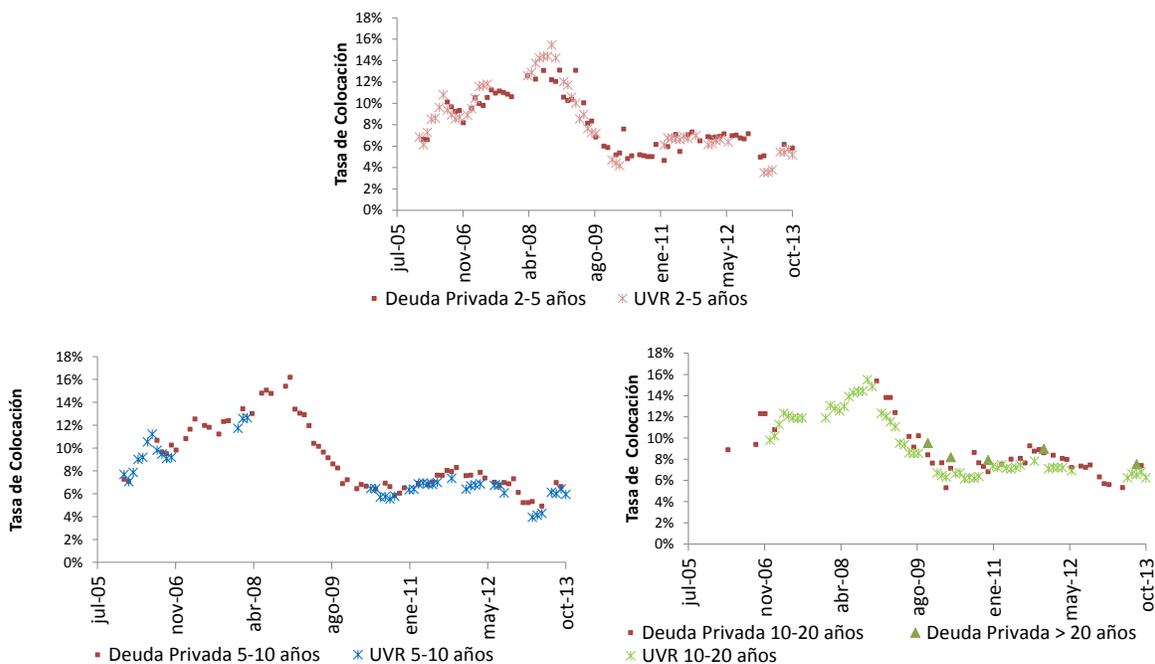
Por otro lado, las colocaciones a DTF e IBR representan una opción de inversión de más corto plazo que contribuye a la diversificación frente a los TES. En particular se destacan las inversiones de los FICS en CDTs que en su mayoría se encuentran atados a DTF (cerca del 50% de los portafolios en 2013 se encontraban en este tipo de instrumentos). Por el lado

³⁷ La preferencia por bonos atados a IPC frente a los atados a UVR se debe a una menor volatilidad de los primeros, dado que en los títulos atados a UVR, tanto los cupones como el principal varían con la inflación.

de los emisores del sector financiero, el atractivo de los títulos atados a la DTF puede deberse a que parte de su posición activa se encuentra atada a esa tasa. Dado que el IBR refleja puede mejorar la información sobre la liquidez del mercado monetario, es probable que se continúen reemplazando las emisiones indexadas a DTF por indexaciones a IBR.

En cuanto a las tasas de colocación, en el *Gráfico 21* se muestra que por lo general éstas se encuentran por encima de los TES de plazo similar. No obstante, durante parte de 2010, ciertas emisiones, lograron colocarse a tasas más bajas que los TES. El comportamiento generalizado de tasas más altas con respecto a la deuda del gobierno podría estar explicado en parte por una prima riesgo de crédito y por una posible prima de liquidez. Vale la pena destacar que las tasas de colocación de la deuda privada y la deuda del gobierno han tenido dinámicas muy similares durante el periodo analizado.

Gráfico 21
Colocaciones Deuda Privada vs. TES atados a UVR



Al analizar el mercado colombiano desde la calidad crediticia de sus emisores, se encuentra que éste se compone en un 80% por las emisiones calificadas AAA y el 97% se encuentra igual o por encima de AA+. Esto puede deberse a razones provenientes de la demanda de inversionistas institucionales como fondos de pensiones y aseguradoras, que históricamente han invertido en estas calidades crediticias.

