

**EL MERCADO DE DEUDA PRIVADA EN COLOMBIA (2013-2019) FRENTE A LA
FUTURA INTEGRACIÓN DE LAS BOLSAS DE VALORES DE CHILE, PERÚ Y
COLOMBIA**

ANDRES FELIPE SANTAMARÍA ROBAYO

C. 1.007.156.147

ESTUDIO DE CASO REFERENTE A LAS PRACTICAS PROFESIONALES PRESENTADO
COMO REQUISITO PARA OPTAR POR EL TÍTULO DE ECONOMISTA

CON APOYO DEL TUTOR
NICOLAS RONDEROS PÚLIDO

UNIVERSIDAD SANTO TOMÁS
ECONOMÍA
FACULTAD DE ECONOMÍA
2023

Introducción

El Presente caso de estudio se desarrolla en el ámbito de las prácticas profesionales del autor realizadas en la Bolsa de Valores de Colombia, de ahora en adelante “La Bolsa” o “**bvc**”, durante los últimos 5 meses, donde me adentré al mundo del mercado de capitales colombiano, trabajando y estudiando de manera práctica y real lo que componen los mercados de derivados, renta variable y renta fija (RF) en Colombia.

Dentro del mercado de RF, un segmento corresponde a la emisión títulos de deuda de aquellas instituciones del sector real o financiero en búsqueda de financiamiento; segmento el cual mueve gran parte del mercado de capitales en Colombia. Entonces en este mercado fue aquel en el cual más desarrollé la práctica, que ante la compleja situación económica mundial, que no es indiferente en el país, la alta inflación, los fenómenos de subidas de tasas del Banco de la República, y demás factores macroeconómicos, observé como el mercado de deuda privada para el 2022 cerraría con una sustancial reducción superior al 70% respectó a las mismas emisiones de RF en Colombia en el 2021, a su vez que en el primer trimestre del 2023, también marcaría una sustancial disminución superior al 80%, respecto al mismo periodo del 2022.

Por otro lado, trabajar en **bvc** en tiempos en que se redacta este estudio, resulta estar al tanto de la evolución del mercado de capitales local, en lo que se refiere a la futura integración regional de las Bolsas de Perú, Chile y Colombia, integración la cual lleva ya un sustancial avance y se materializará en el corto plazo. Esto anterior da pie a estar inmerso antes las expectativas de crecimiento y desarrollo del mercado de capitales local que busca la consolidación de las bolsas.

Derivado de aquella virtuosa experiencia en La Bolsa y partiendo del hecho mencionado anteriormente de la drástica reducción de las emisiones en RF en Colombia durante lo corrido del año 2023 y en el cierre del 2022, además con el suceso de la pronta materialización de la integración regional, conlleva la creación de este estudio de caso el cual integrará estos dos hechos: el primero, el abordaje de los determinantes macroeconómicos agregados que explican la financiación de las empresas en Colombia mediante las emisiones en RF en **bvc**, y el segundo:

las bondades que podría traer la futura y cercana integración regional al mercado de valores nacional.

Por lo que este estudio de caso comprenderá la revisión de literatura sobre el historial de integraciones de bolsas de valores, esto encaminado a encontrar el potencial que podría materializarse tras la creación de la Holding Regional, a su vez que paralelamente, se realizará una proyección y análisis de series de tiempo de las emisiones en RF buscando que factores agregados de la economía influyen en esta serie del mercado de deuda privada y se expondrá un posible comportamiento de corto plazo de este mercado en Colombia.

Antecedentes

El objeto de este caso de estudio nace de la experiencia adquirida los pasados meses incursionando en el mundo financiero dentro de **bvc**, como se mencionó anteriormente, experiencia donde el mercado de RF y la pronta integración regional de las bolsas fueron aquellos temas neurálgicos que serán objeto de estudio en este trabajo.

Por su parte, es importante mencionar de manera simplificada lo que La Bolsa significa para la economía colombiana, como también describir brevemente la historia de esta institución. La Bolsa de Valores de Colombia, representa aquel lugar de encuentro entre las empresas e inversionistas, dotando la infraestructura tecnológica para la conexión, negociación y custodia de los valores para los mercados de Renta Variable, Renta Fija y Derivados en Colombia. También, **bvc** busca ofrecer información al mercado y proveer precios, cuya misión estratégica radica en conectar los deseos de crecimiento de las empresas con los deseos de inversión de las personas, sinergia que deriva en la transformación del mercado de capitales y en el desarrollo económico de Colombia (bvc, s.f.).

Lo que hoy es **bvc** se conoce desde 2001, el cual surge tras la integración regional de las Bolsas de Medellín, Bogotá y de Occidente, Bolsas que se remontan desde 1929, 1961 y 1983 respectivamente. Posteriormente, en 2007 La Bolsa se listó en el mercado de capitales y con la adquisición y nacimiento de otras compañías, en 2017 se integraría esta con el Deposito Central de Valores (Deceval), lo que derivó entonces en **bvc** operando como una única compañía.

Finalmente, en 2020 se da paso a la viabilidad para la integración de las Bolsas de Perú, Chile y Colombia (bvc, s.f.).

Ahora bien, según el comportamiento de las emisiones en RF en La Bolsa durante los últimos meses, como se detallará en las siguientes secciones, este se viene reduciendo desde la pandemia y no parece retomar su rumbo en el corto plazo a valores similares antes de esta coyuntura. Estos hechos derivan en los cuestionamientos propios para la realización de este estudio y resulta interesante encontrar que factores macroeconómicos están influyendo ligando este fenómeno con lo que supone la integración regional.

Justificación

El mercado de renta fija en Colombia es sustancial para el crecimiento económico, distribuyendo recursos y generando capital, pues dota al mercado de mecanismos financiación, que involucran la capacidad de inversión en diferentes actividades productivas, que a su vez, ayudan a complementar el sistema bancario con métodos de financiación más flexibles (Gonzales, Ramírez, Martínez, Valderrama, 2012).

Es de entender a manera simplificada y de interés en este trabajo que dentro del mercado de RF, se encuentra el mercado primario, el cual comprenden las colocaciones en el mercado de deuda pública y el mercado de deuda privada. El primero, reconocido por la emisión de los TES; aquellos títulos de deuda emitidos por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y el mercado de deuda privada, el cual refiere a aquel donde las instituciones financieras y del sector real y sector público realizan operaciones de emisión de deuda en la búsqueda de financiación.

Dichas operaciones se realizan principalmente mediante la emisión de bonos, papeles comerciales y valores emitidos mediante procesos de titularización el cual dan la oportunidad de financiamiento a los emisores para sus proyectos, estos ajustados a la medida de la compañía, ganando visibilidad en el mercado, reduciendo costes y contrayendo obligaciones financieras directamente con los inversionistas obteniendo así ventajas en términos de plazos, tasas de interés, y tipos de amortización (bvc, s.f.).

Por lo que, será este mercado de deuda privada el foco de principal atención en este estudio, por la facilidad que representa adquirir los datos y la inmersión en este mundo como se explicó en la sección anterior.

