

UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

MAESTRÍA EN GESTIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA DE RIESGOS

La deuda interna colombiana. ¿Un riesgo financiero?

Deuda interna soberana, estructura de financiación y riesgos: un estudio del período 2000 – 2010

Sandra Milena Monroy Ramírez

UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
MAESTRÍA EN GESTIÓN ECONÓMICA Y
FINANCIERA DE RIESGOS



La deuda interna colombiana. ¿Un riesgo financiero?
Deuda interna soberana, estructura de financiación y riesgos: un
estudio del período 2000 – 2010

Sandra Milena Monroy Ramírez

Economista empresarial

Universidad Autónoma de Manizales (Manizales - Colombia)

Director

Juan Agustín D'Attellis Noguera

Máster en economía

Julio 2012. Buenos Aires

AGRADECIMIENTOS

Este documento investigativo reúne mas allá de una experiencia académica, una experiencia emocional que contribuyó enormemente a mi formación personal.

Agradezco a mi familia por sus innumerables consejos, apoyo y amor.

A este maravilloso país que abrió sus puertas para hacer de esta vivencia una estadía grata

A mis amigos por su comprensión, afecto y tolerancia.

A las entidades colombianas por el suministro de información valiosa.

Y por su puesto a la Universidad de Buenos Aires, las autoridades universitarias, profesores y demás personal, especialmente a la Doctora María Teresa Casparri como directora de la Maestría, y al docente Juan Agustín D'Attellis Noguera como director de esta investigación por su orientación adecuada y disposición para cumplir con éxito la meta trazada.

ADROITPDETRIAL

TABLA DE CONTENIDO

CAPITULO 1. INTRODUCCIÓN GENERAL Y MARCO TEÓRICO.....	1
1.1 <i>Introducción y situación problemática.....</i>	<i>1</i>
1.2 <i>Justificación.....</i>	<i>5</i>
1.3 <i>Objetivos.....</i>	<i>6</i>
1.4 <i>Diseño metodológico.....</i>	<i>6</i>
1.5. <i>Marco teórico.....</i>	<i>9</i>
1.5.1. El endeudamiento del sector público.....	9
1.5.1.1. Importancia de la deuda.....	13
1.5.1.2. Efectos económicos de la deuda interna: Equidad Intergeneracional	16
1.5.1.3. Otros análisis de equidad Intergeneracional alternativos son:.....	18
1.5.2. Vulnerabilidad del mercado emergente.....	19
1.5.2.1. El concepto de pecado original.....	20
1.5.2.1.1. Pecado original doméstico.....	22
1.5.2.2. La Intolerancia a la deuda de Reinhart, Rogoff, y Savastano (2003,2009).....	26
1.5.2.2.1. Umbrales de endeudamiento de los países emergentes.....	28
1.5.2.2.2. Deuda interna.....	29
1.5.2.2.3. Conclusiones de la investigación.....	30
1.5.3. La base teórica del sudden stop.....	31
1.5.3.1. Análisis empírico.....	33
1.5.3.2. Conclusiones de la investigación.....	34
1.5.4. Conceptos teóricos del riesgo financiero.....	35
1.5.4.1. Riesgo de mercado.....	36
1.5.4.2. Riesgo de liquidez.....	38
1.5.4.2.1. Riesgo asociado a los tenedores de la deuda (riesgo de no diversificación):	40
1.5.4.2.2. Riesgo asociado al vencimiento	41
1.5.4.3. Síntesis acerca de los riesgos del mercado de deuda pública de los países emergentes.....	42
CAPITULO II. EVOLUCIÓN DE LA DEUDA DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL –GNC– DEL ESTADO COLOMBIANO 2000 - 2010.....	44
2.1. <i>Normatividad relevante sobre el endeudamiento de la nación.....</i>	<i>46</i>
2.1.1. Ley 51 de 1990.....	46
2.1.2. Decreto 2681 de 2003.....	47
2.1.3. Decreto 2283 de 2003.....	49
2.1.4. Normatividad del programa creadores de mercado.....	50
2.1.5. Otros referentes normativos.....	51
2.2. <i>Generalidades de la deuda externa del Gobierno Nacional Central –GNC–.....</i>	<i>51</i>
2.2.1. Evolución de la composición cambiaria de la deuda externa del GNC.....	61
2.2.2. Evolución en la composición por tasas de la deuda externa del GNC	62
2.2.3. Evolución en la composición de prestamistas de la deuda externa GNC.....	63
2.2.4. Perfiles de vencimiento de la deuda externa del GNC	65
2.2.5. Tes globales	67
2.3. <i>Razones de reconversión de la financiación nacional hacia instrumentos internos.....</i>	<i>70</i>
2.3.1. La crisis financiera de la década del noventa	71