De acuerdo con información de las autorizaciones de bonos de la SFC, el SF en su mayoría coloca bonos con el propósito de conseguir capital de trabajo para cumplir su objeto social de intermediación. Por otra parte, los motivos del sector real son más diversos. Entre 2006 y 2013, la mayoría de los recursos adjudicados tenían como destino la sustitución de pasivos, lo que puede implicar que las empresas emisoras han observado menores costos de financiamiento en el mercado de capitales (de acuerdo al Gráfico 24 la mayor sustitución de

pasivos se dio en 2009). Adicionalmente, es importante anotar la alta participación que tuvieron las obras de infraestructura y proyectos de inversión en 2009, 2010 y especialmente en 2013.

En línea con lo anterior, las mayores emisiones desde 2006 del sector no financiero han sido de compañías o fidecomisos dedicados a realizar proyectos de energía (31%), infraestructura (21%), de construcción (13%) y petróleo (10%) (Gráficos 22 al 24).

Gráfico 22

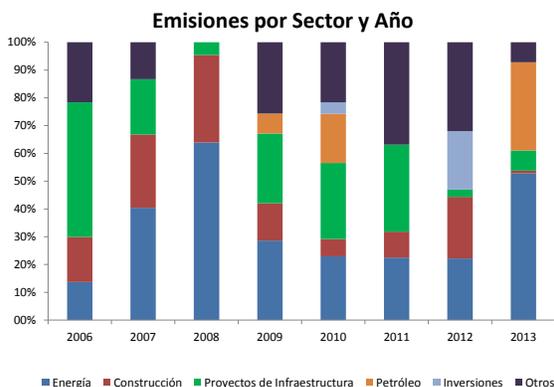


Gráfico 23

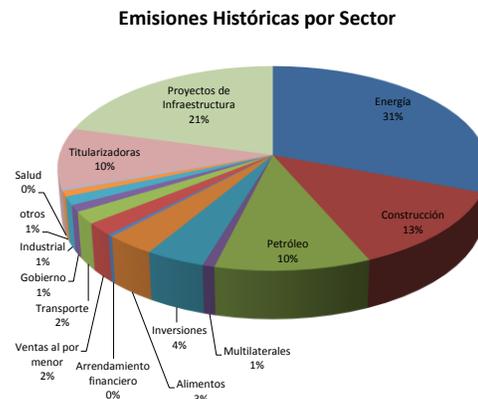
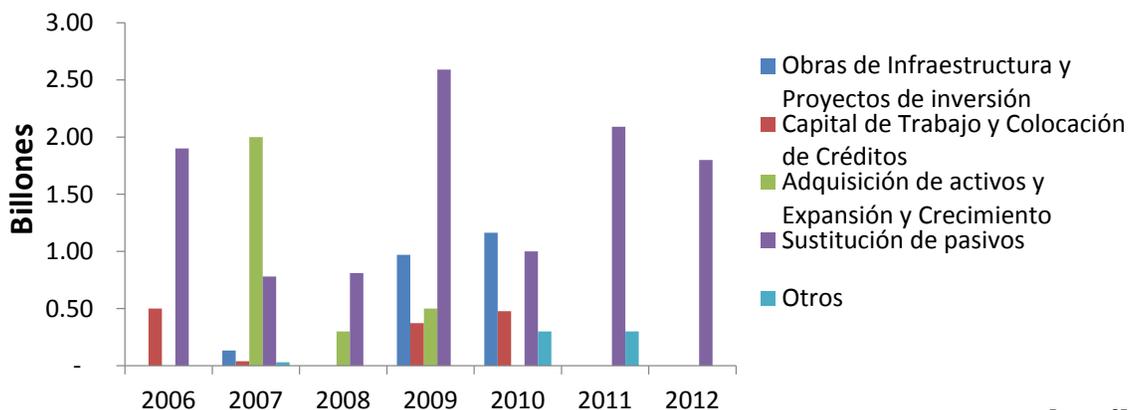


Gráfico 24

Destinación de los Recursos Sector Real



Fuente: SFC

Financiamiento interno y externo

El financiamiento externo es otra fuente de recursos del sector privado. En los últimos años, el incentivo a adquirir recursos en los mercados internacionales ha aumentado dadas las bajas tasas de interés y el aumento a grado de inversión de la deuda pública colombiana. No obstante, la financiación en los mercados externos aún es pequeña comparada con las emisiones locales. En línea con lo anterior, la deuda privada externa ha sido en promedio 10% de la deuda privada total, aunque vale la pena destacar que esta relación ha aumentado desde 2010 (Gráficos 25 y 26).