Por su parte, como se ilustra en la Figura 1, la evolución de los montos emitidos durante los últimos 10 años ha descrito una abrupta caída y tendencia decreciente que se viene marcando desde 2020, el cual marco mínimos para el 2022, con un monto colocado de 2,5 Billones de pesos; una caída significativa de -76% respecto al 2021, y para lo corrido de 2023; una disminución del -88% respecto al mismo periodo en 2021¹.

En definitiva se ilustra el momento agónico que vive el mercado de deuda privada en Colombia, y da pie a cuestionarse que factores están influenciando la sustancial reducción de emisiones, más allá del panorama inflacionario y de subida de tasas que se vive en Colombia.

En un mercado como el de RF que se ha posicionado fuerte en el país y la región, donde los títulos de renta fija son los más negociados en el mercado local (91% del volumen total del mercado y 200% el volumen negociado sobre PIB para cifras de 2011) (Gonzales, Ramírez, Martínez, Valderrama, 2012), el mercado de TES suscita mayor demanda indudablemente, y la literatura es extensa analizando el comportamiento de estos títulos soberanos.

Sin embargo, en menor medida se encuentra literatura referente al mercado de deuda privada; y su común denominador es que este mercado contribuye con el desarrollo económico, pues ayuda a los emisores y a la propia economía a encontrar distintas fuentes de financiación más allá de préstamos bancarios, sin embargo este aún se encuentra rezagado, predomina el mercado de deuda privada que en economías emergentes, la tendencia ha sido hacia el desarrollo de este anterior mercado. (Rodríguez, Rassa, Rojas, 2014).

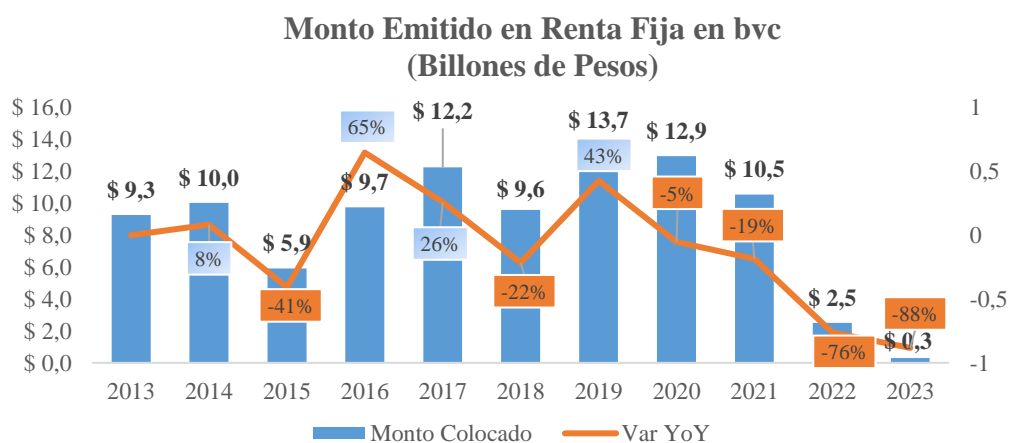
Por otro lado, es inherente determinar la importancia que tiene el mercado de capitales y La Bolsa, en el desarrollo económico del país, Palomino, Restrepo y Sarmiento (2017), en su estudio de la influencia del mercado de valores para el caso colombiano, citan a Schumpeter (2011), el cual argumenta que los instrumentos y mecanismos que rigen dentro del mercado de

¹ Cálculos propios con los datos extraídos de resultados de emisiones los últimos años en la página web de **bvc**.

valores, movilizan el ahorro, evalúan proyectos, administran el riesgo, favorecen las transacciones, entre otros factores que en suma son esenciales para el desarrollo económico.

Figura 1

Montos Emitidos en Renta Fija adjudicados en bvc (2013-2023Q1)



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de **bvc** y SFC.

Ahora bien, para Colombia, una economía emergente, donde predomina el mercado de deuda pública, y donde las colocaciones de deuda privada exponen tendencias o barreras de entrada, en torno a las calificaciones de riesgo, o el hecho de que los mayores colocadores sean instituciones financieras de gran tamaño como se describe en la narración de caso (ver figura 2, cuadrante IV), esto describe la necesidad de seguir desarrollando y ampliando el mercado de capitales, cuando se parte de la premisa que se encuentra en la literatura de que el mercado de deuda privada puede incidir en el crecimiento y desarrollo de la economía del país.

Por lo que surgen las iniciativas de integraciones regionales de bolsas de valores, en búsqueda de ampliar los productos e instrumentos de inversión, incrementar la liquidez, como la cantidad de emisores y demás elementos fructíferos para el mercado bajo el esquema de beneficios tecnológicos, de costes y regulatorios que las integraciones suponen, un retó del cual el mercado de valores colombiano ha participado dos veces; en 2001 cuando se integran las bolsas de Medellín, Occidente y Bogotá y en 2010, cuando se conforma el Mercado Integrado

Latinoamericano (MILA), con la integración bursátil de las bolsas de Lima, Santiago, México y Colombia. Integraciones de las cuales surge el interés de cuestionar si su operación potenció el desarrollo del mercado para estas regiones, ante la pronta integración que se viene para **bvc**.

Preguntas de Reflexión

Derivado de la justificación y antecedentes anteriormente descritos, surgen las siguientes cuestiones con las que posteriormente se aborda la narración del caso.

1. ¿Qué retos enfrenta el mercado de capitales local frente a la próxima integración regional de las bolsas de valores de Perú, Chile y Colombia?
2. ¿Qué factores macroeconómicos determinan las emisiones de Renta fija en **bvc** más allá de relación inequívoca con las tasas de interés?
3. ¿Retornarán dichas emisiones su senda de crecimiento positiva en el corto plazo como se registraban antes de la pandemia?
4. ¿Qué beneficios traerán a las economías de Colombia, Lima y Perú la integración regional de Las Bolsas, hará esta más competitiva la región frente a las potencias de mercados de capitales?
5. ¿Los antecedentes de integración de bolsas en los cuales Colombia ha estado involucrado pueden sustentar los beneficios que traerá la próxima integración regional?

Técnicas de Recolección de la Información

Para el desarrollo de este estudio de caso, y el abordaje de las anteriores preguntas planteadas, se realizará de la siguiente manera: en primera instancia, mediante una revisión documental se hará una búsqueda de literatura donde se evidencien casos de éxito en la historia de integraciones de bolsas de valores, como también textos donde se indaguen elementos a destacar, retos, críticas y recomendaciones frente a la futura integración regional de Las Bolsas de Chile, Perú y Colombia.

Por otro lado, también mediante revisión documental se ahondará en literatura financiera y económica, en búsqueda de textos en torno a los mercados de deuda privada donde se pueda extrapolar los posibles factores macroeconómicos que determinen estas emisiones. Dicha revisión documental se dará con el uso de las herramientas electrónicas y bases de datos proporcionadas por la Universidad Santo Tomás (Crai-Usta), como también mediante la búsqueda de textos reconocidos mediante el motor de búsqueda Google Académico.

