



Enero 24 de 2011

María Mercedes Cuéllar
Presidente

Daniel Castellanos
Vicepresidente Económico
+57 1 3266600
dcastellanos@asobancaria.com

Emisión de deuda versus colocación de cartera

Resumen.

Durante los dos últimos años el mercado colombiano ha sido testigo del proceso de crecimiento, desarrollo y consolidación que ha vivido la deuda privada (bonos corporativos), que históricamente se caracterizaba por tener una penetración baja. Este proceso no sólo ha ampliado el espectro de oportunidades de inversión en el mercado financiero, sino que también ha permitido que el mercado de bonos se posicione como una fuente importante de financiación de recursos.

Al comparar el comportamiento de la deuda corporativa y la cartera comercial durante el periodo comprendido entre 2008 y 2010, pareciera haber una relación negativa entre ambas fuentes de financiamiento. Esto lo demuestra la tendencia negativa de la tasa de crecimiento de los créditos y la pronunciada fase expansiva de las emisiones de bonos de deuda privada durante el 2009.

Una posible explicación de la preferencia de deuda sobre créditos durante el 2009, puede ser por la combinación de dos situaciones, primero, beneficio en tasas y segundo, optimización del financiamiento, es decir, que las entidades hayan visto en la emisión de deuda de largo plazo la oportunidad de dejar de lado el *rollover* de crédito.

Sin embargo, los datos de los últimos años muestran que el efecto sustitución no es totalmente directo, especialmente por la divergencia en plazos. Los bonos se concentran en el largo plazo mientras que la cartera en el corto. Así las cosas, el deudor puede diversificar o elegir su fuente de financiamiento usando como criterio el tipo o plazo de su obligación. O tiene la opción de usar ambas fuentes simultáneamente, después de todo, ésto se puede seguir dando gracias a la diferencia en la estructura de fondeo que tiene cada mercado.

En cualquier caso el potencial del mercado de deuda privada debe seguir siendo explotado. Mientras el mercado de valores sea subvalorado como fuente de financiamiento y de inversión, y por lo tanto su promoción solo sea tarea de unos pocos, el mercado colombiano permanecerá conservador, poco novedoso y con escasas herramientas capaces de responder a las necesidades del sector empresarial del país.

Para suscribirse a Semana Económica por favor envíe un correo electrónico a avesga@asobancaria.com o visítenos en <http://www.asobancaria.com>

Emisión de deuda versus colocación de cartera

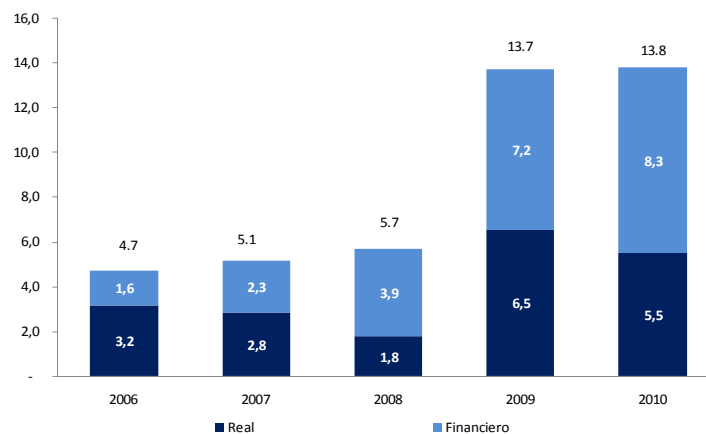
Daniel Castellanos Durante los dos últimos años el mercado colombiano ha sido testigo del proceso de crecimiento, desarrollo y consolidación que ha vivido la deuda privada (bonos corporativos), que históricamente se caracterizaba por tener una penetración baja¹. Este proceso no sólo ha ampliado el espectro de oportunidades de inversión en el mercado financiero, sino que también ha permitido que el mercado de bonos se posicione como una fuente importante de financiación de recursos.

Ana Milena Lizarazo

Diana Carolina Vargas

El comportamiento favorable del mercado de deuda corporativa se ha dado en especial en los dos últimos años. El monto emitido al cierre de 2009 y 2010 fue en promedio \$13.7 billones, más del doble del valor registrado en años anteriores. Si se mira en detalle como ha sido el comportamiento por sector, el financiero ha liderado las colocaciones de deuda, alcanzando en 2010 el 60.3% del total emitido. No obstante, es de resaltar que al cierre de 2009 el sector real alcanzó una participación del 48% (gráfico 1).