Gráfico 25³⁸

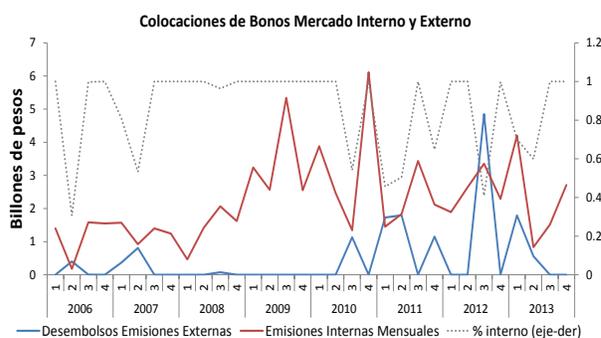
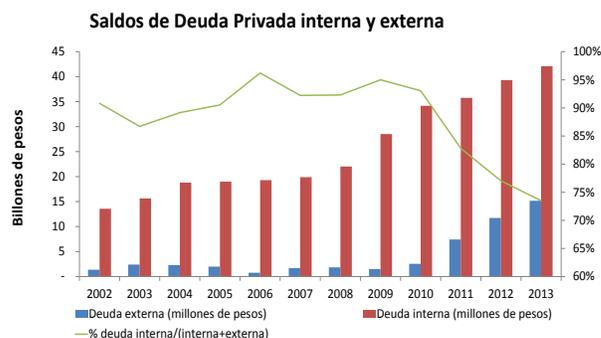


Gráfico 26



A pesar de la reducción en las tasas de colocación de los bonos privados en el mercado internacional, la mayoría de los bonos privados ha tenido un spread de más de 100 p.b. con respecto a los bonos soberanos. Los bonos con menores spreads han sido los de Bancolombia y Ecopetrol que por sus volúmenes de emisión de bonos y de ADR's sobre acciones son más conocidos internacionalmente (*Cuadro 2*). Se debe mencionar que el mayor endeudamiento externo puede ser beneficioso para las firmas especialmente cuando tengan cubierto el riesgo cambiario, lo cual puede ser realizado mediante el mercado de derivados, o debido a la tenencia de activos en divisas.

Cuadro 2

Spread de colocaciones deuda privada externa vs. bonos soberanos colocados en el exterior

Título denominado en USD	Fecha	YTM	Tasa Bonos Globales en USD	Spread (p.b.)
AES Chivor 9 3/4% venc. 14	25/06/2009	7.5	4.5	301.9
EPM 7 5/8% venc. 19	24/07/2009	7.4	6.4	106
Ecopetrol 7 5/8% venc. 19	08/10/2009	5.9	5.1	84
Bancolombia 6 1/8% venc. 20	19/07/2010	6.1	5.0	114
Gruposura 5.7% venc. 21	11/05/2011	5.6	4.2	133
Bancolombia 5.95% venc. 21	11/10/2011	6.0	4.2	185
Bancolombia 4 1/2% venc. 16	19/10/2011	4.3	4.1	17
EEB Internacional 6 1/8% venc. 21	07/11/2011	5.9	3.4	244
Pacific Rubiales 7 1/4% venc. 21	05/12/2011	7.0	3.7	329
Grupo Aval 5 1/4% venc. 17	26/01/2012	5.3	4.2	111
Bancolombia 6 7/8% venc. 17	06/02/2012	4.8	4.1	67
EEB Internacional 5.7% venc. 22	15/03/2012	5.7	3.8	194
Banco Davivienda 5 7/8% venc. 22	28/06/2012	5.7	3.4	228
GNB Sudameris 7 1/2% venc. 22	23/07/2012	7.3	3.1	428
Bancolombia 5 1/8% venc. 22	05/09/2012	5.1	3.0	211
Grupo Aval 4 3/4% venc. 22	19/09/2012	4.5	3.0	147
Colombia Telecom 5 3/8% venc. 22	20/09/2012	5.4	3.0	235
Davivienda 2.95% venc. 18	22/01/2013	3.0	2.0	102
Ecopetrol 4 1/4% venc. 18	11/09/2013	4.4	3.4	97
Ecopetrol 5 7/8% venc. 23	11/09/2013	6.0	4.8	122
Ecopetrol 7 3/8% venc. 43	11/09/2013	7.4	5.7	166
Empresa Energía Bogotá 6 1/8% venc. 21	15/11/2013	5.9	3.5	235

