

Mercado de Deuda Privada

-Evolución y Diagnóstico-

13 de agosto 2015



“Analizar la evolución de la oferta, la demanda y la estructura del mercado secundario de la deuda privada en Colombia, explicando los factores que en cada caso han contribuido al nivel actual de desarrollo de este mercado”

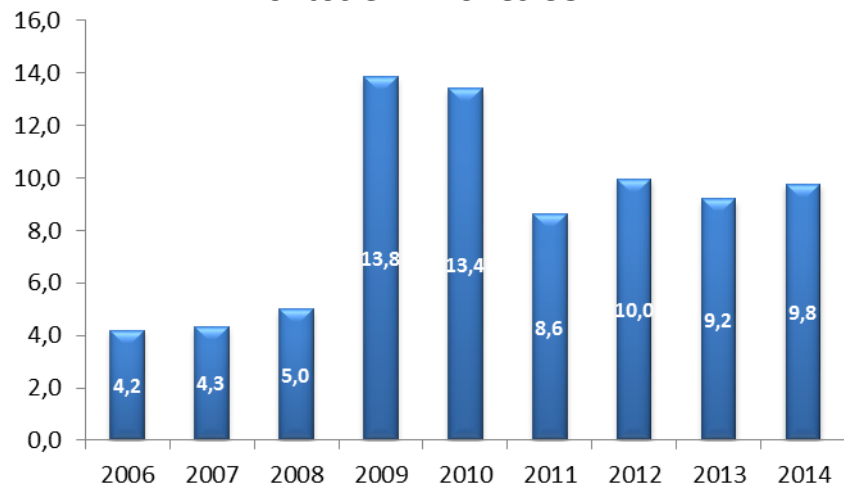
“Plantear algunos elementos que se deberían trabajar con toda la industria financiera para potenciar el mercado de deuda privada local”



1. OFERTA DE LA DEUDA PRIVADA

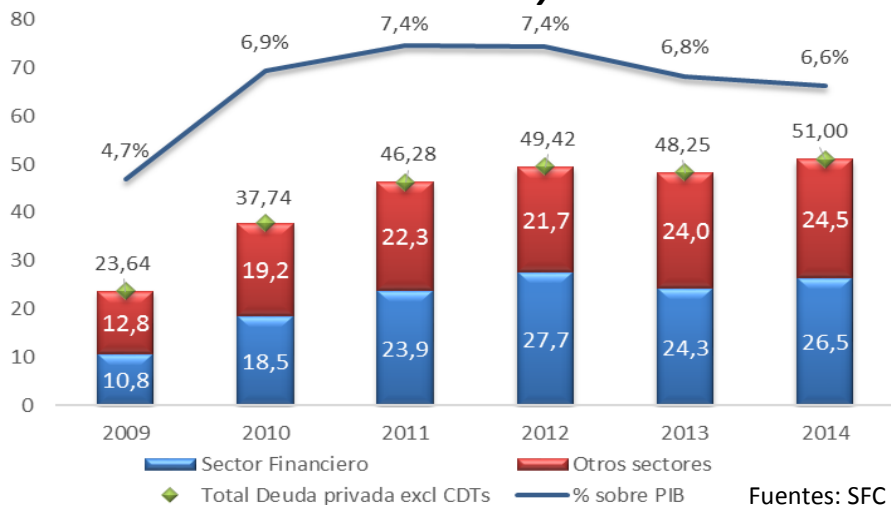
Evolución del Mercado y Comparación Internacional

Volumen Anual Emisiones Deuda Privada
Montos en Billones COP

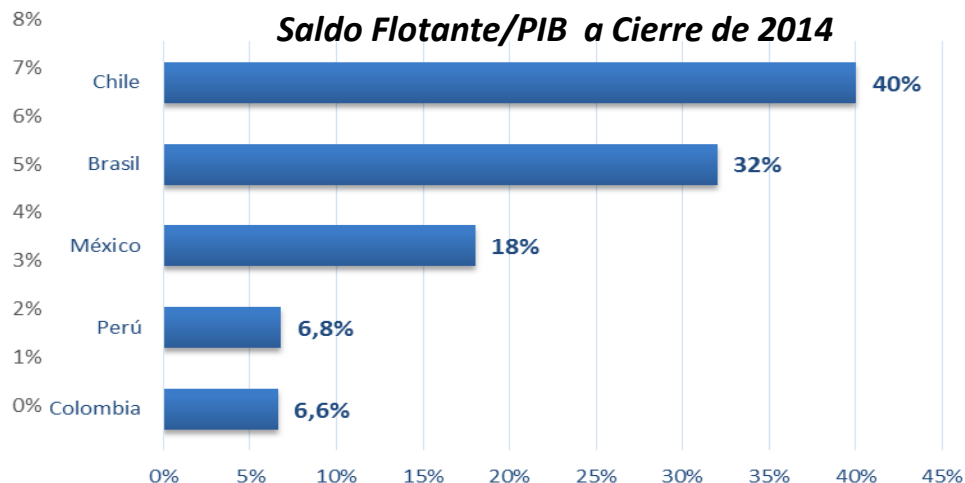


- Despegue del mercado en plena crisis financiera internacional (2009 -2010).
- El impulso se ha desvanecido. En los siguientes años el mercado de deuda privada ha perdido representatividad en la economía local.
- El mercado local aún presenta un bajo nivel de desarrollo frente a los mercados de deuda privada de la región.

Saldos de Títulos de Deuda Privada sin Incluir CDT
Montos en Billones COP y como % PIB



Tamaño de los Mercados de Deuda Privada Países Latam



1. OFERTA DE LA DEUDA PRIVADA

Características de la Oferta en el Mercado Local

No es solo cuestión del tamaño del mercado -Saldo de los títulos/PIB-. Las características de los títulos que logran llegar al mercado evidencian que este mecanismo de financiación no es accesible para amplios sectores de empresas en Colombia:

- ❑ La emisión de títulos se encuentra altamente concentrada en entidades del sector financiero -60% de las emisiones entre 2006 y 2014 -
- ❑ Los títulos emitidos se concentran en el segmento de alta calificación crediticia - AAA o AA+ - representando entre el 71% y 93% del volumen anual de colocaciones en el periodo 2006 – 2014.
- ❑ El desarrollo del mercado se ha concentrado en los bonos. Desde el 2012 no se han vuelto a colocar papeles comerciales y las titularizaciones con subyacente diferente a la cartera inmobiliaria son prácticamente inexistentes.
- ❑ Se evidencia distintos niveles de desarrollo, medido a través de la recurrencia en el mercado primario, entre emisores financieros y no financieros:
 - De las 30 entidades financieras que realizaron emisiones en el periodo 2006 -2014, 15 entidades (50% del total) realizaron por lo menos 1 emisión cada 2 años.
 - De las 60 entidades no financieras que realizaron emisiones entre 2006 y 2014, 45 entidades (75% del total) solo realizaron 1 emisión durante todo el periodo.

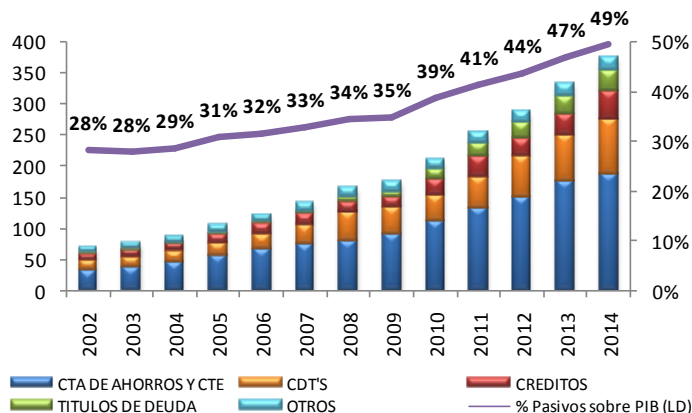


1. OFERTA DE LA DEUDA PRIVADA

Sustitución y no Complementariedad entre el Mercado de Capitales y el Sistema Bancario

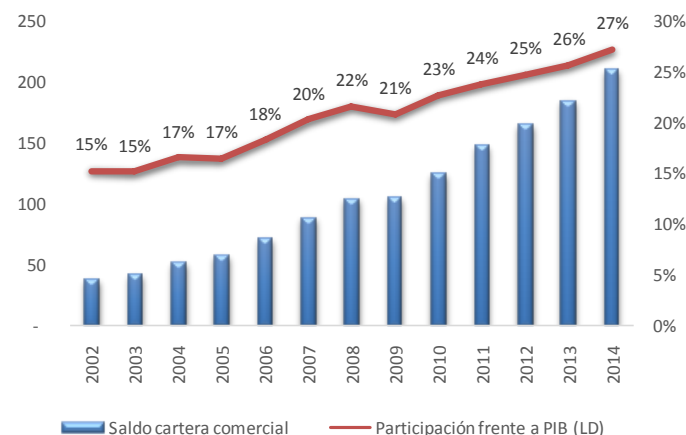
- La mayor parte de las empresas solo cuentan con el sistema bancario como mecanismo de financiación. Durante los últimos años la banca ha logrado crecer la cartera comercial y extender los plazos de financiación, gracias a la diversificación de sus fuentes de fondeo.
- La evidencia internacional ha demostrado que los países se benefician de contar con sistemas bancarios y mercados de capitales desarrollados conjuntamente.