Gráfico 1. Monto colocado deuda privada por sector (COP billones)



Fuente: BVC. Cálculos Asobancaria

Este mercado, sin duda, se constituye en una gran opción como fuente de financiamiento para atender planes de inversiones u obligaciones financieras. Sin embargo, también lo son los créditos, por lo que a simple vista podría decirse que estos productos son sustitutos el uno del otro.

A pesar que existen datos que respaldan la hipótesis de la sustitución, es claro que cada uno de estos productos es estructuralmente diferente y suplen necesidades de financiamiento diversas. Adicionalmente, es preciso tener en cuenta que en ambos mercados existen rigideces que favorecen y desfavorecen su acceso.

¹ Ver Semana Económica 747

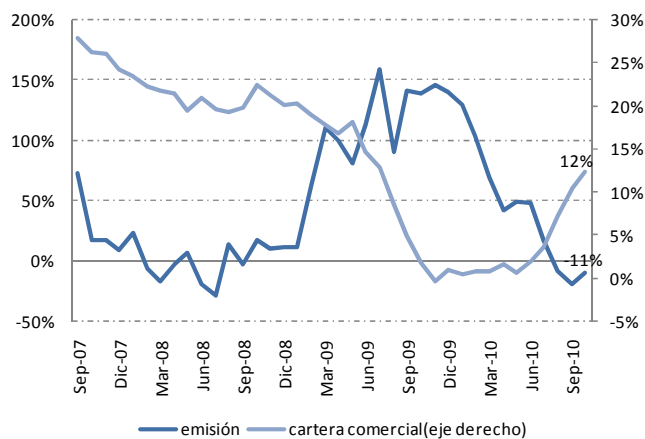
En esta Semana Económica se evalúa el comportamiento de la cartera comercial, que es aquella destinada a los potenciales usuarios del mercado de valores como fuente de financiamiento, frente al comportamiento de los bonos, para ver si existen indicios de un efecto sustitución entre estos dos y si existen condiciones que puedan favorecer más a un producto que otro.

Comportamiento de la cartera comercial

Al cierre de 2008, 2009 y 2010, la cartera comercial alcanzó proporciones de \$93.1, \$93.9, \$104.9 billones, respectivamente. A pesar que la cartera, en términos absolutos, ha aumentado, es evidente que ha perdido dinamismo. Esto lo demuestra la tendencia negativa consistente de la tasa de crecimiento durante el periodo 2007 – 2009 (gráfico 2). Adicionalmente, de acuerdo con la encuesta sobre la situación del crédito en Colombia, realizada por el Banco de la República, la demanda por nuevos créditos para la cartera comercial disminuyó durante el 2009, al tiempo que se presentaba la mayor tasa de crecimiento de las emisiones de bonos de los últimos 3 años.

Al comparar el comportamiento de la deuda corporativa y la cartera comercial durante el periodo comprendido entre 2008 y 2010, pareciera haber una relación negativa entre ambas fuentes de financiamiento. Durante el primer semestre de 2009, la cartera comercial creció a tasas cada vez menores, mientras que las emisiones presentaron una tendencia positiva en su tasa de crecimiento. Por el contrario, cuando las emisiones decrecieron, a partir de agosto de 2010, la créditos comerciales empezaron a recuperarse (gráfico 2).

Gráfico 2. Crecimiento anual de cartera comercial y emisiones de deuda privada



Fuente: BVC y SFC. Cálculos Asobancaria

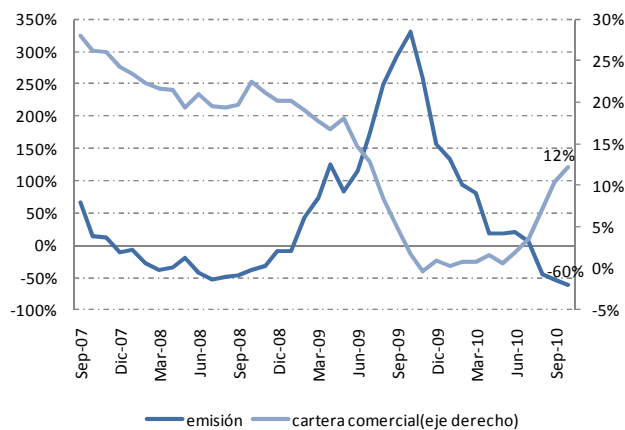
Una posible explicación de la preferencia de deuda sobre créditos durante el 2009, puede ser por la combinación de dos situaciones, primero, beneficio en tasas y segundo, optimización del financiamiento, es decir, que las entidades hayan visto en la emisión de deuda de largo plazo la oportunidad de dejar de lado el *rollover* de crédito.