Fuente: Bloomberg

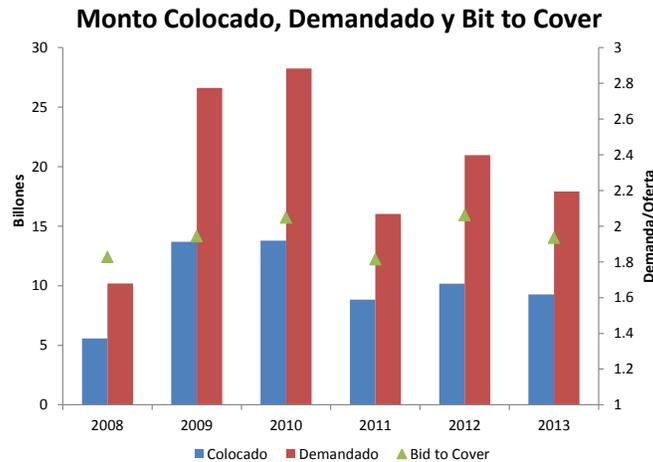
Caracterización de la demanda

Por el lado de la demanda, los inversionistas institucionales son por lo general, el mercado objetivo de las emisiones de bonos corporativos. En los últimos años, la demanda de las emisiones primarias en el mercado local, respecto a la oferta, ha mostrado las altas condiciones de liquidez del mercado y el mayor apetito por este tipo de instrumentos. El promedio del *Bid to Cover*³⁹ ha oscilado en 2 veces (*Gráfico 27*).

³⁸ Los desembolsos de deuda externa de largo plazo incluyen cartera y bonos.

³⁹ El Bid to cover hace referencia a la relación entre el monto demandado y el monto colocado.

Gráfico 27



Adicionalmente, en los bonos de corto plazo, la relación demanda/oferta (bid to cover) en general ha sido menor en los títulos atados a IPC que en los títulos atados a otras tasas. Por el contrario, en los bonos de largo plazo, esta relación ha sido inversa con una mayor demanda en los bonos atados a IPC (el bid to cover para plazos mayores a 10 años ha sido en promedio 2,1), explicado por las posiciones de los inversionistas institucionales. La preferencia por los títulos atados al IPC puede ser explicada tanto por factores de demanda como de oferta. Por el lado de la demanda, los inversionistas, particularmente los institucionales, tienen una preferencia importante por retornos reales estables así como por los beneficios de diversificación que presentan estos títulos⁴⁰. Desde el punto de vista de la oferta, los emisores podrían preferir atar sus emisiones a IPC debido a que, por un lado, no esperan que la inflación tenga aumentos importantes que elevarían su costo de financiamiento, y por otro considerando que podrían calzar sus obligaciones con el crecimiento de sus ingresos, los cuales pueden depender del crecimiento general de los precios de la economía.

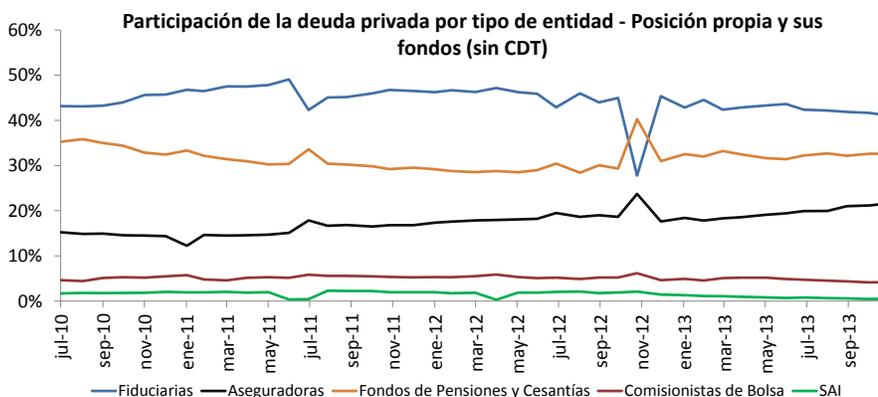
Como se mostró anteriormente (Gráfico 19), después de 2008 el sector financiero cambió la estructura de sus colocaciones, sustituyendo bonos a tasa fija por bonos atados al IPC. Estas mayores emisiones de instrumentos indexados al IPC podrían mostrar expectativas de caídas en las tasas nominales (probablemente asociadas a una expectativa de baja inflación) que representarían costos decrecientes en su servicio de la deuda. Estos puntos podrían reflejar que la preferencia por los títulos no sólo obedece a sus beneficios de diversificación y cobertura sino que también podría reflejar expectativas sobre la senda de crecimiento de dicha variable o credibilidad sobre las políticas del Banco Central.

En los últimos años, los principales demandantes en las emisiones primarias de deuda corporativa son los FPO, las sociedades fiduciarias y las firmas comisionistas de bolsa que han comprado un poco más del 45% de las emisiones, seguidos por otras personas jurídicas y aseguradoras. Por otra parte, como se muestra en el *Gráfico 28*, los agentes vigilados por la SFC con mayores tenencias en deuda corporativa son las fiduciarias, fondos de pensiones y cesantías y compañías de seguros de vida. Lo anterior, muestra que parte de los

⁴⁰ El mercado de renta fija esta principalmente compuesto por deuda del Gobierno la cual se encuentra estructurada principalmente a tasa fija.