Evolución Pasivos Sistema Bancario Colombiano
Montos en Billones COP y como % PIB

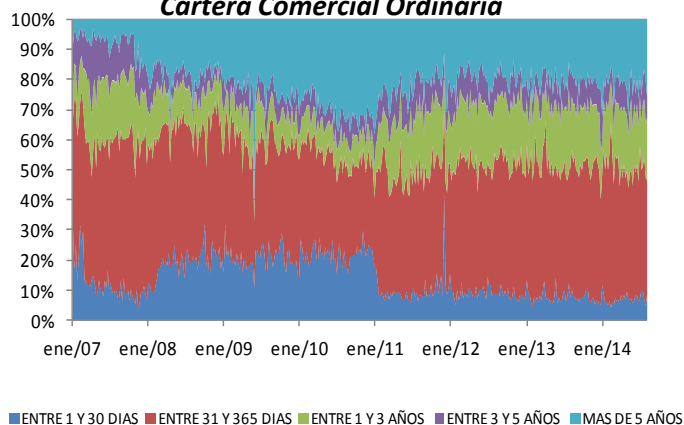


Fuente: SFC

Evolución Cartera Comercial en Colombia
Montos en Billones COP y como % PIB

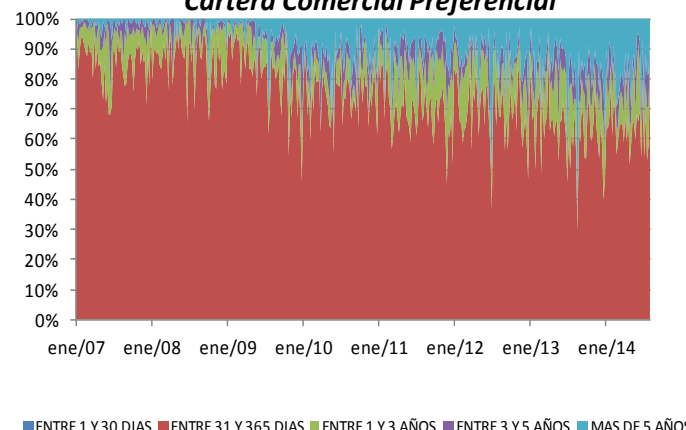


Distribución Colocación por Plazo
Cartera Comercial Ordinaria



Fuente: Asobancaria

Distribución Colocación por Plazo
Cartera Comercial Preferencial



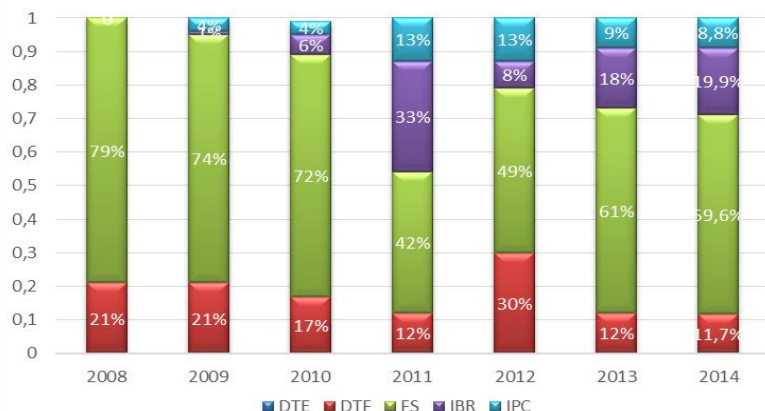
1. OFERTA DE LA DEUDA PRIVADA

Sustitución y no Complementariedad entre el Mercado de Capitales y el Sistema Bancario

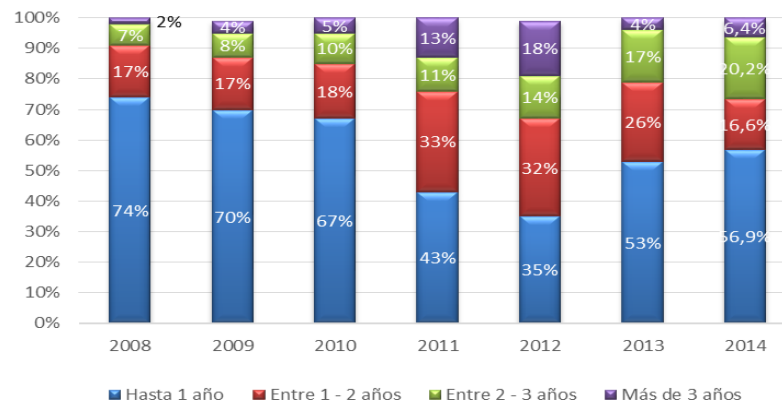
- Las limitaciones en la oferta han llevado a que los CDT concentren más del 60% del saldo total de títulos disponibles, desplazando al resto de la deuda privada.
- Multiplicidad de opciones en cuanto a perfil de los emisores, plazos de emisión y tasas de referencia, y además la facilidad operativa y rapidez con la que se realizan este tipo de negociaciones, son las razones de los inversionistas para preferir los CDT.

Distribución de Emisiones de CDT de Tesorerías por Tasa de Referencia y Plazo

Participación por Tasa de Referencia(%)



Participación por Plazo (%)