Pero esta conclusión no es tan clara con un análisis de resultados agregados. Es por eso que vale la pena separar las emisiones y los créditos por sector económico, de tal manera que las conclusiones sean más contundentes.

¿Cómo fue la financiación del sector real?

El crecimiento de las emisiones y la cartera comercial destinada únicamente al sector real², parece seguir el mismo comportamiento que el del agregado del mercado, es decir, una relación negativa (gráfico 3). Por un lado, durante 2009 el crecimiento de la cartera comercial se redujo en 19 pp, mientras que el de las emisiones del sector real aumentó en 165 pp. Por el otro, para el tercer trimestre de 2010, la cartera comercial se reactiva de forma acelerada alcanzando a octubre un crecimiento del 12%, mientras que la colocación de deuda decrece en un 60%.

Gráfico 3. Crecimiento anual de cartera comercial y emisiones del sector real

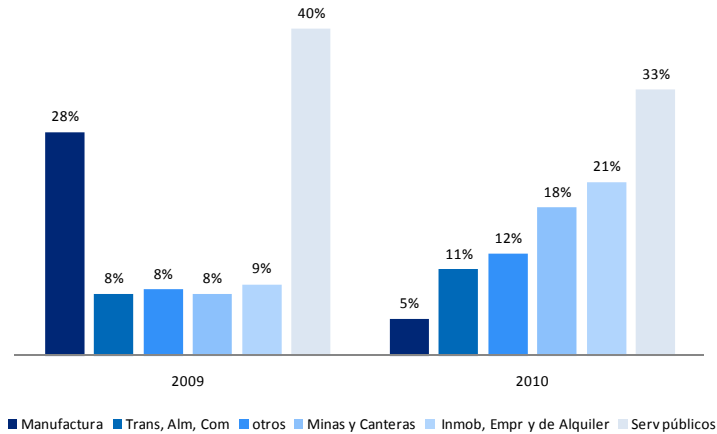


Fuente: BVC y SFC. Cálculos Asobancaria

Si se realiza una evaluación más detallada de la deuda por sector económico, se observa que para el 2009 y 2010, los sectores con mayor participación dentro del total de emisiones del sector real son suministro de electricidad, gas y agua; actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler; minas y canteras y la manufactura (gráfico 4).

² Se excluyen las entidades crediticias dado que su principal fuente de financiamiento no son los créditos con otras entidades financieras.

Gráfico 4. Colocación de deuda corporativa del sector real

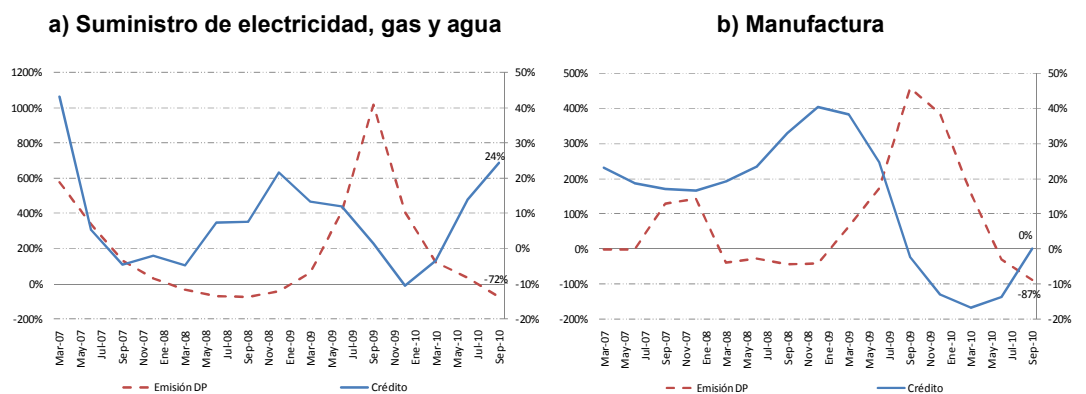


Fuente: BVC. Cálculos Asobancaria

De los sectores anteriormente mencionados, manufactura y suministro de electricidad, gas y agua presentan una relación inversa entre la emisión de bonos de deuda y la cartera comercial. Durante 2008, las empresas de este sector tienen una marcada preferencia por la demanda de crédito respecto a la emisión de títulos de deuda. Por su parte, en los tres primeros trimestres de 2009, especialmente septiembre, la dinámica cambia, las emisiones están en su fase expansiva y por el contrario la cartera se contrae (gráfico 5).

