

## NOTAS DEL MERCADO DE CAPITALES

**No. 25**  
**Junio de 2008**

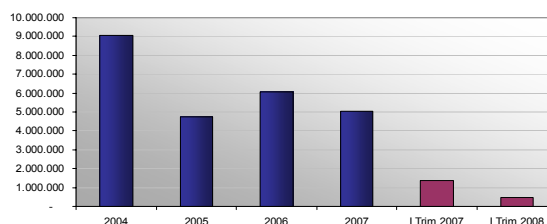
### Mercado de Capitales, 2008 preferencia por corto plazo

Las estructuras de los portafolios de inversión en el sector financiero han sufrido cambios importantes por la volatilidad e incertidumbre de los mercados financieros lo que han llevado a los inversionistas a mantener posiciones conservadoras de riesgo, aumentando las inversiones a la vista, CDT, cuentas de ahorro y papeles comerciales. De otro lado, los montos de emisiones y montos negociados han disminuido debido a la alta volatilidad de las tasas, al mismo tiempo que los emisores han preferido abstenerse de acudir al mercado de capitales como fuente de financiación. Lo anterior esta dado por:

- ✓ El monto colocado de emisiones en oferta pública en el mercado primario en Colombia se redujo 47% del 2004 al 2005, y un 44% si se compara 2004 y 2007 (Gráfica 1). Para el primer trimestre del 2008 el monto colocado de deuda privada fue de \$464.154 millones mientras que para el mismo periodo del 2007 esta cifra fue \$1.35 billones.
- ✓ El número de emisiones y series según información de Infoval, ha disminuido 31,25% y 11,36% en el 2006 y 2007 respecto al año inmediatamente anterior (Cuadro 1). El número de emisiones y series de papeles comerciales emitidos entre enero y abril del 2008 demuestran la gran demanda que se tiene por el corto plazo. Comparado con el mismo periodo en el 2007 la relación es 5 a 0.
- ✓ El monto negociado de títulos de renta fija entre el 2006 y 2007 igualmente se contrajo, pasando de \$1.3 billones a \$946.000 millones en el sector comisionistas de bolsa, lo que representa una reducción del 20% en la negociación de bonos y un incremento del 25% en la de CDTs, Aceptaciones bancarias y otros títulos de corto plazo.
- ✓ El monto negociado de TES, títulos más líquidos en el mercado de valores, se redujo un 38% si se compara 2006 y 2007. El 84% de los TES durante el 2006 fueron emitidos a un periodo igual o menor a un año de vencimiento. En el 2007 este porcentaje fue de 92% y lo que va corrido del 2008 ha sido a un año, como se puede ver en la gráfica 2.
- ✓ El monto negociado de los TIPS en mercado secundario<sup>1</sup> disminuyo notablemente en enero y

febrero del 2008 respecto a los mismos meses del 2007 como se muestra en la gráfica 3.

**Gráfica 1. Monto colocado de emisiones de deuda privada**



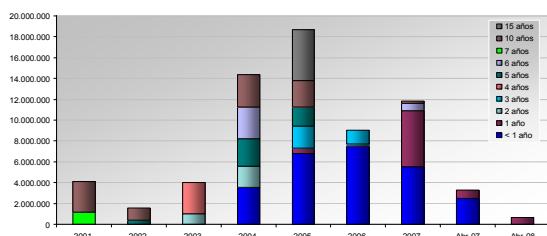
Fuente: Superfinanciera y BVC.  
Datos a primer trimestre/08. Cifras en millones de pesos  
Cálculos BRC