Finalmente, de cara al análisis econométrico de series de tiempo planteado, los datos y series de tiempo se descargarán de:

- El portal de **bvc**, aquellos registros de resultados de emisiones que están abiertos al público. Actualmente se encuentran los registros de 2019 al 2023.
- Para la recolección de las emisiones de 2013 al 2019, se construye la serie mediante el uso del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores (SIMEV) dispuesto por la Superintendencia Financiera Colombiana (SFC) donde se detallan los avisos de oferta pública y los resultados de las emisiones para un rango fechas seleccionadas, posteriormente se filtran solo aquellas emisiones en renta fija que comprenden Bonos, títulos de participación y Papeles Comerciales, y finalmente se descargan los documentos adjuntos de resultados de emisiones con los cuales se construye la serie de tiempo.
- Finalmente, para obtener los registros de las variables escogidas como determinantes y los demás índices usados a lo largo del trabajo, se descargaron del portal de datos abiertos del Banco de la República, e Investing.com.

Narración del Caso

Determinantes de las Emisiones en el Mercado de Deuda Privada

La literatura económica y financiera ha abordado esta cuestión sin embargo la cantidad es mínima frente a los estudios referente al mercado de deuda pública, por lo que este trabajo de manera simplificada no pretende dar con la respuesta exacta del comportamiento del mercado de deuda corporativa, más bien se adentra en este campo y pretende seguir aumentando los estudios de este importante segmento del mercado de renta fija, derivando la importancia y aportes que desde la ciencia económica puede acarrear el estudio de dichos fenómenos.

Dentro de las variables que pueden explicar este mercado, la literatura encuentra dos variables comunes denominadores; la tasa de interés y la inflación.

Londoño y Villa (2012), realizan un diagnóstico de la evolución de este mercado del (2006-2011) y encuentran al IPC como variable relevante con relación lineal pues gran parte de las emisiones fueron indexadas al IPC durante dicho periodo. A su vez denotan la relación inversa entre las tasas de interés, el PIB de USA y los TES de referencia, este último cuando mencionan que al existir liquidez en el mercado las tasas TES bajan y el mercado busca alternativas de inversión más seguras y rentables, tales como los títulos de deuda privada.

El PIB norteamericano pues ante fenómenos de crisis, existe el flujo de inversión extranjera directa hacia las economías emergentes (Londoño, Villa. 2012).

Por otro lado, desde los estudios técnicos realizados por **bvc**, González, Ramírez, Martínez y Valderrama (2012), describen de manera magistral el mercado de renta fija en Colombia, entre ellos el de deuda privada, cuyas variables para su estimación del modelo, el COLCAP mantuvo signo positivo significativamente en su estimación explicando que entre mayor sea el valor de este índice, mayor es el apetito por el riesgo corporativo, también estos autores usan otras variables tales como la encuesta mensual manufacturera que resulto con una relación inversa, las expectativas de inflación con coeficiente positivo, los flujos de inversión extranjera que presentaron una relación negativa.

Es importante mencionar, que otro apartado relevante en la literatura es el tema de regulaciones existentes y cambios estructurales, lo que conlleva a que en muchos estudios se realicen test estadísticos para verificar si esto incide en los volúmenes emitidos, pues este tipo de mercado al gozar de estrictas regulaciones, es sujeto a cambios que las autoridades financieras actualizan para el beneficio del mercado y de los emisores.

Dado lo anterior se toman entonces las variables IPC, Tasa de Interés, la tasa de los TES de referencia a un año en Colombia y la variación mensual del IPC en USA. Estas series serán tomadas y transformadas a una frecuencia mensual. La variación mensual del IPC de USA se toma como variable proxy que a discreción propia puede describir el comportamiento de la economía norteamericana gracias a la información que los precios de esta economía arrojan funcionando como un termómetro de la actividad económica y las proyecciones a corto plazo de

los inversionistas. Esto debido a que la frecuencia de las variables es mensual y no es posible usar el PIB de Estados Unidos pues este es trimestral.

Comportamiento de las Emisiones en RF (2019-2023Q1)

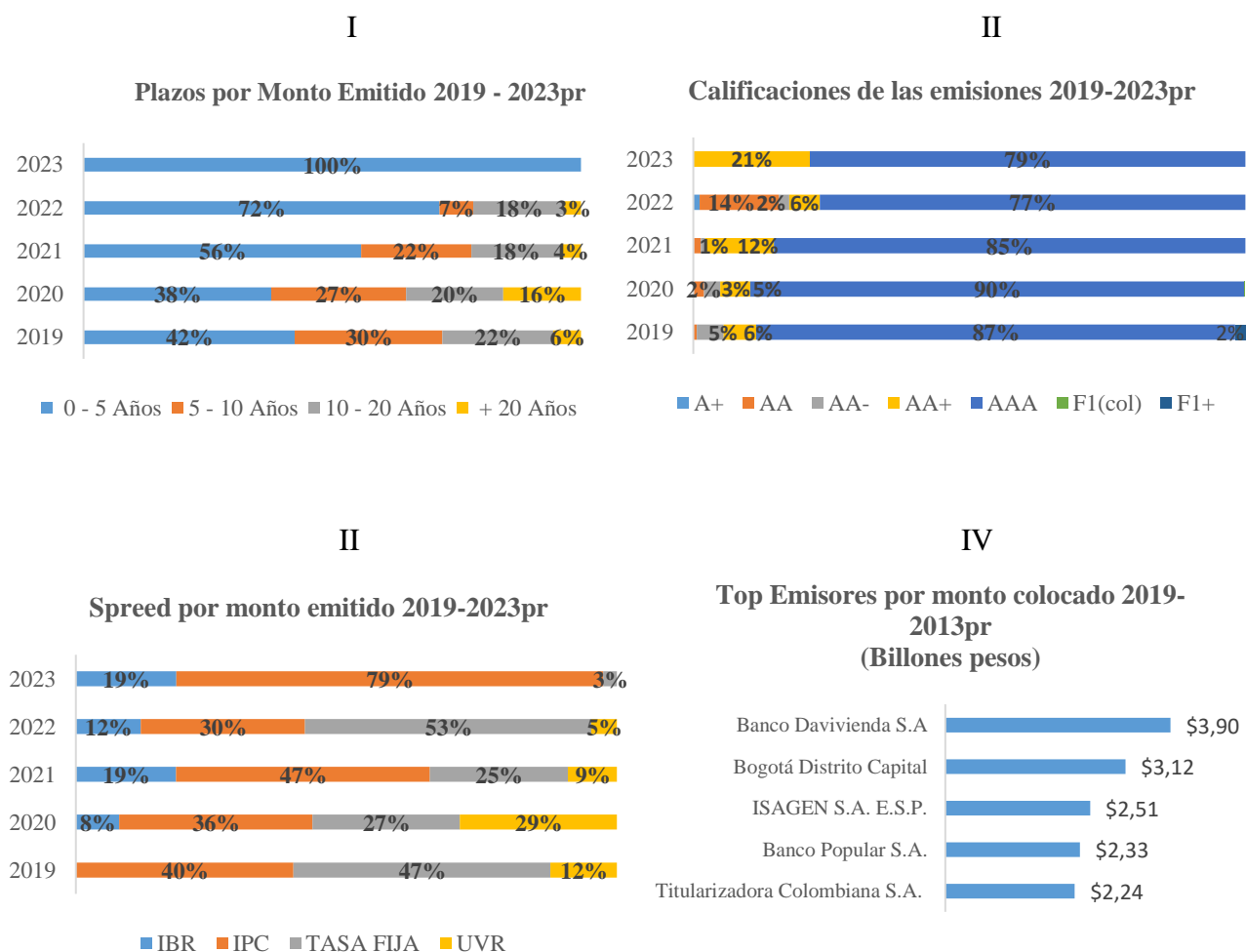
En la figura 2 se detalla información adicional referente a las colocaciones durante los últimos 4 años y el primer trimestre del 2023, por su parte se observa (Cuadrante 1), como los plazos de madures de los títulos de deuda los últimos años se han ido tornando en el corto plazo, adjudicados a plazos de 0-5 años, característica fundamental altamente recalcada en la literatura; aquel fuerte apetito por títulos de deuda con maduración corta.