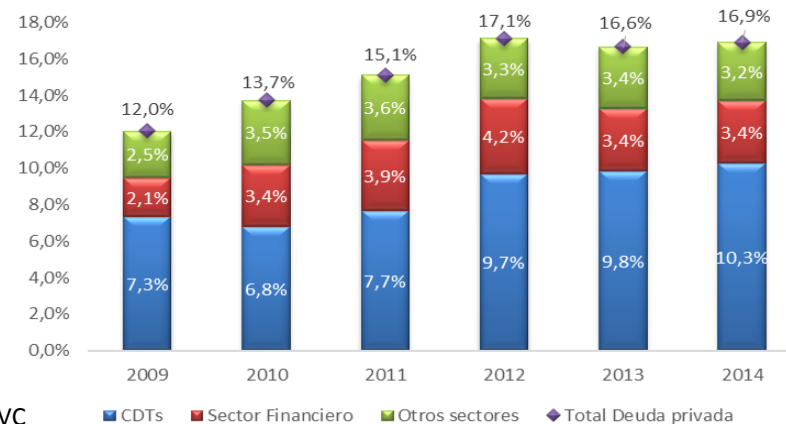


Saldos Emitido en Deuda Privada incluyendo los CDT de Tesorerías Bancarias

Montos Emitidos en Billones COP



Saldos Vigentes como % PIB



Fuente: BVC

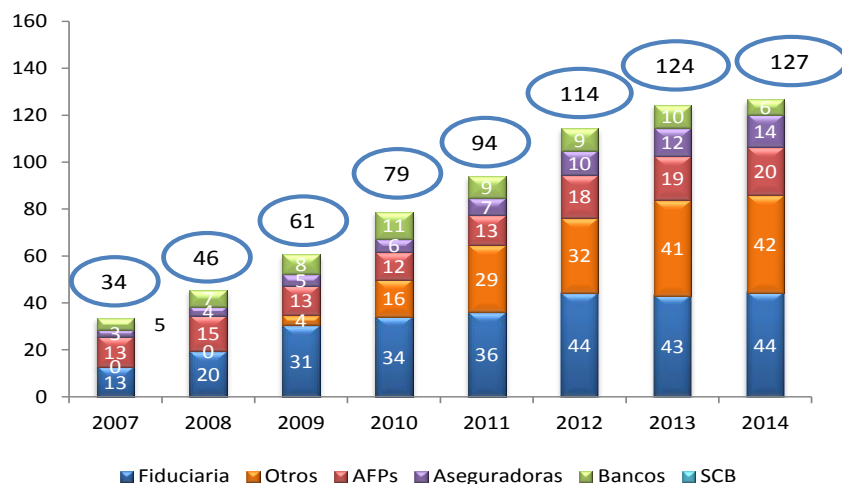
2. DEMANDA DE LA DEUDA PRIVADA

Principales Inversionistas del Mercado de Deuda Privada

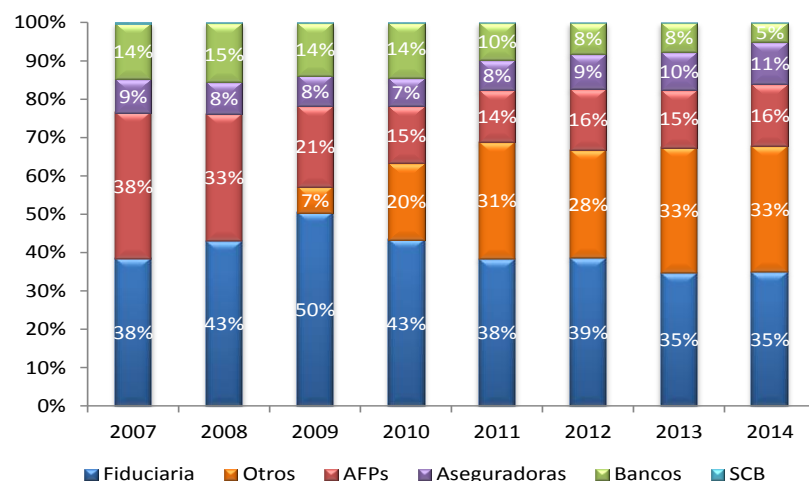
Los inversionistas institucionales y los intermediarios financieros han venido perdiendo participación como los principales tenedores de los títulos en el mercado de deuda privada. El espacio dejado por estas entidades ha sido ocupado por las empresas del sector real, las personas naturales y otras entidades no financieras las cuales se calcula poseen una tercera parte del total de los activos de deuda privada a cierre de 2014.

INVERSIONES TOTALES EN DEUDA PRIVADA POR TIPO DE ENTIDAD

Montos en Billones COP



Participación por tipo de entidad (%)



Fuente: SFC – Cálculos BVC



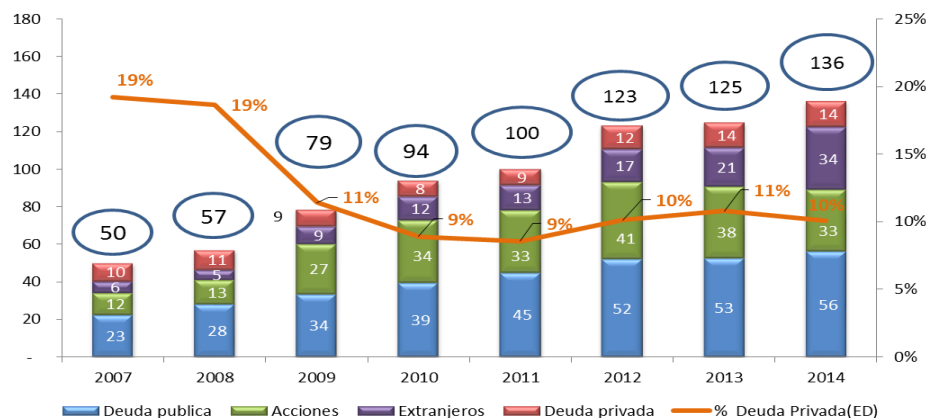
2. DEMANDA DE LA DEUDA PRIVADA

La Deuda Privada en los Fondos de Pensiones Obligatorias

Los fondos de pensiones obligatorias han presentado la mayor disminución en la participación de la deuda privada en el total del portafolio. El esquema de multi-fondos no ha permitido reactivar la demanda por estos títulos dado el bajo nivel de desarrollo de los portafolios que se crearon. Emisiones de bajo tamaño y costosas para realizar su proceso de análisis, o de alto riesgo crediticio, son poco demandadas aún cuando ofrezcan un diferencial de retorno atractivo.

INVERSIONES DE FONDOS DE PENSIONES OBLIGATORIOS POR TIPO DE ACTIVO

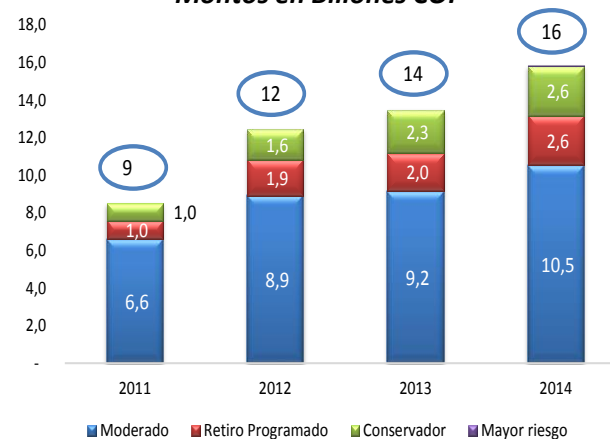
Montos en Billones COP y Participación sobre Total del portafolio



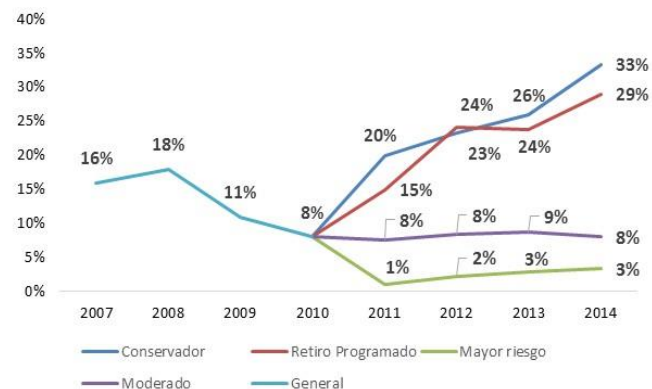
Fuente: SFC – Cálculos BVC

EVOLUCIÓN DEL ESQUEMA DE MUTIFONDOS

Inversiones en Deuda Privada por Fondo
Montos en Billones COP



Participación Deuda Privada por Cada Fondo
% sobre Total de Fondo



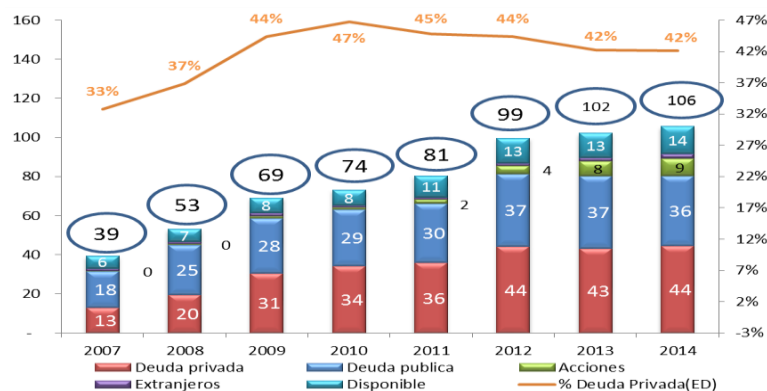
2. DEMANDA DE LA DEUDA PRIVADA

La Deuda Privada en las Sociedades Fiduciarias

El esquema de remuneración de las fiduciarias por la gestión de los activos pensionales y la exposición a sanciones en el manejo de recursos públicos llevan a que estos agentes sean aversos al riesgo. Además, los FICs presentan un bajo nivel de desarrollo y se concentran en fondos a la vista (77% del total de fondos en Renta Fija). Estos elementos frenan la demanda que las fiduciarias podrían tener por títulos de mayor riesgo.