A diciembre de 2009, los créditos al sector manufacturero fueron de \$17 billones, monto menor en \$2.6 billones respecto al año anterior, mientras que sus emisiones anuales fueron de \$1.8 billones. Para el sector servicios, la cartera comercial se registró en \$2.5 billones, \$294.000 millones menor que el año anterior, mientras que sus emisiones anuales se elevaron a \$2.6 billones.

Gráfico 5. Crecimiento del crédito comercial versus la emisión de deuda



Fuente: BVC y SFC. Cálculos Asobancaria

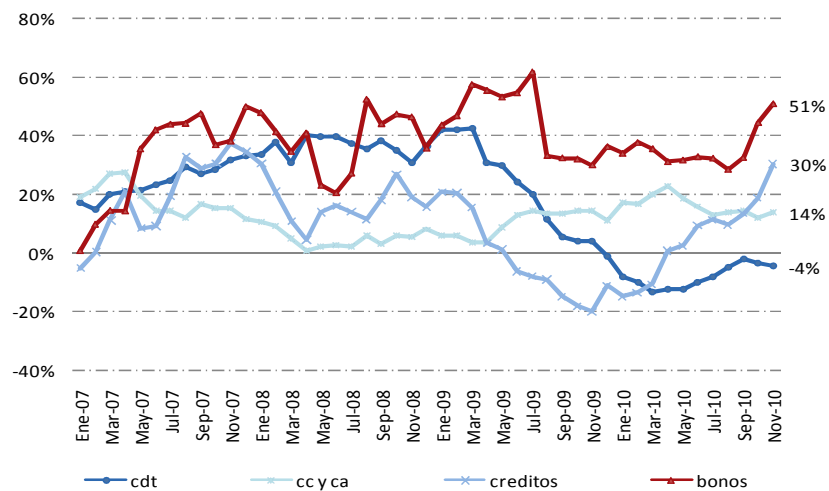
En el caso del sector inmobiliario y de alquiler, no se observa la sustitución, principalmente porque durante el periodo comprendido entre 2009 y 2010 no tuvo

gran demanda por financiación, razón por la cual, tanto el crédito como las emisiones decrecieron durante los últimos dos años.

¿Cómo fue la financiación del sector financiero?

A pesar de que los establecimientos de crédito son los mayores participantes de la colocación de deuda, su principal fuente de financiamiento son las captaciones del público con una participación del 70.6%, seguido por los créditos con otras entidades (9.7%) y por la emisión de bonos de deuda (6.9%). Así las cosas, la sustitución que podría realizar este tipo de entidades puede darse, bien entre títulos de deuda y créditos con otras entidades, o bien entre estos títulos y los CDT, que son los depósitos de más largo plazo.

Gráfico 6. Crecimiento anual del pasivo de los establecimientos de crédito



Fuente: SFC. Cálculos Asobancaria

El stock de deuda emitida por entidades financieras presentó un incremento significativo desde principios de 2009, explicado en parte por el crecimiento anual en la emisión de títulos, tal y como se mostró en la introducción de esta Semana Económica. Paralelamente, se presentó un menor crecimiento tanto en CDT como en créditos con otras entidades (gráfico 6).

A pesar de que hubo mayor financiación por bonos que por depósitos, el efecto sustitución para las entidades financieras no es tan evidente y claro como para el sector real. Esto puede deberse en parte a la baja participación que tienen los bonos sobre el total de endeudamiento o porque la emisión de deuda no está orientada a sustituir otras fuentes de financiamiento, sino por el contrario, como una medida complementaria.