El cuadrante 2, detalla como las calificaciones AAA ponderan gran medida dentro de las emisiones, en promedio 85% de los valores colocados obtuvieron dicha calificación. Esto representa otra cuestión que la literatura se enmarca como la hegemonía de las altas calificaciones crediticias, que si bien, describen la buena operación del emisor y dan confianza al inversionista, los estudios encuentran que esto puede formular un sesgo donde aquellos emisores que por ciertos factores no logren las más altas calificaciones, estos no puedan optar por captar financiamiento, obsérvese el cuadrante 4, donde se muestran como los mayores colocadores durante este periodo en el top 5 figuran 3 grandes bancos, aquellos por cuyo tamaño les es más simplificado adquirir calificaciones altas, rezagando a otras instituciones más pequeñas de participar en el mercado.

Finalmente, el cuadrante 3 detalla como las indexaciones de estos títulos se realizaron a una Tasa Fija e IPC, (38% en promedio cada una durante 2019-2022), que si bien se observa en la figura 3, la evolución del IPC, comparado con la figura 2, cuadrante 3, estas ilustran la relación directa, que ante el aumento del costo de vida, las emisiones usan este índice del IPC como referencia en el cupón en sus colocaciones.

Figura 2

Plazos, calificaciones, tasas de referencia² y top emisores en el mercado de renta fija.



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de **bvc**

Estimación y Resultados del Modelo

Para la estimación del modelo y análisis de series de tiempo se implementa la metodología Box y Jenkins, el cual consta de la identificación de las series, determinación de estacionareidad, identificación del modelo mediante el análisis de la ACF y PACF³, en la

² Las tasas de referencia, hacen referencia al índice al cual los emisores emiten sus valores, estos suelen ser a una Tasa Fija, al IPC, UVR, IBR.

³ ACF; función de auto correlación, PACF función de Auto correlación parcial. Esta última explica que tanto influyen los rezagos pasados t-T mantenido constante los rezagos más pronto a la serie original.

conjugación de modelos AR, MA o ARMA, verificación del modelo, predicción y evaluación. Por su parte, para lograr estacionariedad se realiza la prueba Dickey-Fuller aumentada (ADF) y Phillips Perron (PP), para determinar el orden de integración de dichas variables.

Se observa en la tabla 1, como las variables de IPC, Tasa de interés, y los TES a un año son integrados de orden 1, es decir, logran ser estacionarias con la primera diferencia, rechazando la hipótesis nula de que las series de tiempo tienen raíces unitarias.

Tabla 1

Pruebas ADF y PP de las variables

VARIABLE	PRUEBA ADF		PRUEBA PP	
	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
M_COLO	X			
IPC		X		X
IPC_USA	X		X	
T_INT		X		X
TES_1Y	X			X

Fuente: Elaboración propia.

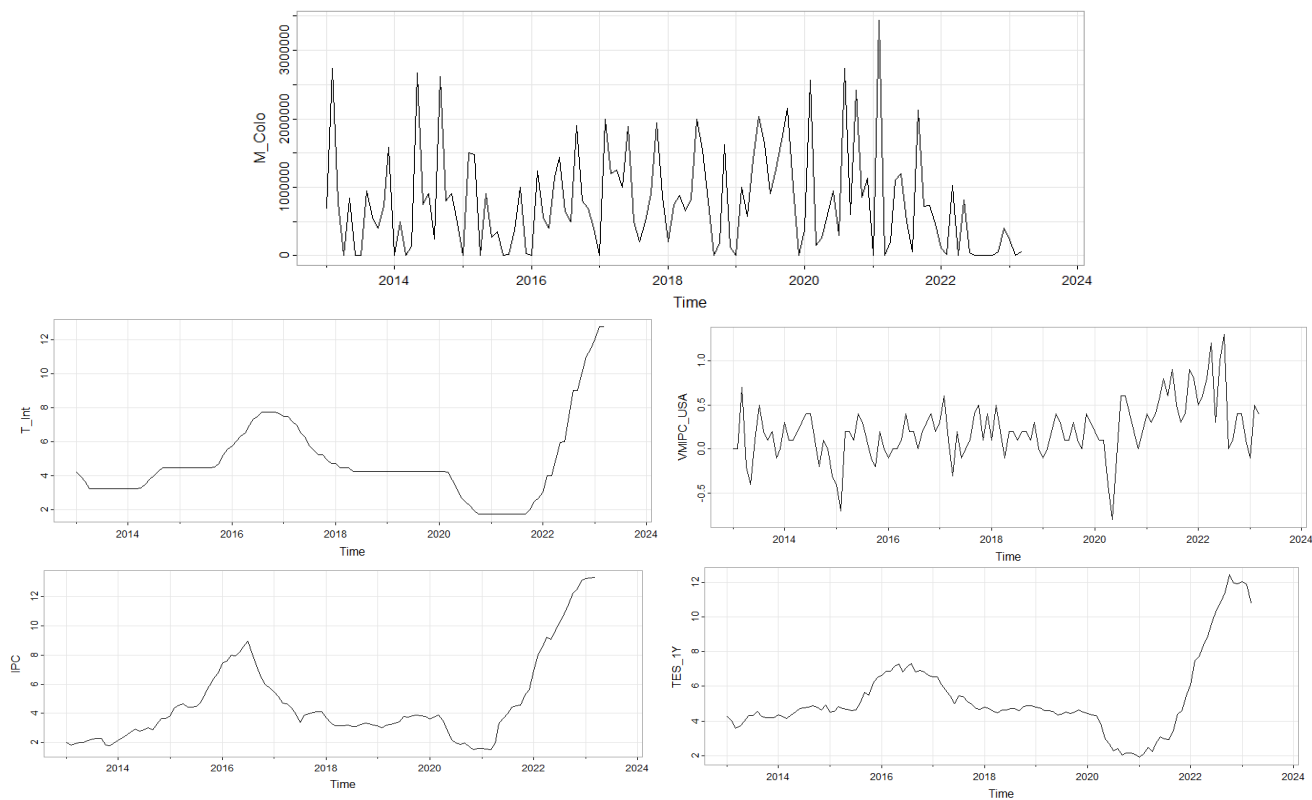
Por otro lado, en el análisis de la ACF y PACF de la serie del monto emitido observados en la figura 5, se analiza que contiene los componentes AR y MA marcados hasta el primer y cuarto rezago, por lo que se plantea que para esta variable, el modelo ARMA (1,4) explicaría esta serie. Para comprobar si este modelo explica los montos emitidos, se observa la ACF de los residuos en la figura 4, que demuestra como estos se mantienen dentro de los intervalos de confianza, comportándose así los errores del modelo como ruido blanco, además se observa también en esta misma figura, como las raíces inversas se encuentran dentro del círculo unitario, reflejando entonces la bondad de este modelo.