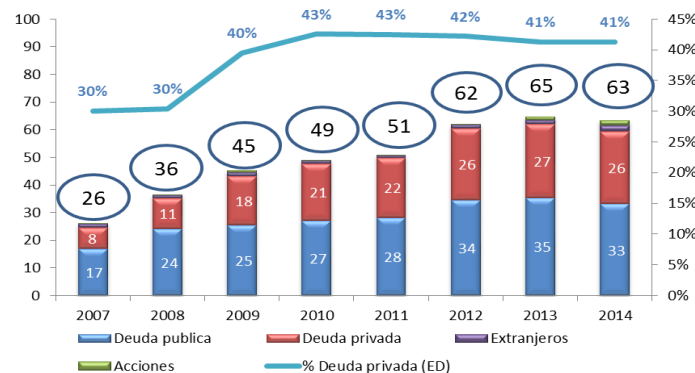
INVERSIONES DE SOCIEDADES FIDUCIARIAS POR TIPO DE ACTIVO

Montos en Billones COP

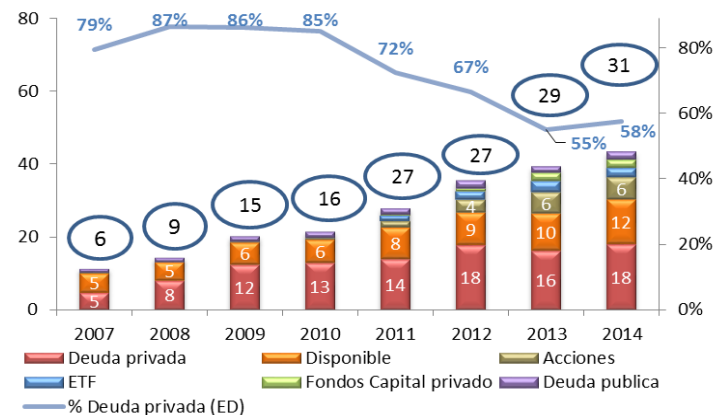


Fuente: SFC – Cálculos BVC

Inversiones Fondos de Pasivos Pensionales Administrados por Sociedades Fiduciarias



Inversiones de Carteras Colectivas Administrados por Sociedades Fiduciarias

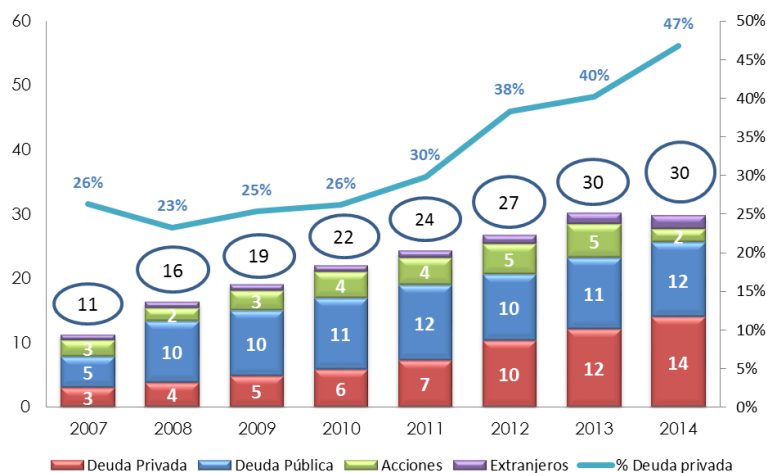


2. DEMANDA DE LA DEUDA PRIVADA

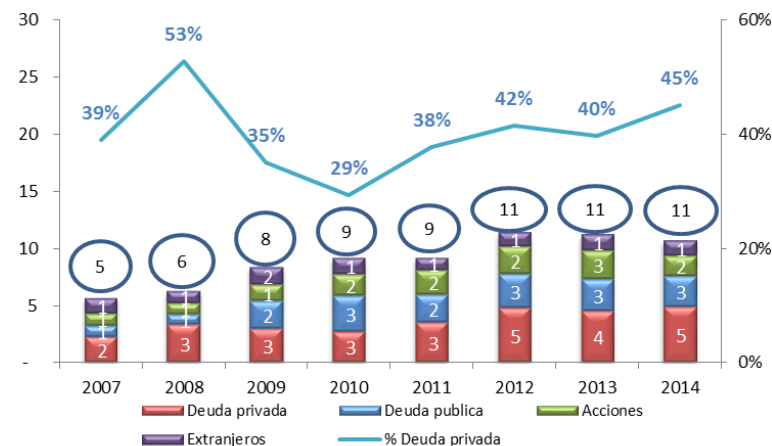
La Deuda Privada en las Aseguradoras y los Fondos de Pensiones Voluntarias

A diferencia del resto de inversionistas institucionales, las aseguradoras y los administradores de pensiones voluntarias cuentan con esquemas de remuneración alineados con el desempeño del portafolio y con una mayor flexibilidad regulatoria, lo que ha permitido un incremento en la participación de la deuda privada en sus portafolios de inversión.

INVERSIONES DE ASEGURADORAS POR TIPO DE ACTIVO
Montos en Billones COP



INVERSIONES DE FONDOS DE PENSIONES VOLUNTARIOS POR TIPO DE ACTIVO
Montos en Billones COP



Fuente: SFC – Cálculos BVC



3. ESTRUCTURA DEL MERCADO SECUNDARIO

El Sesgo Normativo Negativo hacia la Intermediación – Castigo Excesivo en el IRL

LA DEUDA PRIVADA EN EL ÍNDICE DE RIESGO DE LIQUIDEZ -IRL- EN BANCOS Y SCB:

$$IRL_r = \frac{ALM}{RLN}$$

La deuda privada se encuentra incluida en la categoría de Otros Activos Líquidos -OAL-, por lo que tienen un **dobles castigo** en el cálculo de este indicador:

1. **En el ALM - Activos Líquidos Ajustados por Riesgo de Liquidez de Mercado -:** La deuda privada solo puede representar hasta el 30%, y además, el valor de los títulos deben ser ajustados a una única tasa de descuento del 20%.
2. **En el RNL – Requerimiento Neto de Liquidez - :** Si se tiene un compromiso de entrega de efectivo contra la recepción de un título de deuda privada, el efectivo pondera al 100% como flujo negativo mientras el título pondera solo al 80% como flujo positivo, generando un requerimiento neto de liquidez del 20% del valor de la operación.

Por lo tanto, los portafolios de deuda privada de los intermediarios no solo no se aceptan en su totalidad para cumplir con los requerimientos del IRL, sino que además para realizar negociaciones sobre éstos se requiere aumentar la cuantía de recursos invertidos en otros activos.

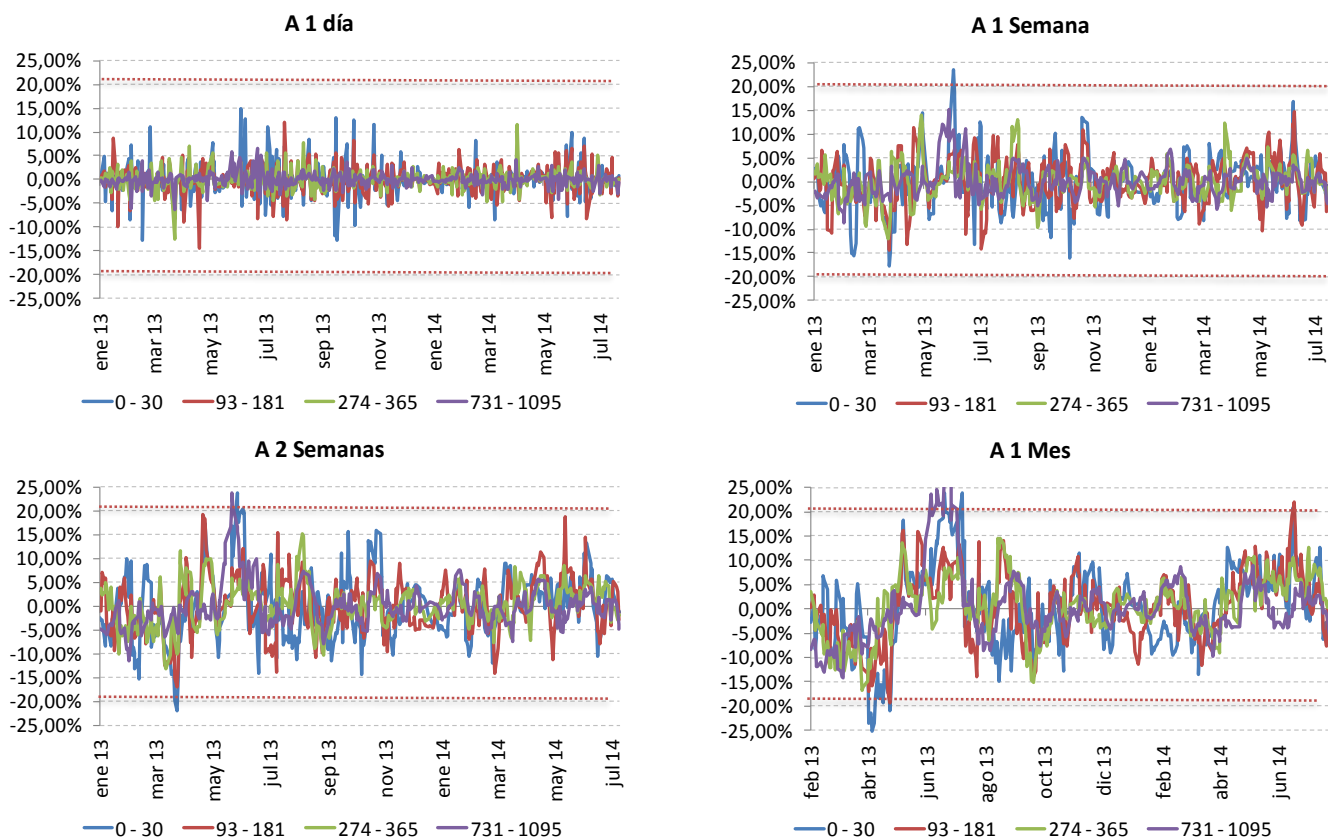


3. ESTRUCTURA DEL MERCADO SECUNDARIO

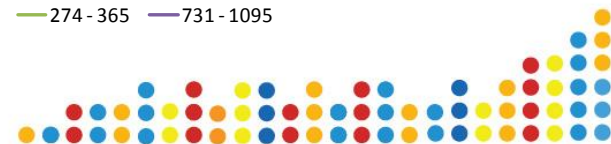
El Sesgo Normativo Negativo hacia la Intermediación – Castigo Excesivo en el IRL