2.3.1.1.	Antecedentes macroeconómicos y situación del sistema financiero.....	71
2.3.1.2.	La crisis y el debilitamiento financiero.....	74
2.3.2.	Reformas internas generadoras de cambio.....	78
2.3.2.1.	Ajuste del mercado de capitales y riesgo de tipo de cambio Mismatch.....	81
2.4.	<i>Principales instrumentos de financiación de la deuda interna del GNC</i>	84
2.4.1.	Títulos de tesorería Tes Clase B.....	84
2.4.1.1.	Características Generales de los Tes clase B.....	85
2.4.1.2.	Condiciones Financieras.....	86
2.4.1.3.	Clases de Tes Clase B.....	86
2.4.2.	Títulos para el saneamiento del sector financiero y la crisis del sistema UPAC - Títulos Tes 546.....	89
2.4.3.	Títulos de reducción de deuda (TRD).....	90
2.4.4.	Títulos de Desarrollo Agropecuario (TDA).....	90
2.4.5.	Títulos para financiar programas especiales.....	91
2.4.6.	Bonos.....	92
2.5.	<i>Generalidades de la deuda interna</i>	93
2.5.1.	Mecanismos de colocación de la deuda interna en el mercado primario.....	98
2.5.2.	Evolución de la deuda pública interna del GNC.....	101
2.5.3.	Evolución de los instrumentos de financiación de la deuda interna del GNC.....	109
2.5.4.	¿Quiénes son los tenedores de los Tes?.....	111
2.5.5.	Evolución de la composición por tasas de interés y denominación de la deuda interna del GNC.....	113
2.5.6.	Perfiles de vencimiento de la deuda interna del GNC.....	114
2.6.	<i>Conclusiones</i>	116
	CAPITULO III. LA GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN COLOMBIA	118
3.1.	<i>Manejo de la deuda pública</i>	118
3.1.1.	Canjes de Deuda.....	120
3.1.2.	Recompra.....	123
3.1.3.	Prepago de deuda.....	124
3.1.4.	Roll Over.....	125
3.1.5.	Otras operaciones de manejo de la deuda.....	127
3.2.	<i>El desarrollo del mercado de títulos públicos en Colombia</i>	128
3.2.1.	La importancia del mercado de títulos públicos – referencia de autores.....	130
3.2.2.	¿Que trajo consigo el auge del mercado de bonos públicos como fuente de financiación para Colombia?.....	130
3.2.2.1.	Riesgo cambiario.....	132
3.2.2.2.	Canalización del ahorro.....	134
3.2.2.3.	Estabilidad en la financiación.....	136
3.2.2.4.	El desarrollo del sector corporativo.....	142
3.3.	<i>El ajuste fiscal paralelo al auge del financiamiento público doméstico</i>	149
3.4.	<i>Los pilares institucionales del manejo de la deuda</i>	154
3.5.	<i>Conclusiones</i>	158
	CAPÍTULO IV. ANÁLISIS DEL RIESGO FINANCIERO DE LA DEUDA INTERNA	160

4.1. <i>Riesgo de Liquidez</i>	161
4.1.1. Riesgo por concentración de los tenedores de los títulos	163
4.1.2. Vencimientos en el corto Plazo	171
4.2. <i>Riesgo de Mercado</i>	174
4.2.1. Efectos sobre los tenedores de los títulos	176
4.2.1.1. Pérdidas de los inversores ante ejercicio de sensibilidad de la tasa de interés	181
4.2.1.2. Volatilidad de los precios de los Tes	184
4.2.2. Estimaciones que inciden en el riesgo de mercado	188
4.2.3. El choque de políticas.....	195
4.3. <i>Conclusiones</i>	198
CAPITULO V. CONCLUSIONES FINALES Y RECOMENDACIONES	201
BIBLIOGRAFÍA	205
ANEXOS.....	215