Finalmente, la tabla 2 refleja los resultados de cuatro modelos los cuales intentan explicar el monto emitido, para la estimación se tiene en cuenta, el rezago de las series para mitigar los posibles problemas de causalidad, como también el uso de variables dummy que representan aquellos meses en donde las series mantienen mayor incidencia, de esta manera se buscó estimar y eliminar el factor estacional del modelo, además de calcular algunos estadísticos para afirmar los supuestos básicos Gauss - Markov del modelo de series de tiempo; Linealidad en los

parámetros, no linealidad perfecta, media condicional cero, homocedasticidad, no correlación serial (Wooldridge, 2015).

Figura 3

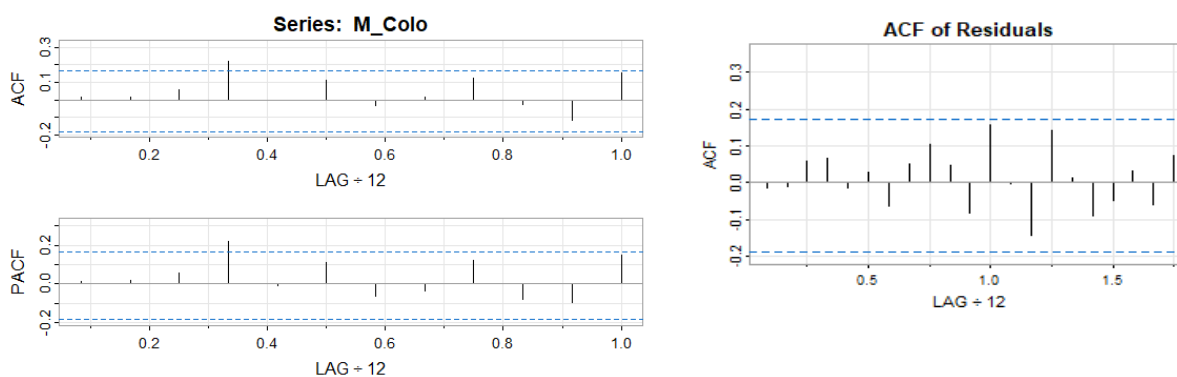
Series de Monto Emitido, TES 1 año, IPC, Tasa de Interés y Var% IPC USA

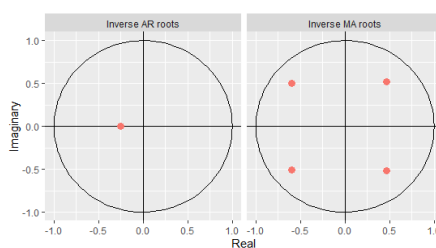


Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de **bvc**

Figura 4

ACF y PACF de las emisiones, circulo unitario y ACF de ARMA (1,4)





Fuente: Elaboración propia.

Tabla 2

Resultados econométricos

MONTO EMITIDO	MODELO 1	MODELO 2	MODELO 3	MODELO 4
CONSTANTE	1193077*** (161999)	1423192*** (251943)	1375100*** (251943)	1407543*** (195462.0)
IPC(-1)	- 62433.55* (41381)	49138.55 (77517.79)	38464.50 (77290.63)	34321.50 (66382.65)
TASA DE INTERÉS(-1)		147969.9 (104221.5)	178539.6* (103049.2)	-157599.9** (65061.73)
TES 1 AÑO(-1)		-281198.1** (142494)	-299534.5** (141802.5)	-274849.6** (107118.3)
IPC_USA		-48800.37 (249944.8)	179033.8 (241575.1)	
M1	-872837.8** (389085)	-839329.7** (395579)	-839329.7** (395579)	-790772.6** (228891.3)
M7	-311747.5 (300197)			-365516.0 (228882.7)
M12	-223258.9 (304600)			-345160.2 (228808.6)
MA(4)	0.267183** (0,08735)	0.265992*** (0,085588)	0.265992*** (0,085588)	
SIGMA2	4.45000*** (6.11000)	4.33 000*** (6.21000)	4.33 000*** (6.21000)	
	R ² =0,221176 AdjR ² =0,180542 AIC = 29,75 SCHWARTZ=29,93 Durbin-Watson= 1,92 VIF<10	R ² =0,242171 AdjR ² =0,195637 AIC = 29,76 SCHWARTZ=29,94 Durbin-Watson= 1,99 VIF<10	R ² =0,246552 AdjR ² =0,20028 AIC = 29,75 SCHWARTZ=29,94 Durbin-Watson= 2,01 VIF<10	R ² =0,221469 AdjR ² =0,18085 AIC = 29,77 SCHWARTZ=29,93 Durbin-Watson= 2,09 VIF<10

Fuente: Elaboración propia.

Los resultados de los modelos en la tabla 2, corroboran la relación inversa significativa entre los TES y el monto emitido en el mercado de deuda corporativa, como la literatura lo ha ratificado, que como se observa en la figura 4, las tasas de TES para el 2020 se incrementan fuertemente, suceso cuando más decaen las colocaciones en deuda privada, de la misma manera el cuarto modelo exhibe significativamente la relación inversa entre las tasa de interés y el monto

colocado, resultando que ante cambios en esta tasa, cae el monto colocado en \$COP 157mil millones.

Por otro lado, el modelo 1, arroja la relación inversa significativa estadísticamente del IPC frente al monto emitido, sin embargo los otros modelos arrojan la relaciones positivas, que irían en línea con la literatura que encuentra esta variable con relación directa, pues el spread en las operaciones como se muestra en la figura 2, se realizan en gran medida con el IPC, sin embargo en estos modelos la variable no tiene significancia estadística, y puede ser por el motivo que no se discrimina en el monto emitido, el plazo al cual se emitieron los títulos, de discriminar por plazos, la incidencia del IPC frente a las emisiones podría ser significativa como en los modelos planteados en estudios similares.