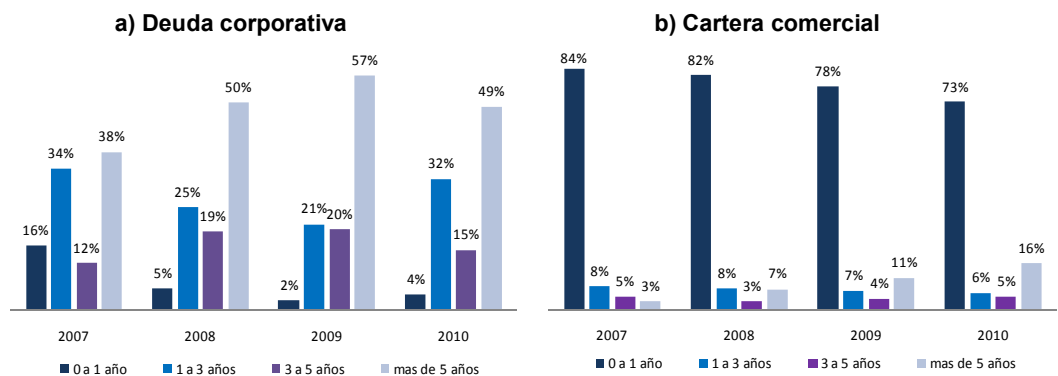
Condiciones financieras de los productos

Son varios los criterios a tener en cuenta al momento de decidir si colocar deuda en el mercado de valores o pedir dinero prestado a los establecimientos de crédito, entre los factores más importantes se encuentran las condiciones financieras que ofrece de cada

una de estas modalidades (principalmente tasas de colocación, volúmenes y plazos de maduración o vencimiento), la demanda, las circunstancias particulares de la economía y la regulación.

En término de los plazos de colocación de cartera y de emisión de deuda, existe una diferencia importante entre las dos formas de endeudamiento. Para el caso de los bonos, en su mayoría han sido emitidos a plazos superiores a 5 años, mientras que los emitidos a corto plazo apenas alcanzaron el 4% del total en 2010. Ahora, en cuanto a los créditos, éstos se encuentran concentrados en vencimientos entre 0 y 1 año (70%), siendo marginal la participación del resto de los plazos sobre el total (gráfico 7).

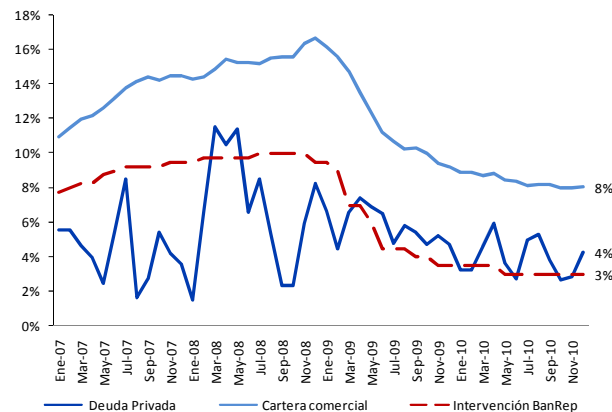
Gráfico 7. Participación de la deuda y la cartera por plazo



Fuente: BVC y SFC. Cálculos Asobancaria

En cuanto a los niveles de las tasas de colocación, la tasa promedio ponderada mensual³ de los títulos de deuda privada es consistentemente inferior a las tasas de colocación de la cartera comercial. De acuerdo con estas condiciones, durante 2009, las entidades del sector real que emitieron deuda lograron sacar provecho de los bajos niveles de tasas y sustituir deuda financiera antigua y tal vez más costosa (gráfico 8).

Gráfico 8. Evolución de las tasas de interés de colocación

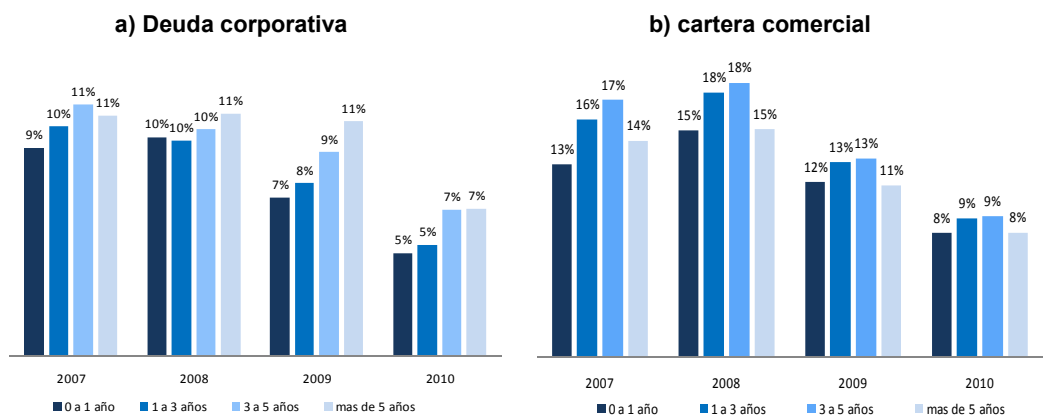


Fuente: SFC y Banco de la República. Cálculos Asobancaria

³ Se realizó un promedio ponderado mensual de las tasas del total de la deuda emitida (para todos los plazos y todos los sectores) teniendo en cuenta el spread y el componente variable de la tasa. Lo anterior con el propósito de encontrar una tasa equivalente a la tasa de colocación de la cartera.