La tasa de castigo vigente del 20% resulta muy elevada para la mayor parte de los títulos emitidos por el sector financiero...

VARIACIÓN TASAS TÍTULOS BANCOS AAA A DISTINTAS VENTANAS DE TIEMPO (2013-2014)



Fuente: Infovalmer – Cálculos: BVC

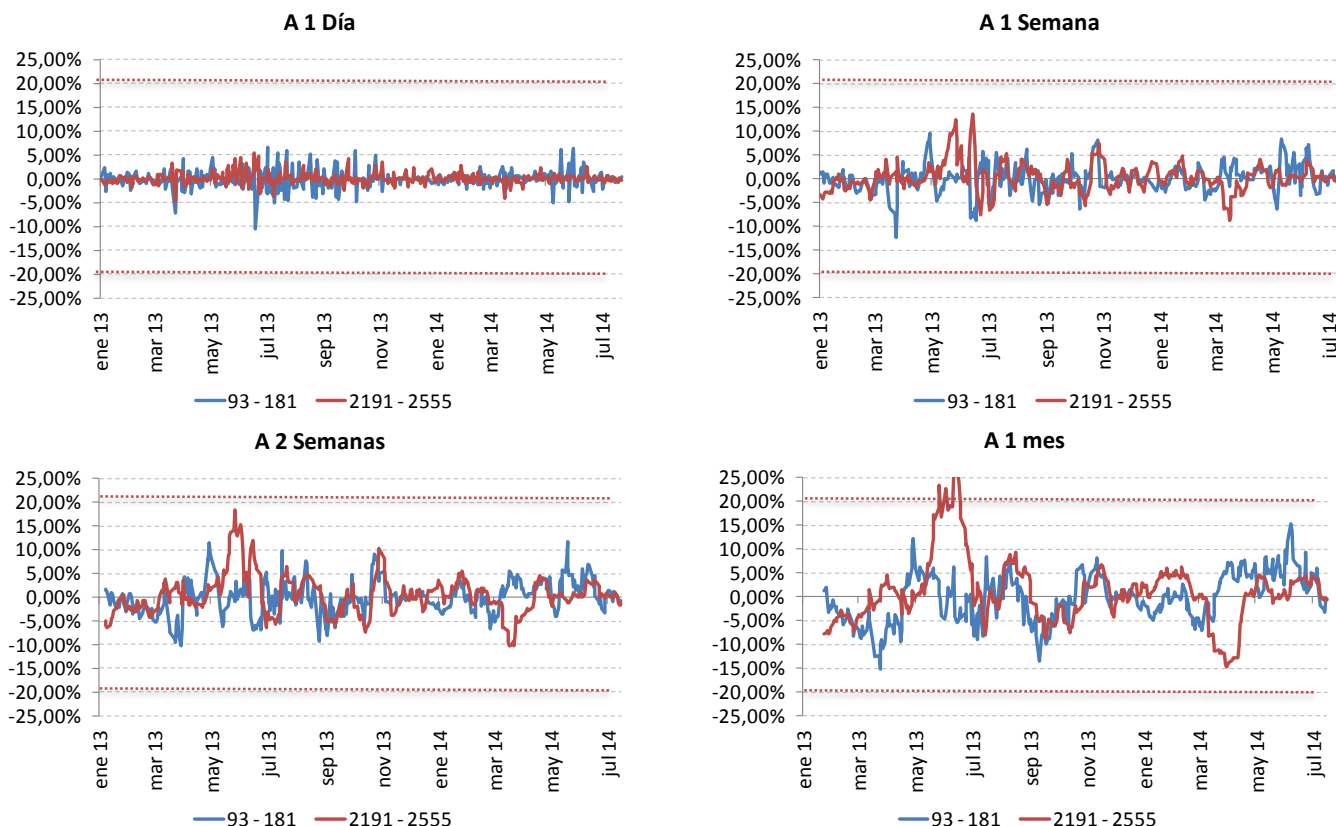


3. ESTRUCTURA DEL MERCADO SECUNDARIO

El Sesgo Normativo Negativo hacia la Intermediación – Castigo Excesivo en el IRL

... como también para los títulos emitidos por el sector real que tengan alta calificación crediticia y cuenten con liquidez en el mercado secundario.

VOLATILIDAD TASAS TÍTULOS SECTOR REAL AAA A DISTINTAS VENTANAS DE TIEMPO (2013-2014)



LA DEUDA PRIVADA Y LOS LÍMITES A LAS OPERACIONES REPO, SIMULTÁNEAS O TTV.

- ☐ *Límite máximo de compromisos: 14 veces Patrimonio Técnico.*
- ☐ *Límite máximo por Tercero: 30% Patrimonio Técnico.*

Las operaciones para las cuales se constituyan garantías en sistemas de compensación y liquidación autorizados diferentes a una cámara de riesgo central no se excluyen del cálculo de los límites de apalancamiento.

Por lo tanto, los clientes se encuentran restringidos por el tamaño de los patrimonios de las sociedades comisionistas de bolsa, limitando la liquidez que pueden proveer y demandar del mercado con títulos de deuda privada.

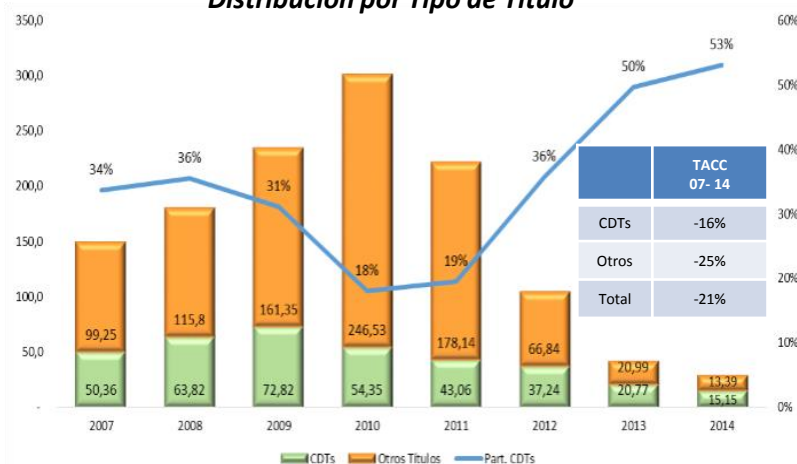


3. ESTRUCTURA DEL MERCADO SECUNDARIO

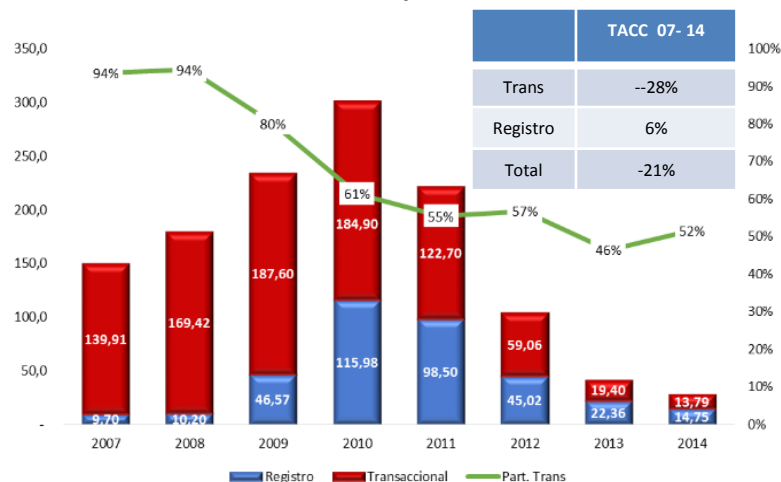
El Sesgo Normativo Negativo hacia la Intermediación – Los Límites de apalancamiento en las SCB

Los límites de apalancamiento de las SCB han restringido los volúmenes del mercado de fondeo de deuda privada, dada la importancia de éstas en el mercado (76% del volumen total entre 2007 y 2014). En la actualidad los clientes encuentran serias dificultades para fondear sus posiciones en deuda privada, lo que afecta la oferta de valor de estos títulos para los inversionistas.