LISTA DE TABLAS

Tabla 1. La deuda externa en el momento de la suspensión de pagos. Distribución de frecuencia (1970 – 2008).....	28
Tabla 2. Distribución de la deuda por prestamistas externos	63
Tabla 3. Vida media de la deuda local en América Latina.....	94
Tabla 4. Emisiones anuales de Tes en el mercado primario.....	101
Tabla 5. Canje de deuda interna	122
Tabla 6. Evaluación de los costos de los canjes de deuda interna.....	123
Tabla 7. Prepagos de deuda del GNC.....	125
Tabla 8. Comparativo de los avances en el mercado de títulos públicos	148
Tabla 9. Pérdidas ante un incremento de 200 puntos básicos (pb).....	182
Tabla 10. Proyección curva de rendimientos - Tes tasa fija.....	195

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Deuda bruta del GNC	53
Gráfico 2. Deuda externa bruta del GNC	56
Gráfico 3. Composición cambiaria.....	61
Gráfico 4. Composición por tasas de deuda externa	62
Gráfico 5. Composición por prestamistas.....	63
Gráfico 6. Perfil de vencimiento deuda externa	66
Gráfico 7. Stock de deuda pública en América Latina	94
Gráfico 8. Colocaciones de Tes en el mercado primario.....	100
Gráfico 9. Deuda interna bruta del GNC.....	102
Gráfico 10. Instrumentos de la deuda interna.....	109
Gráfico 11. Tes de Corto Plazo	111
Gráfico 12. Tenedores de Títulos de Tesorería	111
Gráfico 13. Composición por denominación deuda interna.....	113
Gráfico 14. Composición por tasas de deuda interna	113

Gráfico 15. Perfil de vencimiento deuda interna.....	115
Gráfico 16. Indicadores de deuda pública interna GNC.....	115
Gráfico 17. Efecto precio y efecto composición de la variación de la deuda en moneda extranjera	119
Gráfico 18. Roll Over de los títulos de tesorería Tes	127
Gráfico 19. Descalces de Monedas.....	134
Gráfico 20. Participación de los títulos de deuda en los portafolios de los Fondos de pensiones 2006 – 2010	135
Gráfico 21. Curva de rendimiento Tes Jul 20 – Jul 24 (2010)	139
Gráfico 22. Índice de deuda pública Corficolombiana.....	140
Gráfico 23. Evolución Curva de Rendimiento TES TF.....	141
Gráfico 24. Turn over Vs monto total negociado.....	142
Gráfico 25. Emisión de deuda corporativa	144
Gráfico 26. Colocaciones de bonos en el mercado primario	145
Gráfico 27. Déficit sector público	152
Gráfico 28. Balance primario del sector público.....	153
Gráfico 29. Estructura de Gestión de la deuda de la nación.....	157
Gráfico 30. Bid Ask Spread promedio	162
Gráfico 31. Saldo de Tes en pesos y en UVR de los bancos comerciales, las AFP's y las sociedades fiduciarias.....	165
Gráfico 32. Activos administrados por Sociedades Fiduciarias	168
Gráfico 33. Perfil de vencimientos 2012.....	172
Gráfico 34. Fondos extranjeros en deuda pública.....	177
Gráfico 35. Tasa de interés de intervención y evolución del IDP 2006 – 2007	179
Gráfico 36. Pérdidas por valoración ante incremento de 200pb.....	182
Gráfico 37. Duración del portafolio de Tes en entidades financieras	184
Gráfico 38. Tasa de interés de intervención 2008 – 2012	185
Gráfico 39. Volatilidad diaria anualizada de la curva cero cupón de Tes en pesos y evolución retorno IDXTES 2006 - 2007.....	186
Gráfico 40. Términos de intercambio ITI.....	190
Gráfico 41. Inversión extranjera directa.....	190
Gráfico 42. EMBI Colombia	192
Gráfico 43. CDS a 5 años	193

LISTA DE ANEXOS

Anexo 1. Dummy (20%) depreciación de la tasa de cambio real vs Dummy Sudden stop 1992 – 2001 en los mercados emergentes	215
Anexo 2. Destinación de recursos de la Banca Multilateral.....	216
Anexo 3. Crisis política de los noventa -Proceso ocho mil-.....	217
Anexo 4. Cartera Hipotecaria como porcentaje del PIB en Colombia 1976 – 2003.....	218
Anexo 5. Precio de la vivienda nueva en Bogotá.....	218
Anexo 6. Indicadores Macroeconómicos Colombia y países emergentes.....	219
Anexo 7. Índices de medición de los títulos de deuda pública.....	220
Anexo 8. Bonos corporativos en circulación (internos y externos) - 2007	222
Anexo 9. Regla Fiscal – Ley 1473 del 5 de julio de 2011.....	222
Anexo 10. Evolución del PIB real	224