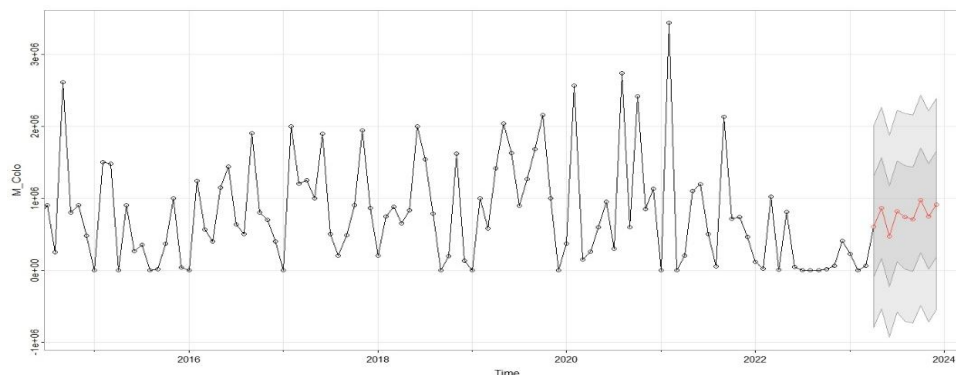
La variable de la variación del IPC en USA resultó no ser significativa en los modelos, lo que sugiere que para próximos estudios, se utilice una variable más robusta como proxy, que le arroje al modelo la real incidencia de la economía norteamericana sobre el mercado de renta fija local, hecho del cual carece este modelo y podría estar presentando errores de especificación.

Finalmente, el componente de medias móviles exhibió gran significancia en todos los modelos, suceso que explica como la serie de monto emitido es explicada por el factor MA, es decir, el pasado influye en la serie de las emisiones y es de interés mencionar como las variables mensuales mantienen el signo esperado, pues son aquellos meses en los que se presenta mayor incidencia en variables como la inflación, y los meses como enero, significativos estadísticamente, resultan ser donde menos emisiones son colocadas en el mercado de deuda privada.

Por el lado de los test estadísticos, el Durwin-Watson en los cuatro modelos arroja valores cercanos a 2, lo que estaría indicando que no hay presencia de auto correlación de orden 1; es decir, que los errores del modelo, son independientes de los errores en su primer rezago, el test de Factor de Varianza Inflada arroja en su mayoría valores mayores a 1 y menores a 5, lo que indica que no existe problemas de multicolinealidad significativa, lo que deriva en que la inferencia y/o análisis resultante de los estimadores analizados anteriormente del modelo sea más verídico.

Figura 5

Serie estimada de montos emitidos.



Fuente: Elaboración propia.

Finalmente, en la figura 5, se ilustra que una vez seleccionado el modelo que mejor explica a las emisiones de deuda corporativa, como se describió anteriormente, el pronóstico para el cierre del año, predice un cierre con un volumen emitido de aproximadamente COP \$7 billones, dato muy cercano a los pronósticos de emisiones de La Bolsa, derivado de la información sobre los cupos de emisión que la SFC le da a los emisores, sin embargo, aunque el pronóstico sea positivo, aún es menos de la mitad de las emisiones antes de la coyuntura del Covid-19 (ver figura 1), el incremento es bastante significativo respecto al 2022, sin embargo ante los limitantes de los modelos expuestos anteriormente, el poco ajuste que presentan y las expectativas de inflación y tasas de interés que si bien empiecen a reducirse, a lo largo del año continuaran siendo factor limitante en la emisión de deuda corporativa, lo que resulta en un pronóstico inflado, ante el real contexto macroeconómico del país y las proyecciones a corto plazo.

Antecedentes de Integraciones de Bolsas de Valores

El hecho descrito anteriormente; la preferencia de los inversionistas por los títulos a corto plazo y por la deuda pública, se replica en muchas economías de Latinoamérica, también, son las grandes compañías; emisores quienes participan en estos mercados, si bien el mercado de renta fija exhibe grandes volúmenes de negociación, el mercado de renta variable cojea si se compara

con este, por lo que derivado de estas situaciones comunes y entre otras más razones surge la idea de fusionar bolsas de valores con el objetivo de estimular más estos mercados.

En el mundo y en América dentro de sus economías la acción de integración de bolsas no es nueva, ya datan de casos de éxito; Martínez y Narváez (2012) describen algunos ejemplos: en el año 2000, la integración del NYSE con el EURONEXT, esta última ya conformada por las Bolsas de valores de Ámsterdam, Bruselas y París, estos configuraron entonces el primer mercado global de valores; en el 2002, con la integración de las Bolsas de Lisboa, Oporto y Little; entre otras. Todas aquellas integraciones cuyo fin y objetivo se fundamentaba en unir las sinergias y tecnologías, en menores costos de ejecución, ampliar la lista de productos, servicios y emisores todos para desarrollar mejor el mercado de valores y competir con los mercados sofisticados en las diferentes regiones del mundo. (Martínez, Narváez, 2012).

Balsells (1994), también describe casos de éxito de integraciones en Centroamérica, este autor describió para el momento en que redacta su obra, los retos a los cuales las integraciones buscan enfrentar: el apetito por TES, y la renta fija, el contexto macroeconómico, las limitaciones en regulación, el desarrollo de tecnologías alusivas al mercado y el tamaño de las empresas que participan en el mercado.

En este caso han nacido iniciativas como la BOLCEN que en 1994 juntó las Bolsas de República Dominicana, Panamá, Costa Rica, Nicaragua, Honduras, El Salvador y Guatemala. Integración que surgió como una oportunidad originada del hecho de que para entonces el mercado de valores era aún incipiente, existía la voluntad política de integrarse y el fin de esto entre tantos aspectos positivos, recaen en la estandarización y homogenización electrónica en pro de acercar a los inversionistas con los emisores en una amplia gama de instrumentos financieros nacionales y transnacionales.

Ahora bien, para el mercado valores local, ya hay registros de integraciones de bolsas, como se mencionó anteriormente, La Bolsa nace en 2001 de la fusión de las Bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente y actualmente es el centro líder del mercado de capitales en Colombia, por otro lado, también ocurrió la integración de los mercados de Lima, Santiago de Chile con **bvc**, junto con los depósitos de valores de los tres países en los que resultó el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).

Consecuentemente esta integración consistió en la creación de un mercado único para el estímulo del mercado de renta variable, con la facilidad que el depósito de cada país ejecuta la compra del valor que el inversionista local quiere adquirir de los demás países involucrados, simplificando así la operación de compra. El MILA configura entonces el mercado más grande de América Latina con el mayor número de emisores; 565, seguidos por la Bolsa de México con 421 en cifras para el 2012 (Martínez, Narváez, 2012).

Dicha integración entonces derivó en sustanciales ventajas para los tres mercados en cuestión; para el inversionista, supuso tener una mayor cesta de opciones e instrumentos financieros para la diversificación de sus inversiones; para los emisores supuso acceso a nuevos mercados simplificando las operaciones lo que se reduce en menores costos para las empresas; y para los agentes intermediarios derivó en las posibilidades de creación de nuevos vehículos de inversión, a su vez del tema crucial que una integración afronta; el desarrollo tecnológico para la adopción de los estándares internacionales en materia de mercado de valores (Martínez, Narváez, 2012).