**Cuadro 1. Número de Emisiones y Series por tipo de título**

TÍTULO	2005	2006	2007	Abr-07	Abr-08	Total
BONOS DE GARANTIA GENERAL	11	0	0	0	0	11
BONOS DEUDA PUBLICA EXTERNA	2	0	0	0	0	2
BONOS DEUDA PUBLICA INTERNA	3	5	2	2	0	10
BONOS ORDINARIOS	33	36	48	8	1	118
BONOS ORDINARIOS SUBORDINADOS	5	4	1	0	5	15
BONOS REPUBLICA DE COLOMBIA	1	0	0	0	0	1
CDT	22	17	0	0	0	39
PAPELES COMERCIALES	0	0	1	0	5	6
TITULOS DE CONT. CREDITICIO	10	15	0	0	0	25
TITULOS DE PARTICIPACION	0	0	1	1	0	1
TITULOS HIPOTECARIOS	6	7	6	0	0	19
TITULOS TES	35	3	18	3	4	60
TITULOS TES EN UVR	0	1	1	1	0	2
<b>Total</b>	<b>128</b>	<b>88</b>	<b>78</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>309</b>

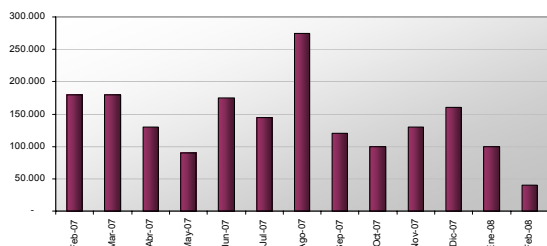
Fuente: Infoval. Datos a Abril de 2008  
Cálculos BRC

**Gráfica 2. Colocación de TES pesos por Subasta**



Fuente: Banco de la República. Datos a Abril/2008. Cifras en millones de pesos  
Cálculos BRC

**Gráfica 3. Monto negociado de Tips (Mercado secundario)**



Fuente: Titularizadora Colombiana. Cifras en millones de pesos

<sup>1</sup> Fuente: Titularizadora Colombiana

## Emisiones y Series<sup>2</sup> de deuda privada

De enero a abril del 2008, el monto colocado de las series emitidas de deuda privada fue de 1.05 billones de pesos y 171.830 millones en UVR. Del total de este monto, el 34,6% fueron bonos ordinarios, 29,9% bonos subordinados del sector financiero, el 24,4% papeles comerciales del sector corporativo y financiero y un 11,1% de títulos hipotecarios.

De las 21 series emitidas en el mismo periodo, el 52,38% tienen un plazo de vencimiento máximo a tres años y el restante 47,62% a 5 y 7 años. El siguiente cuadro muestra las series colocadas de enero a abril del 2008:

**Cuadro 2. Series emitidas en el 2008**

EMISOR	TITULO	Monto	CUPON	TASA	FECHA EMISIO	PLAZO VTC
EPSA S.A. E.S.P.	P. COMERC	\$ 59.900	1,48	DTF	29/01/2008	181 días
EPSA S.A. E.S.P.	P. COMERC	\$ 41.600	1,59	DTF	29/01/2008	273 días
BCO. DAVIVIENDA S.A	BONOS SUBORD	100.614	6,65	FS	19/02/2008	7 años
BCO. DAVIVIENDA S.A	BONOS SUBORD	\$ 66.040	6,65	IPC	19/02/2008	7 años
CEMENTOS DEL CARIBE S.A. P. COMERC	\$ 150.000	11,79	FS	06/03/2008	364 días	
SURAMERICANA DE INVER. P. COMERC	\$ 14.521	10,425	FS	13/03/2008	90 días	
SURAMERICANA DE INVER. P. COMERC	\$ 31.479	9,96	FS	13/03/2008	180 días	
BCO. DE BOGOTA	BONOS SUBORD	\$ 110.283	7	IPC	15/04/2008	7 años
BCO. DE BOGOTA	BONOS SUBORD	71.217	7	FS	15/04/2008	7 años
BCO. DE BOGOTA	BONOS SUBORD	\$ 18.500	3	DTF	15/04/2008	7 años
TITULARIZADORA COL.	TIPS	\$ 136.108	10,618	FS	16/04/2008	10 años
BCO. BANCOLEX	BONOS ORD	\$ 193.330	2,39	DTF	22/04/2008	2 años
BCO. BANCOLEX	BONOS ORD	\$ 131.200	2,55	DTF	22/04/2008	3 años
LEASING DE CREDITO	BONOS ORD	\$ 8.600	2,7	DTF	24/04/2008	2 años
LEASING DE CREDITO	BONOS ORD	\$ 2.000	2,9	DTF	24/04/2008	3 años
LEASING DE CREDITO	BONOS ORD	\$ 5.000	3,1	DTF	24/04/2008	5 años
LEASING DE CREDITO	BONOS ORD	\$ 6.000	7,1	IPC	24/04/2008	7 años
LEASING DE CREDITO	BONOS ORD	\$ 63.280	12,5	IPC	24/04/2008	2 años
LEASING DE CREDITO	BONOS ORD	\$ 222	12,75	IPC	24/04/2008	3 años
LEASING DE CREDITO	BONOS ORD	\$ 5.000	12,95	IPC	24/04/2008	5 años
LEASING DE CREDITO	BONOS ORD	\$ 9.898	13,2	IPC	24/04/2008	7 años