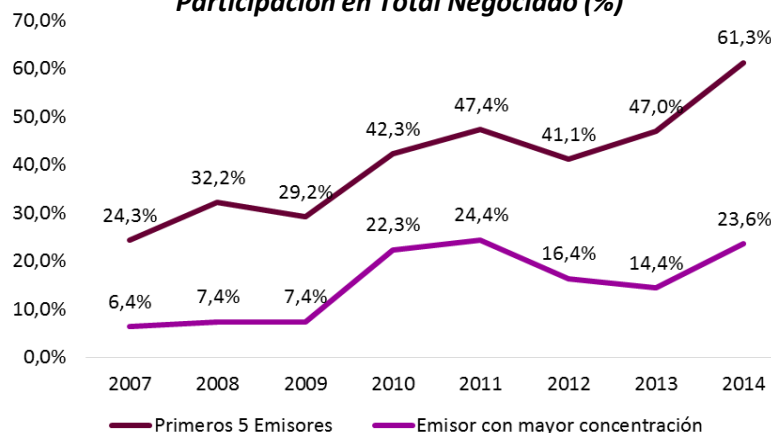
EVOLUCIÓN NEGOCIACIÓN DEUDA PRIVADA MERCADO DE FONDEO – MONTOS EN BILLONES COP
Distribución por Tipo de Título



Distribución por Sistema



CONCENTRACIÓN MERCADOS DE REPOS, SIMULTÁNEAS Y TTV EN DEUDA PRIVADA
Participación en Total Negociado (%)

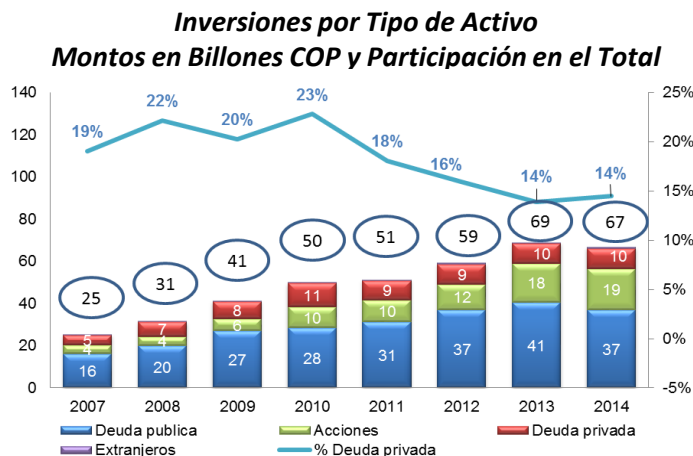


Fuente – Cálculos: BVC

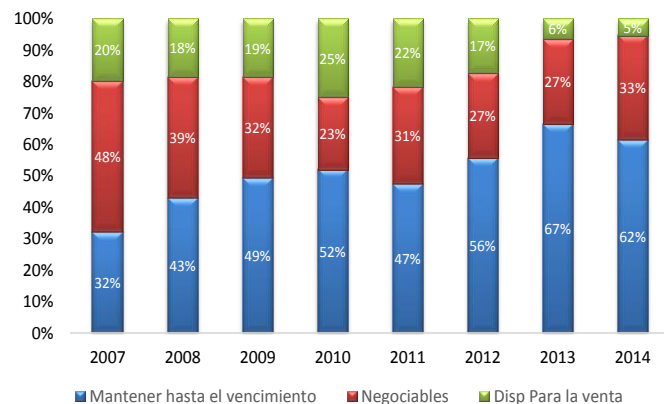
3. ESTRUCTURA DEL MERCADO SECUNDARIO

Efecto del Sesgo Normativo Negativo – Retiro de los Intermediarios de la Deuda Privada

PORTAFOLIO DE INVERSIONES ENTIDADES BANCARIAS

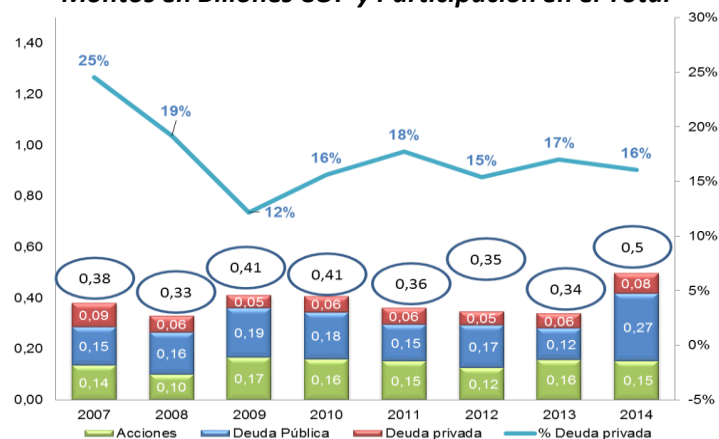


Distribución Inversiones Deuda Privada Según su Finalidad



PORTAFOLIO DE INVERSIONES SCB

Inversiones por Tipo de Activo Montos en Billones COP y Participación en el Total



El sesgo normativo negativo ha promovido un retiro sistemático de los Bancos y Sociedades Comisionistas de Bolsa del mercado secundario de deuda privada.

Se evidencia la disminución de las participaciones en el portafolio de inversiones de la banca, decreciendo del 19% al 14% entre 2007 y 2014 y en el de comisionistas del 25% al 16%.

En el mismo sentido se han incrementado los títulos de deuda privada que se clasifican como “activos para mantener hasta el vencimiento” en el portafolio bancario, que pasan del 32% al 62% en igual periodo.

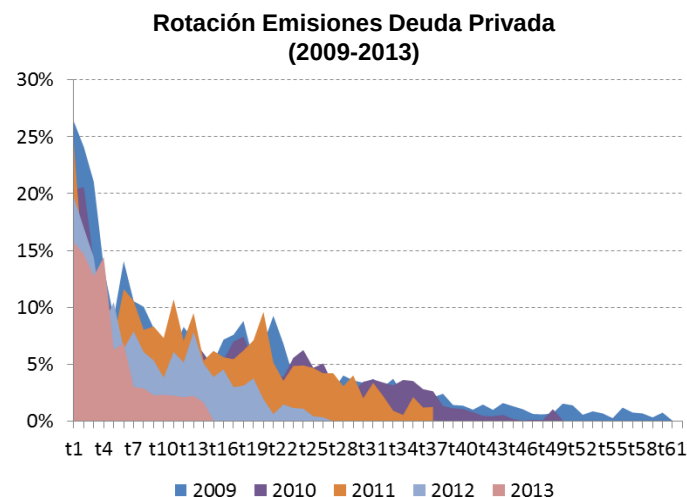
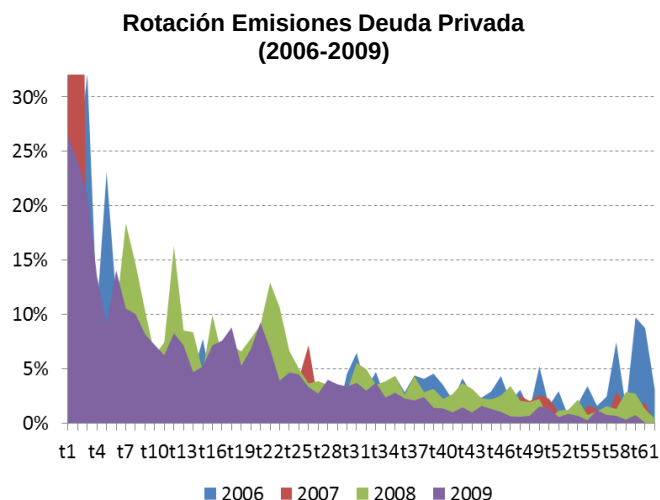


3. ESTRUCTURA DEL MERCADO SECUNDARIO

Efecto del Retiro de los Intermediarios – Reducción de la Rotación de las Nuevas Emisiones

El retiro de los intermediarios ha llevado a que las nuevas emisiones de deuda privada terminen cada vez más rápido en portafolios de inversionistas sin vocación de negociación y que los títulos comiencen a evidenciar dificultades en la formación de precios en el mercado secundario.