Por lo que es inherente dimensionar el camino que viene para la pronta integración regional de las Bolsas de Perú, Chile y Colombia funcionando bajo una Holding regional, los casos de éxito soslayan la necesidad de ampliar y crear mercados más sofisticados tecnológicamente y más eficientes en tanto al costo-beneficio además de que estas iniciativas surgen como respuesta a la tendencia de integrar mercados de diferentes países.

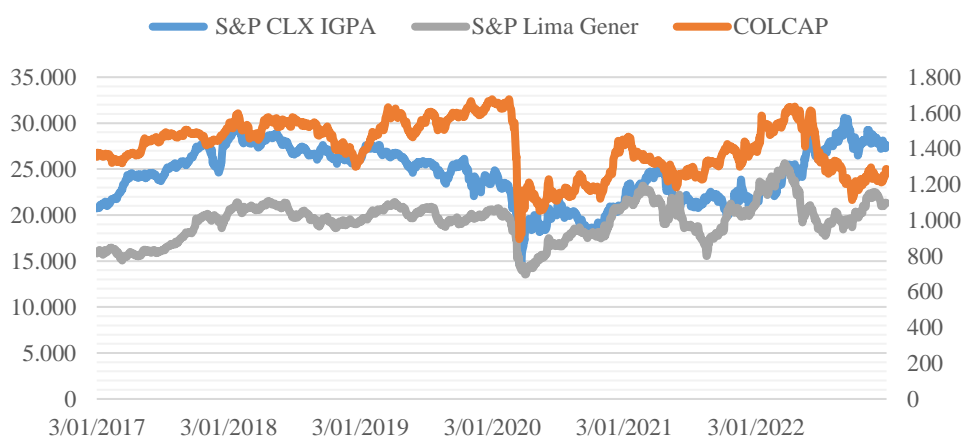
Los autores anteriormente mencionados describen como dicha integración que fue en su caso para la conformación del MILA se dio debido a las características similares de estos tres países en su momento, y el aporte que cada país ofrece; Perú con alto potencial en entidades del sector minero, Colombia cuyo potencial radica en hidrocarburos y Chile, como la economía con mayor potencial de crecimiento y estabilidad de la región como es conocida durante las últimas décadas y tendría su aporte en su fortaleza bancaria y entidades de comercio.

Ahora bien, no muy lejos de lo que estos autores mencionaron en 2012, aplica para la actualidad, y aquellos factores que aporta cada país mencionado ponderan también ahora para la cercana integración, estos tres países han reflejado resultados macroeconómicos positivos que mejoran las expectativas de los agentes hacia el corto y mediano plazo.

Nótese en la figura 6, unos de los índices accionarios más representativos de estas Bolsas, donde se observa como anterior a la pandemia, el COLCAP venía con una creciente apreciación, como también los índices para Chile (S&P CLXIGPA) y Perú (S&P Lima Gener), sin embargo una vez llegada la coyuntura Covid-19 la caída para Colombia fue mayor a la de Chile y Perú y para el caso del COLCAP, este aún no logra repuntar a valores pre pandémicos, aunque ya muestre un ascenso los últimos periodos, mientras que los índices para Chile y Perú después de la caída en la coyuntura, ya han se han recuperado a valores de 2019, suceso que denota y afirma el hecho, de que estas tres complejas y similares economías, unas más fuertes y desarrolladas que otras, tendrían un calce positivo en la futura unificación de los mercados de valores, una vez se consolide, y se superen los retos que toda integración supone y el estímulo al mercado de valores indudablemente sería positivo para la economía Colombiana.

Figura 6

Principales índices accionarios de Perú, Chile y Colombia.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de Investing.com.

Lecciones y Recomendaciones

Llegado a este punto, se ha determinado que el mercado de capitales, incide en el desarrollo de la economía en Colombia, de manera que el mercado de deuda privada, tiene su

componente en la ecuación del crecimiento, pues dota al mercado de fuentes alternativas de financiación para la inversión de capital, es decir, se canaliza el ahorro en inversión.

Por otro lado se exhibió las relaciones existentes entre las variables macroeconómicas de la tasa de interés, inflación y los TES que explican en cierta medida aquella disminución en las emisiones de deuda corporativa, sin embargo cuestiones como los cambios estructurales o problemas de causalidad en los modelos estudiados no capturan estos fenómenos, lo que implica en la necesidad de tener en cuenta esto mencionado en futuros trabajos en torno al tema; si bien, se demostró que la tasa de interés, IPC y las tasas de los TES a un año guardan gran relación y explican las emisiones en renta fija, ante las carencias de los modelos, se abre la necesidad de mejorar la especificación en futuros estudios para captar realmente cuanta incidencia hay en estas variables macro.

Para futuros estudios econométricos referentes a este tema, resulta vital incurrir en el estudio de los efectos de los cambios estructurales que viven los mercados, a su vez de enfrentar los problemas de simultaneidad que arrojan muchas veces las series de tiempo macroeconómicas, que para el caso de los modelos reflejados anteriormente, podrían estar causando problemas de endogeneidad en las variables, hecho que resulta importante tratar en futuras investigaciones.

Ahora, es de entender que en el corto plazo, las colocaciones en deuda privada no retornarán su senda creciente y significativa en el mercado de renta fija como lo solía ser antes de la pandemia; la economía colombiana actual empieza a mostrar razón de mejora, la inflación empieza a ceder lo que da a entender que los movimiento de la política monetaria contractiva, se acercarán a su tope máximo, pero en lo restante del año, estas variables seguirán siendo altas y significativas, por lo que aquel nuevo participante en **bvc** que analice el mercado de renta fija el próximo semestre, con alta probabilidad, no encontrará como este mercado tiende a retornar a su senda creciente.

Consecuentemente, aunque el contexto macroeconómico marque aun durante el 2023 un fuerte camino, se vive dentro del mercado de capitales en Colombia una razón positiva que podría incentivar al mercado de deuda privada y al mercado de capitales en general; la próxima y cercana integración regional que de la misma manera en como las pasadas integraciones conjugaron notorios beneficios para el mercado y la economía, el panorama ante la cercana

fusión de Bolsas de Chile, Perú y Colombia podría hacerlo de igual manera, pues dotará al mercado más acceso a nuevos emisores y por tanto inversionistas, de manera que el costo-beneficio sea optimizado, y marque un mercado de valores integrado competitivo a la altura de los gigantes mercados de valores en la región.