Fuente: Infoval  
Datos Enero - Abril/2008. FS: Fija Simple

## Emisiones y Series de acuerdo a su escala de calificación<sup>3</sup>:

- ✓ De acuerdo a la escala de calificación de las emisiones y series en los años 2005 al 2007, se encuentra que entre el 60% de las emisiones son AAA, 14% AA+ y un 6% AA. El restante 20% se encuentran en calificaciones en grado de inversión igual o inferior a A+ y en calificaciones de corto plazo.
- ✓ El sector corporativo al abstenerse de salir al mercado de capitales como fuente de financiación, conlleva a que el sector más recurrente en emisiones sea el financiero, donde desde el año 2005 al 2007 superó en número en más del 49% al sector corporativo, como se puede observar en el cuadro 3 y gráfica 4.

<sup>2</sup> Conjunto de títulos que hacen parte de una misma emisión

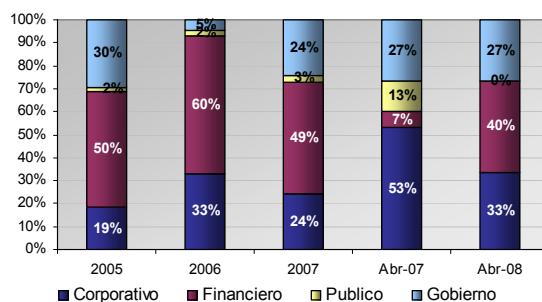
<sup>3</sup> Niveles en los que se expresan los diferentes grados de riesgo en una calificación de valores

**Cuadro 3. Emisiones y series de acuerdo a la calificación y sector**

Año	emision	TITULO	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	Otros	Total
2005	Corporativo		14	4	1	2	0	0	0	3	24
	Financiero		27	10	4	0	0	1	0	22	64
	Gobierno		0	0	0	0	0	0	0	38	38
	Publico		2	0	0	0	0	0	0	0	2
<b>Total</b>		<b>43</b>	<b>14</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>63</b>	<b>128</b>
2006	Corporativo		23	1	5	0	0	0	0	0	29
	Financiero		24	9	2	0	0	1	0	17	53
	Gobierno		0	0	0	0	0	0	0	4	4
	Publico		2	0	0	0	0	0	0	0	2
<b>Total</b>		<b>49</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>21</b>	<b>88</b>
2007	Corporativo		14	3	1	0	0	0	0	1	19
	Financiero		31	6	0	0	0	0	0	1	38
	Gobierno		0	0	0	0	0	0	0	19	19
	Publico		2	0	0	0	0	0	0	0	2
<b>Total</b>		<b>47</b>	<b>9</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>21</b>	<b>78</b>
2008	Corporativo		0	0	0	0	0	0	0	5	5
	Financiero		1	5	0	0	0	0	0	0	6
	Gobierno		0	0	0	0	0	0	0	4	4
<b>Total</b>		<b>1</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>9</b>	<b>15</b>
<b>Total</b>		<b>140</b>	<b>38</b>	<b>13</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>114</b>	<b>309</b>