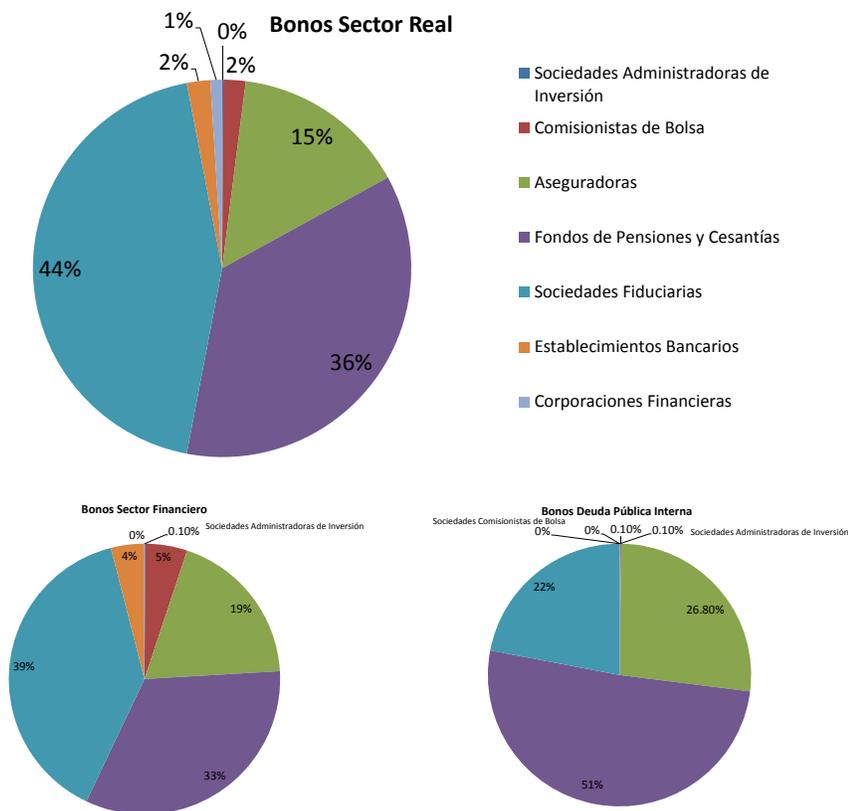
inversionistas institucionales compran deuda corporativa en las ofertas primarias y la mantienen en su portafolio, el cual se caracteriza por ser de largo plazo.

Gráfico 28



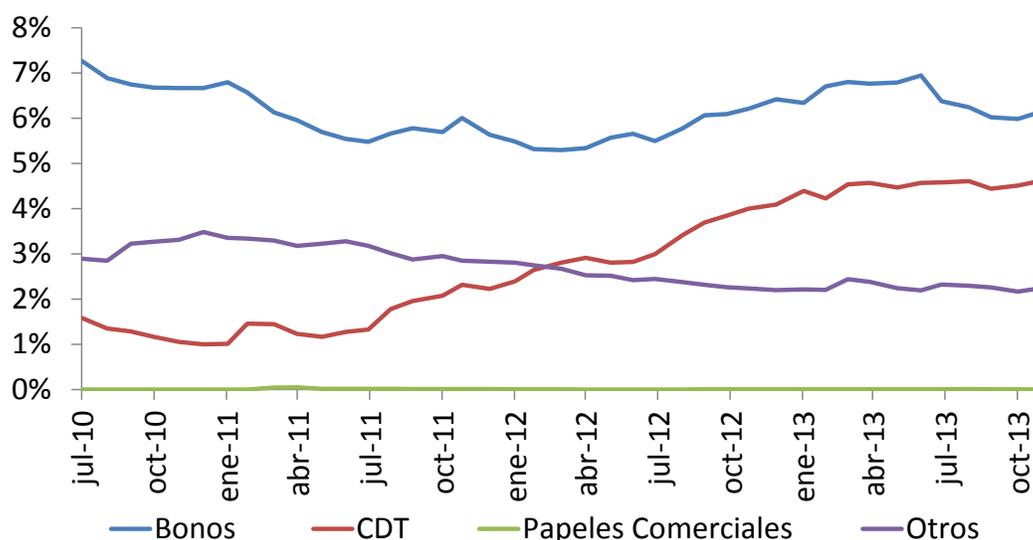
Al desagregar por tipo de emisor, en deuda del sector real y financiero, se observa que las proporciones de tenencias por parte de las aseguradoras, fiduciarias y los fondos de pensiones son similares. Por otra parte, las tenencias de bonos emitidos por entidades públicas, son particularmente concentradas en los fondos de pensiones (*Gráfico 29*) aunque las fiduciarias y aseguradoras también tienen un porcentaje importante.

