

Comentario Económico del Día



Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Alejandro González

Enero 21 de 2009

Mercado de capitales y efecto sustitución: acciones, bonos y crédito 2006-2008

Las alternativas legales de financiamiento empresarial se han ido ampliando en Colombia a lo largo de la última década. En ello ha jugado un papel clave la Ley 964 de 2005, incluyendo las disposiciones relacionadas con gobierno corporativo, protección de inversionistas minoritarios y facilidades de emisión de acciones bajo diversas modalidades. Todo ello debería estar ayudando a acelerar la profesionalización del mercado de capitales.

Sin embargo, el desarrollo de la emisión accionaria durante 2006-2008 indica que ello no ocurre con la celeridad que hoy por hoy ofrece el marco regulatorio. Las emisiones de renta variable totalizaron \$8 billones en 2007 (2% del PIB), pero \$5.7 billones (el 71% de ellas) correspondieron a la capitalización de ECOPETROL. Más aún, las emisiones durante 2008 fueron prácticamente nulas y, dada la elevada turbulencia internacional, 2009 será un año de bajo dinamismo en ese frente.

Cuando el mercado accionario se estanca, tal como ocurrió en 2008, las firmas recargan su financiamiento en el crédito bancario y en la emisión de su propia deuda, impulsando el mercado de bonos privados. En efecto, a lo largo de 2008, la cartera de crédito comercial creció cerca del 20% (un 12% en términos reales), mientras que la emisión de títulos de renta fija a menos de dos años lo hizo a un ritmo del 11% nominal (5% real).

Así, los bonos privados colocados en 2008 totalizaron casi \$6 billones (1.3% del PIB), donde el 72.5% correspondió a emisiones del sector financiero y tan sólo el restante 27.5% a firmas del sector real (ver cuadro 1). Resulta curioso que sea el propio sector financiero el que mejor esté aprovechando el mercado de bonos privados, en vez de que sean las firmas del sector real las que impulsen la “desintermediación financiera buena” para tener alternativas frente al mercado bancario (ver Comentario Económico del Día 11 de Septiembre de 2008).

Continúa

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Alejandro González

Si bien los volúmenes de renta fija privada fueron positivos en 2008, esto resultó más oneroso que en el pasado. Por ejemplo, el costo real de las colocaciones se elevó de 3.8% en 2006 a 6.2% en 2008, al tiempo que las emisiones a tasa fija se elevaron de 6.7% a 12.2%. Las mayores tasas reales recogieron el ciclo alcista de las primas de riesgo, mientras las tasas nominales reflejaban la mayor inflación de 2008 (ver cuadro 2). Esta situación habría sido peor de no haberse realizado las ganancias extraordinarias petroleras, que evitaron un potencial *crowding out* proveniente de la deuda pública.

Las “preferencias reveladas” de las firmas indican que, durante el 2008, el grueso de ellas optó por colocaciones directas, en vez de recurrir al mercado de renta variable. Esto seguramente porque los costos de este mercado continúan siendo elevados. Esto significa que las exigencias de transparencia contable, tributaria y de gobierno corporativo todavía son difíciles de asumir para muchas firmas. Nótese, por ejemplo, que los costos de estructuración, calificación de riesgos, mercadeo y promoción en una emisión de acciones corren por cuenta de la firma, mientras los costos de evaluar solicitudes crediticias son absorbidos por los bancos comerciales.

En Colombia, muchas empresas del sector real prefieren el crédito “revolvente” y han dejado el mercado de valores como mecanismo residual; es decir, sólo lo buscan cuando sus proyectos terminan violando criterios de apalancamiento y sostenibilidad exigidos por los bancos. Esto evidencia la falta de *equity kickers* y otros instrumentos de deuda. Finalmente, los emisores también evidencian serios problemas de liquidez ante la baja profundidad y monto de sus emisiones. Este factor ha generado una barrera infranqueable para empresas de tamaños medianos y pequeños.

Como hemos visto, la sustitución de emisión de acciones por bonos privados ha frenado el desarrollo del mercado de capitales. Pero, al mismo tiempo, la sustitución de cartera bancaria por emisión de bonos privados (con poca liquidez) retrasa la profundización financiera. De hecho, la deuda corporativa en Colombia representa actualmente un 2.3% del PIB. Esto significa que, en realidad, la relación cartera/PIB en Colombia hoy debería estar cerca del 40%, en vez del 35% actual, si se incluyen los bonos privados y la cartera generada a través de los *near banks* (ver Comentario Económico del Día 12 de junio de 2008).

Cuadro 1. Montos de colocación de títulos de renta fija de menos de dos años en el mercado colombiano (miles de millones de COP)

	2006	2007	2008
Sector financiero	411	1.626	1.726
Sector real	363	242	276
Total	774	1.869	2.003

Fuente: elaboración Anif con base en BVC.

Cuadro 2. Tasa de colocación promedio de los títulos de renta fija de menos de dos años en el mercado colombiano

		2006	2007	2008
Sector financiero	IPC +	3.8%	5.7%	6.2%
	DTF +	2.2%	2.4%	2.6%
	Tasa fija	6.7%	9.1%	12.2%
Sector real	IPC +	3.3%	5.0%	NA
	DTF +	1.1%	2.5%	2.4%
	Tasa fija	NA	NA	NA
Total	IPC +	3.5%	5.3%	6.2%
	DTF +	2.0%	2.4%	2.5%
	Tasa fija	6.7%	9.1%	12.2%

Fuente: elaboración Anif con base en BVC.