Fuente: Infoval  
Datos a abril de 2008. Cálculos BRC

**Gráfica 4. Emisiones y series por sector**



Fuente: Infoval  
Datos a abril de 2008. Cálculos BRC

- ✓ Dentro del sector financiero se observa que la mayoría de las series emitidas se encuentran indexadas a la DTF<sup>4</sup>, diferente del sector corporativo donde casi todas sus series están indexadas al IPC (Cuadro 4), lo anterior se explica por que los ingresos del sector corporativo dependen, en gran parte, de factores atados a la inflación, lo que lleva a que sus pasivos tengan el mismo comportamiento, mientras que las entidades financieras al tener mayor diversificación de tasas de interés en sus activos, les permite emitir a DTF o IPC.
- ✓ A diferencia del Gobierno que aumentó casi 5 veces el número de emisiones de TES en el 2007 respecto al 2006, el número de emisiones en el sector corporativo y financiero disminuyeron 53% y 39,5% en el mismo periodo debido a las altas tasas en el mercado colombiano (gráfica 5) que llevo a los emisores a abstenerse de financiarse en el mercado de capitales.

<sup>4</sup> Promedio de tasas de interés efectivas de captación a noventa días de los establecimientos de crédito

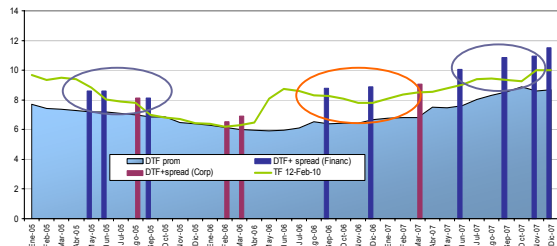
**Cuadro 4. Emisiones y series de acuerdo a la tasa de referencia**

SECTOR	TASA REFERENCIA	2005	2006	2007	Abr-07	Abr-08	Total
Corporativo	DTF	3	3	3	2	2	11
	FS	6	11	7	1	3	27
	IPC	15	15	9	5	0	39
Financiero	DTF	32	32	34	0	2	100
	FS	2	12	1	1	2	17
	IPC	30	9	3	0	2	44
Gobierno	FS	37	4	19	0	0	60
	IPC	1	0	0	2	0	1
Publico	FS	1	1	0	4	4	6
	LB3	1	1	2	0	0	4
<b>Total general</b>		<b>128</b>	<b>88</b>	<b>78</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>309</b>

Fuente: Infoval  
 Datos a abril de 2008. Cálculos BRC

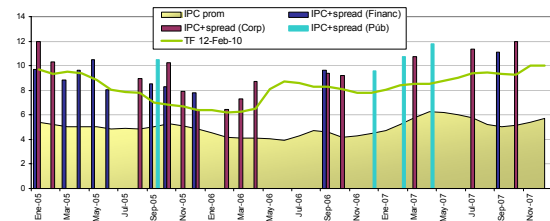
- ✓ Debido a la alta volatilidad de las tasas de los TES, entre el año 2006 y 2007 las emisiones indexadas a la DTF con calificación de riesgo AAA se colocaron con un spread<sup>5</sup> alto en relación con el año 2005, donde este no superaba los 150 puntos básicos sobre la DTF. Para los dos años siguientes los puntos básicos subieron a 210 en promedio.
- ✓ Las siguientes gráficas se muestra la variación del spread del sector financiero y corporativo en el 2005, 2006 y 2007 referenciados a la DTF e IPC, donde a pesar de mantenerse el mismo riesgo crediticio (en este caso calificación AAA) el spread sobre la tasa de interés se ha ido incrementando.