Gráfico 29



De acuerdo con lo anterior, se puede observar que los fondos de pensiones y cesantías, así como las sociedades fiduciarias y aseguradoras tienen una participación importante en renta fija distinta de TES, por lo cual su comportamiento puede ser un factor importante en la liquidez de este mercado. En particular, al analizar los FPO (*Gráfico 30*) se encuentra que la participación de renta fija distinta de TES en su portafolio, se ha mantenido relativamente constante desde 2010 (alrededor del 12%) no obstante su composición ha presentado algunos cambios, donde las inversiones en CDT han aumentado. Los papeles comerciales continúan con una participación casi nula en el portafolio de los FPO.

Gráfico 30
Evolución de las inversiones de los FPO en Deuda Privada⁴¹



Finalmente, considerando que, los fondos de pensiones, después de las sociedades fiduciarias, tienen la mayor parte del stock de deuda corporativa, y que en teoría sus inversiones deberían mantenerse hasta el vencimiento para ajustar la duración de su activos con sus pasivos, se podría pensar que la profundidad del mercado secundario estaría determinada por estas circunstancias, lo que se mostrará en la siguiente sección.

Evolución del Mercado Secundario

Volúmenes de Negociaciones

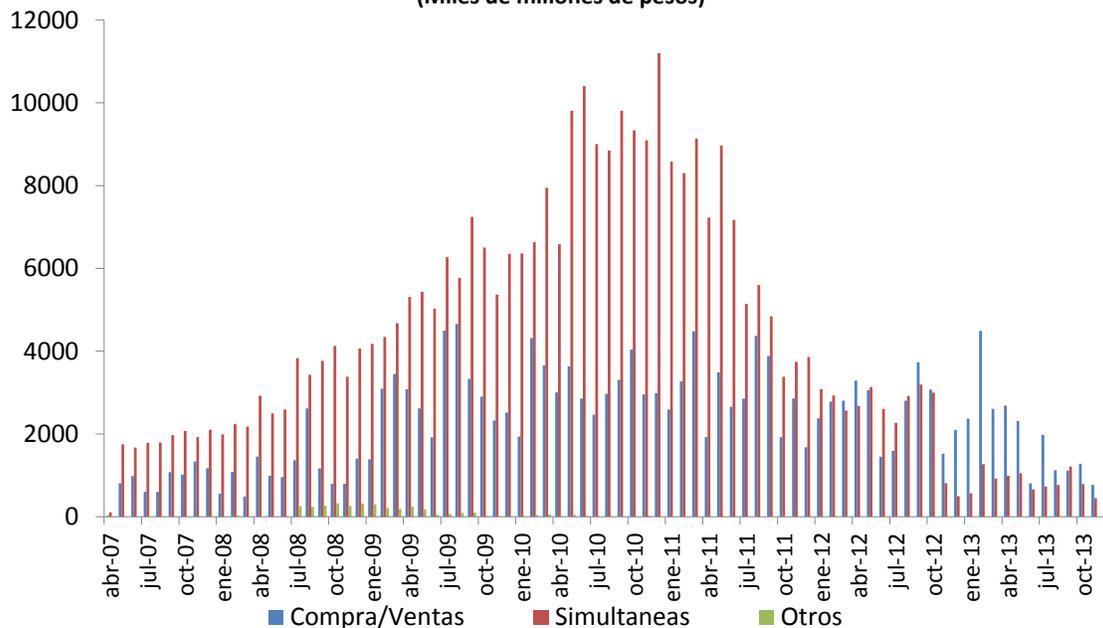
En el *Gráfico 31* se muestran los montos negociados en deuda privada por tipo de operación desde abril de 2007 y se observa que las operaciones se han concentrado en compra/ventas y simultáneas. El monto de las compra/ventas de activos de deuda privada presentó un aumento entre 2007 y 2008, para mantenerse relativamente constante en los siguientes años. Por otra parte, las operaciones simultáneas sobre activos de deuda privada crecieron de forma importante hasta 2011, punto a partir del cual comenzaron a disminuir

⁴¹ En la categoría otros se incluyen entre otras titularizaciones, aceptaciones bancarias, productos estructurados.