Mirando las tasas de colocación más específicamente, se muestra que la diferencia es sustancial en algunos plazos, es decir, las tasas del mercado de bonos corporativos son más atractivas que las registradas por la cartera comercial para el plazo más corto (entre 0 y 1 años). Esto puede ser definitivo para una empresa al tomar la decisión de financiamiento; sin embargo, el mercado de bonos no está enfocado en este segmento, debido en parte a que no se alcanza a compensar los costos de entrada en los que incurre una entidad al participar en la emisión de deuda (gráfico 9).

Gráfico 9. Tasas de colocación de deuda corporativa y cartera por plazos

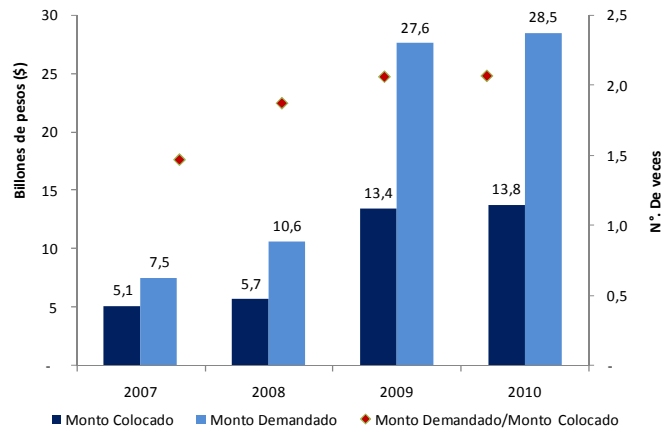


Fuente: BVC y SFC. Cálculos Asobancaria

Las barreras a la entrada del mercado de capitales se constituyen hoy en día como uno de las principales rigideces del mercado de deuda. Solo para nombrar algunas, se encuentran los altos techos de las tarifas cobradas por el supervisor para autorizar la emisión de valores, que dependen del patrimonio de la entidad; la inscripción automática para algunos emisores del sector financiero, pero no para el sector real; el proceso de emisión no expedito en cuanto a tiempos de aprobación, plantilla del prospecto de oferta y envío de información engorrosos a las instancias involucradas en la emisión (supervisor, bolsa y depósito de valores). Este tipo de costos además de encarecer la emisión de deuda, le restan dinamismo al mercado.

A pesar de que los anteriores argumentos le restan puntos a la emisión de deuda, el panorama de la demanda de títulos genera incentivos para ver en el mercado de valores una excelente fuente de financiación. El monto demandado de los bonos corporativos alcanza a ser dos veces el monto colocado para el cierre de 2009 y 2010 (gráfico 10). Esto sin duda es producto del apetito por nuevos instrumentos de diversificación de portafolio, saturación de los límites de inversión en deuda pública y excesos de liquidez de las entidades durante el periodo de análisis.

Adicionalmente, no se le resta importancia al hecho de que las entidades que emiten bonos corporativos son empresas solventes, lo que hace que estos títulos sean una alternativa con niveles de riesgo poco elevados y niveles de rentabilidad importantes.

Gráfico 10. Monto colocado y demandado deuda corporativa

Fuente: BVC. Cálculos Asobancaria

Conclusiones

¿Es la emisión de títulos en el mercado de valores un tipo de financiamiento empresarial sustituto al crédito comercial? No, necesariamente. Parece haber indicios que sí, pero no para todos los casos. Algunas razones que sirven para sustentar la existencia de sustitución durante el 2009, son las bajas tasas del mercado, el apetito de los inversionistas por títulos de deuda privada y la necesidad de cambiar deuda de corto por largo plazo.

Sin embargo, una de las razones por la que la sustitución no siempre ocurre en la práctica, es por la divergencia en plazos entre ambos tipos de financiamiento. La deuda privada en Colombia está orientada al financiamiento de grandes sumas de dinero y con vencimientos a largo plazo, contrario a lo que ocurre con los créditos.