LISTA DE ABREVIATURAS

BANREP	Banco de la Republica de Colombia
BVC	Bolsa de Valores de Colombia
CONPES	Consejo Nacional de Política Económica y Social
CONFIS	Consejo Nacional de Política Fiscal
DANE	Departamento Administrativo Nacional de Estadística
DNP	Departamento Nacional de Planeación
DGCPTN	Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional
JDBR	Junta Directiva del Banco de la República
MHCP	Ministerio de Hacienda y Crédito Público

ADROITPDF TRIAL

RESUMEN

La crisis financiera de los noventa, en la cual los movimientos de tipo de cambio llevaron a que la relación deuda/PIB aumentara rápidamente, los cambios estructurales en la institucionalidad monetaria y en sus políticas, y la inestabilidad de la región latinoamericana, entre otros aspectos, convocó a un consenso casi regional a favor de la recomposición del esquema de financiamiento hacia las fuentes internas, lo que minimizó en términos de PIB la deuda externa en Colombia y amplió ostensiblemente la deuda interna, en una relación actual de 30 – 70% respectivamente.

La necesidad de avanzar en un debate frente a esta condición en las finanzas públicas, no solo orientado bajo la disyuntiva de deuda interna vs deuda externa, fue un punto de partida para esta investigación, cuyo interés fue analizar el endeudamiento público del gobierno nacional central colombiano en la última década y evidenciar los riesgos vinculantes a esta configuración financiera.

La metodología adoptada en este trabajo de investigación de corte descriptivo, no experimental y transversal, está fundamentada en fuentes secundarias que permitieron recapitular la evolución de las principales variables desde los noventa, igualmente hizo parte de este escenario el aporte realizado por los agentes de mayor experticia.

La concepción teórica del endeudamiento público de la nación; la conceptualización más reciente de autores que evalúan la vulnerabilidad financiera y los riesgos de las economías emergentes; y el marco general del riesgo financiero fueron los pilares para la realización de este trabajo.

El estudio constata situaciones de vulnerabilidad en la estrategia de financiamiento actual en Colombia, tales como un represamiento en los tenedores de los bonos públicos, lo que da señales de una base inversora todavía sesgada y un perfil de vencimientos cortoplacista, dos particularidades que desembocan en riesgo de mercado y riesgo de liquidez. También se advierte un profundo avance en el mercado de títulos públicos a lo largo de la década y una importante proyección de lo denominado gestión de deuda.

CAPITULO 1. INTRODUCCIÓN GENERAL Y MARCO TEÓRICO

1.1 Introducción y situación problemática

La deuda pública es una de las herramientas más poderosas de la política económica. Con el buen uso de los recursos adquiridos a través del endeudamiento, los Estados alcanzan ciertos objetivos presentes dentro de la estructura o plan de gobierno que conducen al desarrollo económico de una nación, estos están enfocados a inversiones de capital humano y físico, proyectos de inversión social, impacto sobre la distribución del ingreso, satisfacción de necesidades económicas y búsqueda de estabilidad. También los recursos de deuda son acertados para dar respuesta a fases descendentes del ciclo económico (Borensztein, Levy & Panizza, 2007; Bolívar, 2002).

Sin embargo, la deuda puede ocasionar lesiones graves duraderas, como crear una carga para las generaciones futuras, desplazar del mercado a la inversión privada y aumentar la propensión a crisis financieras o repuntes inflacionarios. Igualmente se ha demostrado que los altos niveles de deuda imponen restricciones sustanciales para la conducción de una política monetaria independiente (Borensztein *et al.*, 2007; BID, 2006).

Desde mediados de la década del 90, la persistencia de un balance fiscal deficitario en Colombia, condujo a que la deuda interna y externa entrara en una dinámica creciente difícilmente sostenible (Rincón, Ramos & Lozano, 2004; Caballero, 2002). La tasa de deuda del gobierno nacional central (GNC) como porcentaje del PIB para el año 1995, era de 12%, tres años después en 1998, ascendió a 19,50% y alcanzó en el 2002 el punto máximo de 47,50%. Podemos observar que en cuestión de siete años, este indicador se multiplicó casi por cuatro (Banco de la República – BANREP, 2011).