**Gráfica 5. Spread de títulos calificados en AAA del sector financiero y corporativo indexados a la DTF**



Fuente: Infoval  
 Datos a Abril/2008. Cálculos BRC

**Gráfica 6. Spread de títulos calificados en AAA del sector financiero, corporativo y público indexados al IPC**



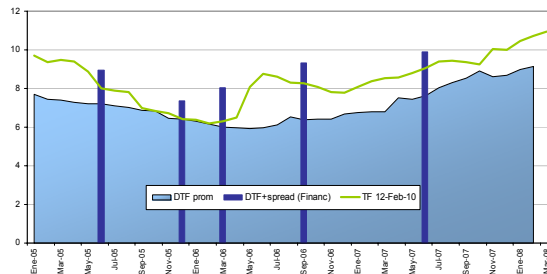
Fuente: Infoval  
 Datos a Abril/2008. Cálculos BRC

- ✓ Un comportamiento similar tienen las series calificadas en AA+ y AA. El spread es mayor que las series con calificación AAA reflejando en la percepción de los inversionistas el mayor riesgo

<sup>5</sup> Diferencia en puntos básicos (porcentual) entre un activo cualquiera y el activo libre de riesgo, entre más puntos básicos de diferencia haya entre ellos, más riesgoso se considerará el activo

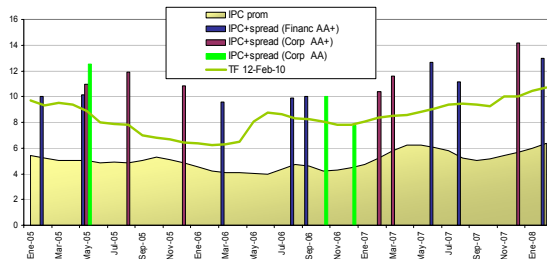
crediticio que tienen estas calificaciones. La gráfica 7 y 8 muestran los spread de los títulos emitidos a la DTF e IPC con calificación AA+ y AA.

**Gráfica 7. Spread de títulos calificados en AA+ del sector financiero indexados a la DTF**



Fuente: Infoval  
 Datos a Abril/2008. Cálculos BRC

**Gráfica 8. Spread de títulos calificados en AA+ y AA del sector financiero y corporativo indexados al IPC**



Fuente: Infoval  
 Datos a Abril/2008. Cálculos BRC

## Conclusiones

La emisión de títulos en el mercado de capitales se ha reducido notablemente en los últimos tres años, por un lado, la volatilidad de las tasas del mercado y de los TES han llevado a que los spread de las emisiones de deuda privada sean muy altos y no sea atractivo para los emisores financiarse con títulos valores y de otro lado, la inestabilidad de los mercados internacionales ha llevado a los inversionistas institucionales a tener un perfil más conservador inclinándose por invertir en títulos de corto plazo.

Se espera que con el enfoque que los administradores de portafolios le están dando a sus carteras colectivas en cuanto a invertir en títulos diferentes de TES como títulos de contenido crediticio, acciones, facturas, fondos de capital privado, etc., el mercado de capitales se reactive, permitiéndole a los inversionistas tener diferentes opciones de inversión.

Un factor positivo que podría incentivar a los agentes del mercado a generar nuevos esquemas de inversión y a los emisores a financiarse por medio de las emisiones al mercado de capitales es la entrada en vigencia de nueva normatividad referente a: la intermediación del mercado de valores, los multifondos, el Indicador Bancario de Referencia – IBR, entre otros.

El desarrollo que los entes regulatorios le esta dando a las operaciones preacordadas a través del decreto de intermediación, permitirá la negociación en el mercado secundario de los bonos del sector corporativo a través de un sistema transaccional de la BVC en donde se inyectará liquidez a este tipo de papeles. Al mismo tiempo el decreto busca brindarle transparencia, adecuada formación de precios y protección a los inversionistas.

De otra parte, la presión inflacionaria, la alta reevaluación del dólar, la desaceleración de la economía colombiana en lo corrido del 2008 y un nivel sostenido de elevadas tasas de interés de los TES desde el año 2006, cuando se presento la crisis de los títulos de deuda pública, hacen pensar que seguirá la tendencia de decrecimiento del número de emisiones del sector privado y la preferencia de los inversionistas por títulos de corto plazo, donde mantendrán de esta forma posiciones conservadoras en sus portafolios de inversiones.