Dicho lo anterior, son variadas las ventajas y por ende beneficios que traerá la cercana integración, según la historia y antecedentes del tema en general, sin embargo, esta noción positiva puede tener un gran sesgo y abre la necesidad de futuro trabajos abordar cuestiones como tema de los riesgos, derivados de las desventajas que existen, a su vez de abordar los retos y limitantes, no si bien Martínez y Narváez (2012), describen que el trabajo para la integración es arduo y factores como el riesgo de tasa de cambio estaría implícito en la futura integración, los costos de transacción que implicarían los adaptados sistemas tecnológicos a la vanguardia de una integración de bolsas, los controles de capitales existentes en los tres países, las regulaciones financieras, cambiarias y tributarias, e incluso el mismo riesgo reputaciones jugaría un papel importante, si se tiene en cuenta como estos países pasan por incertidumbres políticas y entre otros factores.

En definitiva, se logra abstraer los beneficios que traerá la futura integración regional, que directamente puede desarrollar aún más el mercado de deuda privada, sin embargo existen riesgos implícitos y retos de gran proporción que deben ser estudiados de igual manera si se quiere determinar con más exactitud, y claridad lo que esta iniciativa propone y supondrá en el corto y mediano plazo.

Conclusiones

A lo largo de este caso de estudio se expuso la importancia que tienen el mercado de capitales en la economía en general, que traducido en Colombia, es la relativa importancia que exhibe **bvc** como lugar de encuentro entre inversionistas y emisores canalizando el ahorro en inversión de los inversionistas locales y foráneos. Dentro de este mercado de valores como se ha descrito anteriormente, figura el mercado de deuda pública o deuda corporativa como también es conocido, el cual muestra una importancia ya que da opciones de financiamiento a las empresas más allá de los tradicionales.

Sin embargo se demostró como dicho mercado viene en caída los últimos años, y son las variables macroeconómicas del Índice de Precios al Consumidor, la Tasa de Interés del Banco de la República y las tasas de los TES a un año quienes explican e influyen en las emisiones de deuda privada, la tasa de interés puesto que desincentiva la adquisición y colocación de deuda encareciéndola, IPC en la media en que primero, las emisiones se indexan a este indicador, y segundo de manera que evidentemente, un alto costo de vida en una economía refleja no muy buenas expectativas que el mercado traduce por ejemplo en bajas colocaciones de deuda por parte de los emisores, suceso por el cual, aunque el pronóstico reflejado en este estudio, da un fuerte crecimiento para el cierre del 2023, este aún no retornará a su senda de crecimiento como lo era antes de la coyuntura Covid-19.

Por el lado de las integraciones regional que se avecina, se evidencia que traerá estímulos al crecimiento y desarrollo del mercado de capitales en los tres países que la conformaran, beneficios como la optimización del coste-beneficio que implica para los actores del mercado pertenecer a este, más vehículos de financiamiento, mayor oferta de emisores y sobretodo el desarrollo tecnológico que supondrá esta iniciativa en pro de entrar a tener un mercado de valores más competitivo que pueda hacer frente a las Bolsas fuertes de la región como las Bolsas de Valores de Brasil, México y de Centroamérica, esto basado en que el historial de integraciones de bolsas es común en los mundos financieros existiendo muchos casos de éxito.

Sin embargo, para lograr dichos beneficios es necesario primero superar las limitaciones y retos que supondrá dicha conformación de la Holding regional.

Por lo que se concluye, que estas dos variables desarrolladas a lo largo del texto; el mercado de deuda privada y la integración regional podrán tener un calce positivo dentro del mercado de capitales en el corto y mediano plazo, la coyuntura Covid-19 azotó a la economía mundial y aún se están pagando las esquiras provenientes de los movimientos que la economía realizó en aquel entonces, pero las economías retornaran a sus sendas de crecimiento y en ese escenario el mercado de renta corporativa seguirá teniendo relativa importancia en el mercado local que paralelamente también tendrá estímulos cuando la Holding Regional empiece a operar.

También se concluye que es de vital importancia este tipo de estudios de estos fenómenos dentro de la economía, pues radica en la necesidad de mantenerse a la vanguardia del futuro

cercano que supondrá la integración regional que pronto se materializará, en un contexto donde la economía colombiana se contraerá para posteriormente volver a su comportamiento natural, pues sin ir más lejos a manera simplificada, en la ecuación fundamental de la producción de una economía, la inversión juega un papel sustancial, y solo el mundo financiero apoyado por la operación de **bvc** juega un papel fundamental en la captación de dicha inversión, para el caso de Colombia que ahora con la iniciativa de fusión con las Bolsas de Perú y Chile, supondrán entonces avances significativos que se traduzcan en estímulos muy positivos para estas tres economías, sin embargo el trabajo y campo de análisis es arduo y amplio ante la complejidad que el mundo financiero supone, donde la ciencia económica está llamada a participar en conjunto con el mundo financiero en los análisis los cuales pretendan minimizar los costos y riesgos y optimicen la forma en que estas iniciativas sean fructíferas, de manera que estimulen la creación y desarrollo de capital para la economía colombiana y la de sus países aliados.

Referencias

- Balsells Conde, E. A. (1994). Integración de las bolsas de valores en Centroamérica.
- Bolsa de Valores de Colombia (s.f.). ¿Cómo ser un emisor de renta fija? Recuperado de <https://www.bvc.com.co/se-un-emisor-de-renta-fija>
- bvc. (s.f.). Nuestra empresa. Recuperado el 30 de abril de 2023, de <https://www.bvc.com.co/nuestra-empresa>.
- González A., Ramírez N., Martínez A., Valderrama A. (2012). Mercado de renta fija colombiano evolución y diagnóstico. *Estudios Técnicos-Bolsa de Valores de Colombia*.
- Lezama Palomino, Juan Carlos and Laverde Sarmiento, Miguel Ángel and Gómez Restrepo, Carlos Arturo, El Mercado De Valores Y Su Influencia En La Economía: Estudio Del Caso Colombiano 2001-2013 (the Stock Market and its Impact on the Economy: A Colombian Case Study 2001-2013) (2017). *Revista Internacional Administracion & Finanzas*, v. 10 (2) p. 29-39, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3039736>
- Leiton-Rodríguez, K. J., Rassa-Robayo, J. S., & Rojas-Moreno, J. S. (2014). Mercado de deuda corporativa en Colombia. *Borradores de Economía*; No. 829.

- Londoño, J. F., & Villa Vélez, M. S. (2012). Evolución de la deuda privada en Colombia, 2006-2011 (Doctoral dissertation, Universidad EAFIT).
- Prieto Melo, D. A., & Fajardo Melo, W. J. (2015). La integración de los mercados de valores como mecanismo de crecimiento económico: caso mercado integrado latinoamericano MILA. Retrieved from https://ciencia.lasalle.edu.co/finanzas_comercio/154
- Superintendencia Financiera de Colombia. (s.f.). Sistema Integral de Información del Mercado de Valores. Información Relevante General. Recuperado el 30 de abril de 2023, de <https://www.superfinanciera.gov.co/SIMEV2/informacionrelevantegeneral>.
- Martínez Riaño, D. Y., & Narvárez Niño, G. P. Ventajas del Mercado Integrado Latinoamericano MILA (Bachelor's thesis, Universidad de La Sabana).
- Wooldridge, J. M. (2015). Introductory econometrics: A modern approach. Cengage learning.