La deuda de largo plazo tiene como propósito financiar proyectos de inversión, vivienda y otro tipo de actividades, mientras que la deuda con vencimientos menores a un año financia obligaciones de corto plazo. Por tanto, el deudor puede diversificar o elegir su fuente de financiamiento usando como criterio el tipo de obligación o inversión que tenga. El uso simultáneo de emisión de deuda y de endeudamiento con entidades crediticias permanecerá en cualquier caso, gracias a la diferencia en la estructura de fondeo que tiene cada mercado.

Es una realidad que la mayoría de la cartera comercial concentra su colocación en el corto plazo, salvo por algunos casos como la cartera hipotecaria, las líneas de redescuento como las de Finagro y Bancoldex, y los créditos sindicados. Las opciones que tienen los establecimientos de crédito para conseguir recursos de largo plazo no abundan, de ahí que ellos sean los principales emisores de bonos corporativos en el país. Si existieran más fuentes de este estilo, sin lugar a dudas, se facilitaría la capacidad de financiamiento de grandes proyectos de infraestructura e inversión de gran envergadura.

En cualquier caso el potencial del mercado de deuda privada debe seguir siendo explotado. Mientras el mercado de valores sea subvalorado como fuente de financiamiento y de inversión, y por lo tanto su promoción solo sea tarea de unos pocos, el mercado colombiano permanecerá conservador, poco novedoso y con escasas herramientas capaces de responder a las necesidades del sector empresarial del país.

Colombia. Principales Indicadores Macroeconómicos

	2007	2008	2009					2010				2011	
			T1	T2	T3	T4	total	T1	T2	T3	T4	Proy.	Proy.
PIB Nominal (USD B)	207.8	242.6	60	61	62	63	247	68.2	70.3	74.6	...	...	...
PIB Nominal (COP MM)	432	477	123	126	127	129	505	131.5	134.7	134.3	...	...	...
Crecimiento Real													
PIB real (% Var. Interanual)	6.3	2.7	-0.4	-0.1	0.8	2.9	0.8	4.5	4.4	3.6	3.6	4.0	4.1
Precios													
Inflación (IPC, % Var. Interanual)	5.7	7.7	6.1	3.8	3.2	2.0	2.0	1.8	2.3	2.3	3.2	3.2	3.7
Inflación básica (% Var. Interanual)	5.2	5.9	5.4	4.5	3.9	2.7	2.7	2.3	2.3	2.3	2.6	2.6	2.5
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	2002	2234	2561	2159	1922	2046	2046	1929	1916	1800	1990	1990	1822
Tipo de cambio (Var. % interanual)	-10.4	11.6	40.6	17.8	-1.2	-8.4	-8.4	-24.7	-11.2	-6.4	-2.8	-2.8	-8.4
Sector Externo													
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.8	-2.8	-2.0	-1.7	-2.5	-2.5	-2.2	-1.9	-2.3	-4.6	...	-2.5	-3.7
Cuenta corriente (USD mmM)	-5.8	-6.8	-1.0	-0.9	-1.5	-1.7	-5.1	-1.3	-1.6	-3.4	...	-7.2	-11.6
Balanza comercial (USD mmM)	-0.6	1.0	0.1	0.8	0.4	0.8	2.1	1.1	1.2	-0.4	...	3.5	-0.2
Exportaciones F.O.B. (USD mmM)	29.4	37.1	7.5	7.8	8.3	9.0	32.6	9.5	10.2	10.0	...	41.7	44.8
Importaciones F.O.B. (USD mmM)	30.1	36.3	7.4	7.0	7.9	8.2	30.5	8.4	9.0	10.4	...	38.2	45.0
Servicios (neto)	-2.6	-3.1	-0.5	-0.5	-0.7	-1.0	-2.7	-0.7	-0.8	-1.0	...	-3.1	-3.1
Renta de los factores												-11.7	-10.9
Transferencias corrientes (neto)	5.2	5.5	1.2	1.1	1.1	1.3	4.6	0.9	1.1	1.1	...	4.1	3.7
Inversión extranjera directa (USD mmM)	9.0	10.6	2.1	2.8	1.3	0.9	7.2	2.1	2.2	2.2	...	8.6	11.1
Sector Público													
Bal. primario del Gobierno Central (% del PIB)	0.8	0.9	...	...	...	...	-1.1	...	...	...	...	-1.3	-0.7
Bal. del Gobierno Central (% del PIB)	-3.2	-2.3	-2.7	-0.5	-0.5	-0.4	-4.2	...	...	...	...	-4.3	-4.1
Bal. primario del SPNF (% del PIB)	...	-0.1	...	...	...	...	-2.4	...	...	...	...	-0.6	0.0
Bal. del SPNF (% del PIB)	-0.6	-0.1	-0.3	-0.8	-0.8	-0.7	-2.6	...	...	...	...	-3.6	-3.4
Indicadores de Deuda													
Deuda externa bruta (% del PIB)	21.4	18.9	20.2	20.0	22.1	...	24.1	...	...	...	...	20.4	25.0
Pública (% del PIB)	13.8	12.2	13.2	13.4	15.1	...	16.3	...	...	...	...	14.3	13.0
Privada (% del PIB)	7.7	6.9	7.0	6.6	7.0	...	7.8	...	...	...	...	6.1	12.0
Deuda del Gobierno (% del PIB, Gob. Central)	36.5	36.4	38.5	36.6	35.3	...	43.2	...	...	...	...	38.6	39.6