ROTACIÓN DE LAS EMISIONES DEUDA PRIVADA EN EL MERCADO SECUNDARIO



Rotación del Flotante en los T meses siguientes posterior a la Colocación Emisiones desde 2006 a 2013

	t1	t2	t3	t4	t5	t6	t7	t8	t9	t10	t11	t12
2006	154%	24%	32%	10%	23%	11%	9%	8%	8%	6%	7%	9%
2007	32%	96%	5%	4%	3%	4%	3%	6%	2%	3%	3%	3%
2008	24%	17%	7%	11%	7%	10%	18%	15%	10%	6%	7%	16%
2009	26%	24%	21%	14%	9%	14%	11%	10%	8%	7%	6%	8%
2010	20%	21%	14%	11%	9%	8%	7%	7%	8%	7%	6%	7%
2011	24%	13%	12%	8%	7%	12%	11%	8%	8%	7%	11%	7%
2012	20%	17%	14%	9%	10%	6%	8%	6%	5%	4%	6%	5%
2013	16%	15%	13%	14%	6%	7%	3%	3%	2%	2%	2%	2%

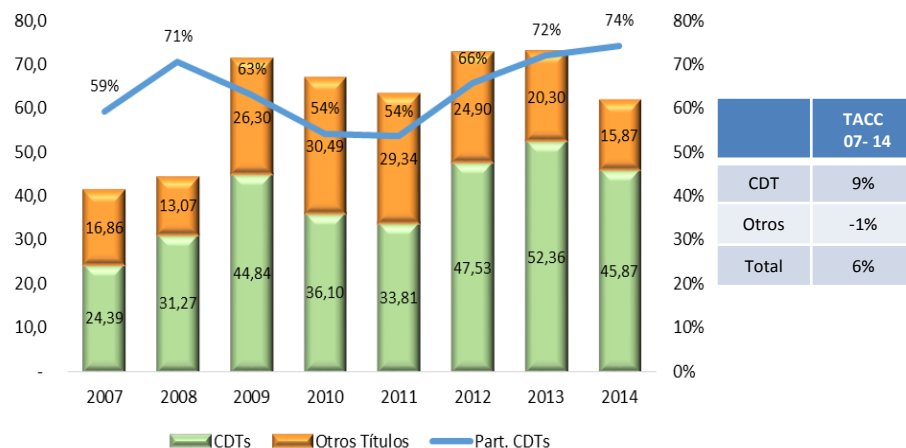


3. ESTRUCTURA DEL MERCADO SECUNDARIO

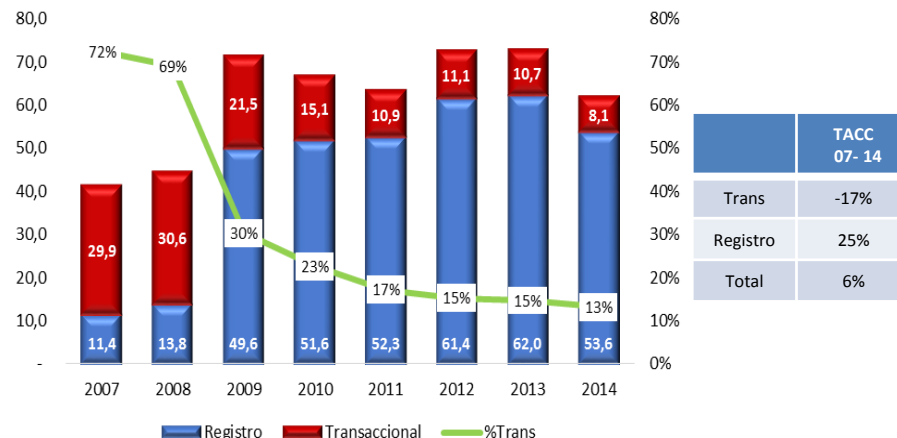
Efecto del Retiro de los Intermediarios – Reducción de la liquidez del Mercado de Compraventas

EVOLUCIÓN NEGOCIACIÓN DEUDA PRIVADA MERCADO DE COMPRAVENTAS - MONTOS EN BILLONES COP

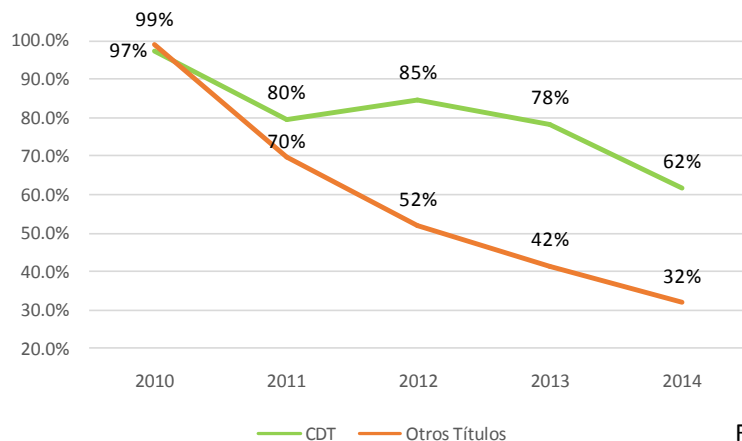
Distribución por Tipo de Título



Distribución por Sistema



ROTACIÓN ANUAL DEL SALDO EMITIDO POR TIPO DE TÍTULO



La liquidez del mercado secundario de deuda privada se ha deteriorado rápidamente durante los últimos cinco años, en particular para los títulos diferentes a los CDT bancarios.

La implementación del mercado OTC a partir del año 2009 llevó a una migración del volumen del transaccional hacia el sistema de registro, sin que se incrementara la negociación total del mercado.



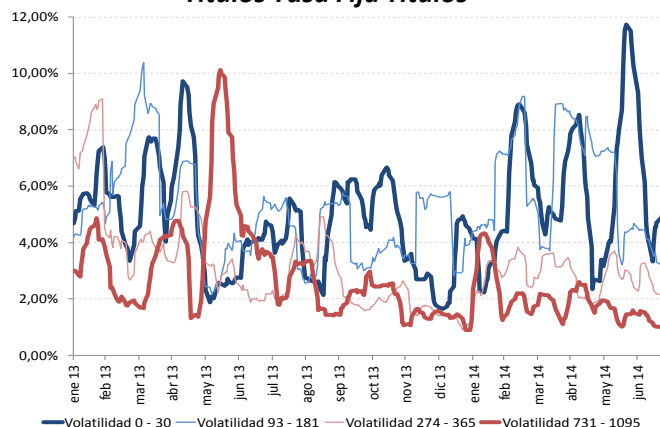
3. ESTRUCTURA DEL MERCADO SECUNDARIO

Efecto del Retiro de los Intermediarios – Afectación en la Formación de los Precios de la Deuda Privada

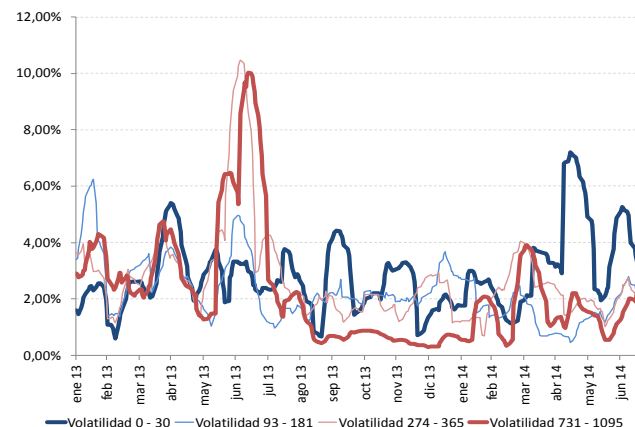
La reducción en la liquidez del mercado secundario ha llevado a que los precios de valoración dependan de cálculos teóricos generando distorsiones en los distintos segmentos: alta volatilidad en la parte corta, baja volatilidad en la parte larga, márgenes de valoración que no reflejan los cambios del mercado y amplios spreads entre títulos de una misma calificación crediticia.