hasta alcanzar, a finales de 2013, montos por debajo de los observados en 2007. La reducción en las negociaciones de simultáneas de títulos de deuda privada pudo estar influenciada, entre otros aspectos, por la reforma tributaria de diciembre de 2010 que quitaba la exención de estas operaciones al gravamen a movimientos financieros. Desde finales de 2012, el volumen negociado en simultáneas se mantuvo en niveles particularmente bajos, posiblemente debido a eventos de mercado como la disminución de la confianza de los agentes ante la liquidación de la comisionista Interbolsa⁴². Como consecuencia de lo anterior, desde 2012 han predominado las negociaciones de compra y venta sobre las operaciones simultáneas. Por otro lado, la incertidumbre internacional con relación al inicio de la reducción en el programa de compras de activos por parte de la Reserva Federal pudo haber tenido un efecto en negociaciones de deuda corporativa lo que se refleja en unas reducciones en los volúmenes a partir de junio de 2013, los cuales se encuentran por debajo de la media estimada desde 2009.

Gráfico 31

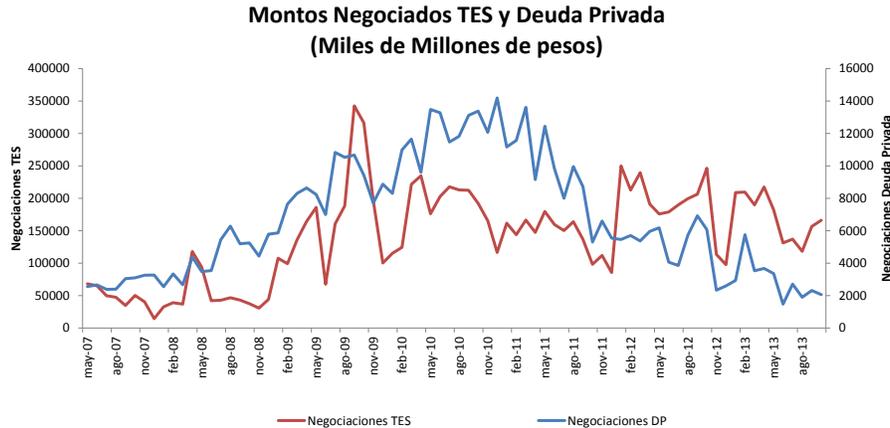
**Montos Negociados DP
(Miles de millones de pesos)**



Al comparar las negociaciones de deuda privada vs. deuda pública en el mercado local (*Gráfico 32*) se observa que la negociación de TES incluyendo simultáneas ha sido en promedio en los últimos años 25 veces la negociación total de los títulos de deuda privada.

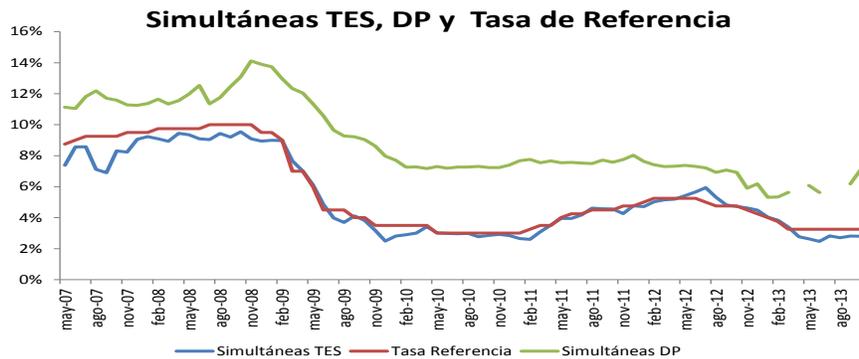
⁴²De acuerdo a estimaciones, entre octubre y noviembre de 2012, las negociaciones de operaciones simultáneas se redujo de alrededor de \$ 2950 mm a cerca de \$ 830 mm. Por otra parte, las negociaciones de operaciones de compra/venta sobre estos títulos se redujo de alrededor de \$ 2830 mm a cerca de \$ 1530 mm.

Gráfico 32



En el *Gráfico 33* se encuentra la evolución de las tasas de las operaciones simultáneas de los TES y de deuda corporativa. En primer lugar, se destaca la existencia de un diferencial entre las tasas que puede reflejar la existencia de una prima por liquidez y/o de riesgo crediticio asociado con la deuda corporativa. Por otra parte, se observa que las dos tasas presentan una tendencia a la baja desde 2009 hasta mediados de 2010, que puede estar relacionada con el comportamiento de la tasa de referencia y la dinámica del crédito. A partir de 2011, cuando se presentaron aumentos en la tasa de referencia, se destaca que este aumento no se transmitió a los títulos de deuda privada a pesar que el mercado de estos títulos presentó una disminución en su liquidez.