Fuente: DANE, Banco de la República, Minhacienda, Superfinanciera y Asobancaria.

Colombia. Estados financieros*

Activo	Nov-10 (a)	Oct-10	Nov-09 (b)	Var real anual entre (a) y (b)
	237,487	232,261	203,336	13.8%
Disponible	15,087	15,037	16,041	-8.3%
Inversiones	48,947	49,158	44,613	6.9%
Cartera Neta	150,217	145,149	121,804	20.2%
Consumo Bruta	41,594	40,760	35,491	14.2%
Comercial Bruta	99,166	95,276	78,861	22.6%
Vivienda Bruta	12,902	12,489	10,712	17.4%
Microcrédito Bruta	3,933	3,869	3,559	7.7%
Provisiones**	7,378	7,245	6,819	5.5%
Consumo	2,644	2,583	2,692	-4.2%
Comercial	4,181	4,138	3,645	11.8%
Vivienda	392	384	335	14.3%
Microcrédito	160	141	147	6.0%
Otros	23,235	22,917	20,878	8.5%
Pasivo	206,113	201,338	177,608	13.1%
Depósitos y Exigibilidades	155,377	150,222	141,404	7.1%
Cuentas de Ahorro	76,714	72,890	67,365	11.0%
CDT	42,937	44,065	43,739	-4.3%
Cuentas Corrientes	29,340	27,528	25,471	12.3%
Otros	6,386	5,738	4,828	28.9%
Otros pasivos	50,736	51,116	36,204	36.6%
Patrimonio	31,374	30,923	25,727	18.9%
Ganancia/Pérdida del ejercicio	4,414	4,174	4,148	3.7%
Ingresos por intereses	15,068	4,688	17,401	-15.6%
Gastos por intereses	4,802	204	7,445	-37.1%
Margen neto de Intereses	10,249	9,292	9,947	0.4%
Ingresos netos diferentes de Intereses	6,938	6,455	7,467	-9.4%
Margen Financiero Bruto	17,186	15,748	17,414	-3.8%
Costos Administrativos	8,214	7,428	7,553	6.0%
Provisiones Netas de Recuperación	1,866	1,670	3,146	-42.2%
Margen Operacional	7,107	6,649	6,715	3.2%
Indicadores				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	3.13	3.29	4.33	-1.20
Consumo	4.93	5.13	7.28	-2.35
Comercial	2.26	2.39	2.90	-0.64
Vivienda	3.49	3.56	4.51	-1.02
Microcrédito	4.87	5.07	6.14	-1.27
Cubrimiento**	149.49	144.68	122.40	27.10
Consumo	129.01	123.61	104.16	24.85
Comercial	186.32	181.73	159.50	26.82
Vivienda	87.12	86.19	69.25	17.87
Microcrédito	83.78	71.89	67.48	16.30
ROA	2.14%	2.21%	2.26%	-0.1%
ROE	16.38%	17.00%	18.85%	-2.5%
Solvencia	n.d	14.86%	13.90%	n.d

1/ Calculado como la diferencia entre ingresos y gastos por intereses menos Prima amortizada de cartera - cuenta PUC 510406

2/ Indicador de calidad de cartera en mora = Cartera Vencida /Cartera Bruta.

*Datos mensuales a marzo de 2010 del sistema bancario. Cifras en miles de millones de pesos. Fuentes y cálculos Asobancaria.

** No se incluyen otras provisiones. El cálculo del cubrimiento tampoco contempla las otras provisiones