VOLATILIDAD TIR POR RANGOS DE VENCIMIENTO

Títulos Tasa Fija Títulos

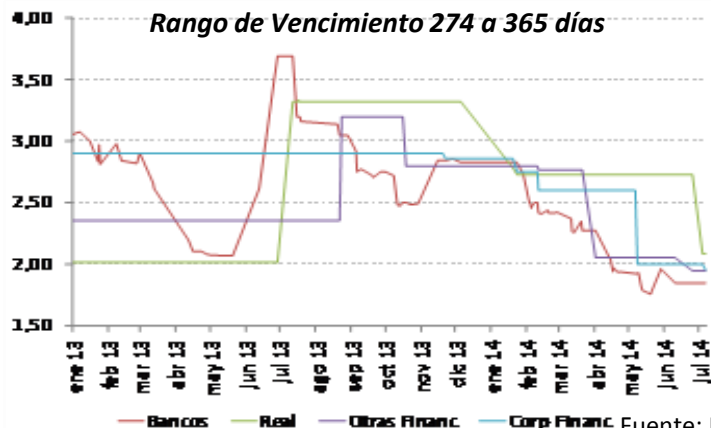


Títulos Indexados DTF

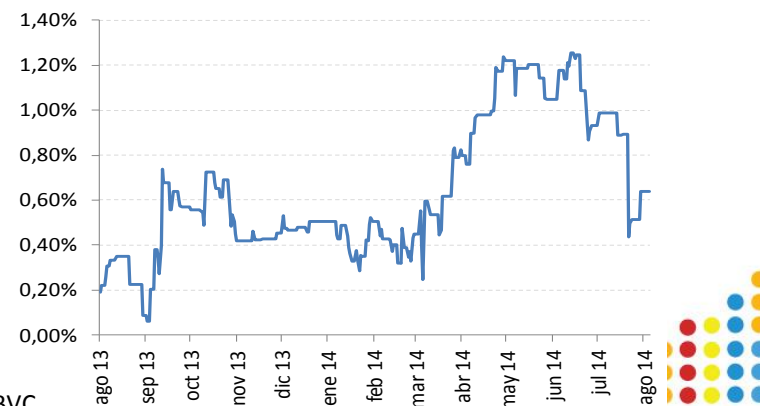


MARGENES DE VALORACIÓN TÍTULOS INDEXADOS IPC

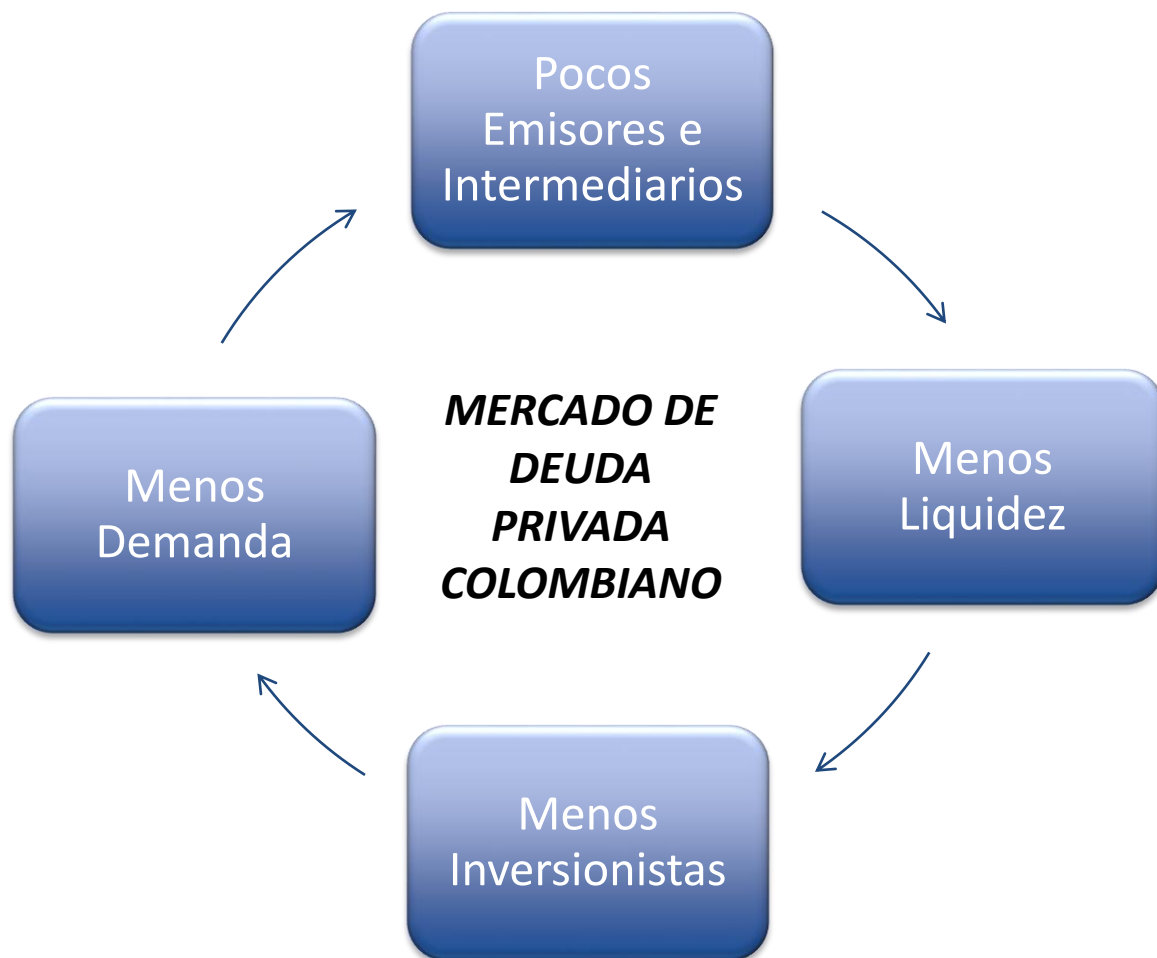
Rango de Vencimiento 274 a 365 días



SPREAD DE DOS TÍTULOS SECTOR BANCARIO AAA



Existe un círculo vicioso que está afectando el desarrollo del mercado de deuda privada en Colombia



La falta de emisiones y el retiro de los intermediarios llevan a problemas de iliquidez y a que se deteriore la formación de precios en el mercado secundario. A su vez, se afecta la confianza de los inversionistas, lo que disminuye su interés por este tipo de activos y se restringe, aún más, la llegada de nuevos emisores al mercado.



Este diagnóstico plantea la necesidad de trabajar con toda la industria financiera entre otros los siguientes aspectos:

1. **Eliminar el sesgo normativo negativo frente a la tenencia de títulos de deuda privada en los portafolios de los intermediarios financieros.** En particular, revisar la política que impone una única tasa de descuento para todos los títulos de deuda privada en el cálculo de riesgo de liquidez. Se propone incorporar una diferenciación de acuerdo a criterios como plazo, tamaño y liquidez de las emisiones, la recurrencia de los emisores en el mercado primario y la calificación crediticia de los títulos. Lo anterior permitiría promover la intermediación y potenciar la liquidez.
2. **Permitir que las operaciones de fondeo sobre deuda privada que tengan garantías no se incluyan en los límites de apalancamiento de las SCB.** Las operaciones de fondeo para las cuales se constituyan garantías en sistemas de compensación y liquidación autorizados deberían excluirse del cálculo de los límites de apalancamiento. Esto permitiría que los terceros operaran en este mercado sin estar restringidos por el patrimonio del intermediario, limitando los riesgos de mercado y contraparte de estas operaciones por medio de las garantías constituidas por éstos.



3. **Modificar los esquemas de remuneración por la gestión de portafolios pensionales.** Se propone revisar el esquema de remuneración incorporando una retribución por la eficiencia en la gestión y la generación de retorno adicional, así como la cobertura de los costos del proceso de inversiones tales como análisis, ejecución y seguimiento.
4. **Generar índices de referencia para el mercado de deuda privada.** La gestión profesional de portafolios y la remuneración por generación de retorno precisan del desarrollo de índices de referencia. Los índices generales y sus desagregaciones por sectores, rangos de vencimiento o calificaciones, darían una referencia independiente para la evaluación de la labor de los gestores de portafolio.
5. **Continuar impulsando la oferta de títulos y la llegada de nuevos emisores al mercado de deuda privada.** En particular, revisar los costos de la cadena de valor para la colocación de nuevos títulos, incluyendo los de inscripción y mantenimiento en el supervisor.
6. **Desarrollar el ecosistema necesario para crear el mercado de riesgo.** Generar las condiciones de mercado, liquidez y pluralidad de demanda, para que emisores con calificaciones por debajo de AA tengan acceso real y eficiente a los recursos del mercado de capitales.



GRACIAS