Gráfico 33



V. Conclusiones

Históricamente, el mercado de deuda privada colombiano ha estado marcado por los cambios introducidos paulatinamente en la regulación, que junto con una mayor estabilidad macroeconómica, ha permitido su desarrollo en los últimos años. Sin embargo, al igual que en los países de la región, la liquidez y el desarrollo de este mercado aún se encuentra rezagado frente a los títulos gubernamentales. Más aún, frente a la región, el mercado de deuda corporativa local presenta un rezago importante, ya que los indicadores de deuda

privada/PIB (tanto de deuda interna como de deuda externa) son los menores de la región y presentan una tendencia de crecimiento menos acelerada.

De acuerdo con la literatura, el desarrollo del mercado de deuda privada contribuye al crecimiento económico, por lo cual es recomendable generar políticas encaminadas a impulsar su desarrollo. Asimismo, el estudio de este mercado y la profundización del mismo puede proveer información importante para el análisis y la instrumentación de políticas.

En Colombia, el uso del mercado de deuda privada como fuente de financiación para las empresas es reducido y limitado a las de gran tamaño. Es por eso que las iniciativas propuestas por el Gobierno (que se encuentran en la hoja de ruta mencionada anteriormente), en busca del desarrollo del mismo, buscan facilitar el acceso a otras empresas más pequeñas y con menores calificaciones crediticias (como las pymes).

El mercado primario colombiano se caracteriza por la emisión de bonos ordinarios, titularizaciones y papeles comerciales. En términos generales, las emisiones son indexadas a la DTF si el plazo es inferior a 3 años y al IPC en plazos superiores, que han alcanzado incluso los 40 años. Considerando que la preferencia por los títulos indexados al IPC proviene tanto de la oferta como de la demanda, esto podría reflejar que la dinámica de estos títulos obedece no sólo a sus beneficios de diversificación y cobertura sino que también podría reflejar expectativas sobre la senda de crecimiento de dicha variable.

Finalmente, con relación al mercado secundario, se observó un aumento importante en los volúmenes de negociación entre 2007 y 2009, y una posterior disminución en la liquidez en los años siguientes, especialmente en 2011, año desde el cual se redujeron particularmente las negociaciones de operaciones simultáneas.

VI. Referencias:

[1] Gozzi, J., R. Levine, M. Peria, y S. Schmukler: 2012, 'How Firms Use Domestic and International Corporate Bond Markets'. NBER Working Papers 17763.

[2] Jeanneau, S., y C. Tovar: 2008 a, 'Financial stability implications of local currency bond markets: an overview of the risks'. BIS Papers.

[3] CGFS: 2007, 'Financial stability and local currency bond markets'. CGFS Papers 28.

[4] Caprio, G., y Demirgüç-Kunt: 1997, 'The Role of Long-Term Finance: Theory and Evidence'. The World Bank Research Observer, Vol. 13, No. 2.

[5] Jeanneau, S., y C. Tovar: 2008 b., 'Latin America's local currency bond markets: an overview'. BIS Papers.

[6] Jeanneau, S., y C. Tovar: 2006, 'Domestic Bond Markets in Latin America: Achievements and Challenges'. BIS Quarterly Review, June 2006.

[7] Turner, P: 2002, 'Bond markets in emerging market economies'. BIS Papers.

- [8] Gonzalez, A., y C. Rojas: 2008, 'Mercado de Capitales en Colombia: Diagnóstico y Perspectivas de su Marco Regulatorio'. ANIF.
- [9] Arbeláez, M.: 2008, 'La dinamización del mercado de valores en Colombia'. Publicación AMV.
- [10] Bunda, I., J. Hamann,, y S. Lall: 2010, 'Correlations in Emerging Market Bonds: The Role of Local and Global Factors'. IMF Working Paper.
- [11] Córdoba, J., R. Junguito, S. Montenegro, y F. Renjifo: 2009, 'Perspectivas del mercado de capitales, que queda por hacer'. Carta Financiera 148.
- [12] Arbeláez, M., Perry, G., y Becerra, A.: 2010, 'Estructura de financiamiento y restricciones financieras de las empresas en Colombia'. CAF Working Papers.
- [13] León, N., y, Alba A.: 2011, 'Segundo mercado: Balance y propuestas para su profundización desde la perspectiva de las pequeñas y medianas empresas'. Publicación AMV.
- [14] Carvajal, I., y W. Mora: 2011, 'Preparación de las pymes para el ingreso al mercado de capitales'. Publicación AMV.