Las principales razones de este incremento, tuvieron su origen en un nivel de ingresos estatales no acordes con el de los gastos – incumplimiento de la restricción presupuestaria intertemporal–, el comportamiento del servicio de la deuda, el pago de pensiones y las erogaciones por concepto de otras transferencias¹ y transferencias territoriales (Rincón *et al.*, 2004).

¹Otras transferencias: transferencias a universidades públicas, servicios personales, Fondo del Magisterio, Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales (FONPET), Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (FOGAFÍN).

El último rubro mencionado tuvo el mayor impacto sobre el desempeño fiscal, su valor escaló de \$2,9 miles de millones COP en 1995 a \$11,2 en el 2002, aumentó aproximadamente un 350% (*Ibíd.*).

Al fenómeno expuesto, también se suma otro *shock* propio del periodo, como fue el impacto de la crisis financiera internacional sobre el mercado de crédito, que propició desbalances en la región, desconfianza en el mercado y la promulgación de una serie de directrices restrictivas presupuestarias para sanear el fisco, por parte de los organismos multilaterales a los países emergentes.

Ante los limitantes en las fuentes de crédito tradicionales, el incremento sustancial en los gastos y la necesidad de reactivar la economía hacia finales de la década, después de tener un desempeño decreciente, el gobierno nacional recurre a un cambio en la política de financiación, enfocada a suavizar el riesgo cambiario y disminuir su exposición a los factores críticos externos (Caballero, 2002; Vargas, 2005; Bancolombia, 2009). La primera muestra de ello, consistió en dar un mayor peso a la financiación nacional con mecanismos internos, lo que podría denominarse un cierto *swap* de deuda externa por deuda interna.

Las estrategias y políticas de endeudamiento tomaron mayor fuerza a partir del año 2002 y se sintetizan en los siguientes aspectos: la sustitución de fuentes de financiamiento externa por interna, o retomando el término de Borensztein *et al.* (2007) *onshorization*; la sustitución de deuda denominada en moneda extranjera por deuda en moneda nacional (desdolarización); prepagos de deuda externa utilizando reservas internacionales; fondeo con recursos de corto plazo de la tesorería; colocación de bonos externos denominados en pesos y pagaderos en dólares (Tes globales) y la incorporación de mecanismos de cobertura (Contraloría, 2008; Borensztein *et al.*, 2007).

El gobierno mantuvo y mantiene una mayor receptividad hacia instrumentos financieros nuevos, que buscaron mas allá de apalancar el déficit nacional entrar en una verdadera política de gestión de la deuda pública. Fueron relevantes posturas como, la administración del perfil de vencimientos, la composición de las monedas de la deuda, la calidad intrínseca entre pasivos y activos.

Los direccionamientos del período, junto con reformas de ley de tipo restrictivo y de saneamiento de las finanzas públicas², mejoraron el panorama fiscal, que tuvo un importante avance hasta el año 2008. Estas políticas dieron muestra de holgura frente a años anteriores (Bancolombia, 2009).

La concentración y el esfuerzo para lograr financiación basada en fuentes internas, produjeron un mayor dinamismo del mercado de bonos públicos e impactó favorablemente en el mercado de capitales. Tal como lo expone Serge & Tovar (2008), uno de los principales beneficios de la presencia de un mercado soberano fuerte y protagónico, es que permite que el mercado financiero sea más completo y eficiente.

En Colombia los papeles de deuda pública, tomaron un rol preponderante en el día a día de las transacciones del mercado. De acuerdo al informe de la Superintendencia Financiera de Colombia (Superfinanciera) para el año 2010, los títulos mas negociados en la Bolsa de Valores (BVC), fueron los títulos de deuda pública emitidos por el gobierno nacional por un monto de \$722,65 miles de millones de pesos COP.

Pese a los logros obtenidos y a una mejor disposición de la deuda, las medidas no fueron lo suficientemente enfáticas para impactar en el valor de esta, que en términos nominales ha sido permanentemente creciente y en consonancia con el PIB a 2010 todavía rondaba el 38%.

Asimismo esta nueva arquitectura financiera tiene relacionada una serie de costos y unos riesgos financieros implícitos, que se combinan con una economía en condiciones de vulnerabilidad y volatilidad mayores, y por tanto, con un flujo de financiación menor, que en un momento pueden convertirse en un detonante.

Algunas de las situaciones que advierten esta condición de riesgo apuntan a: una constante refinanciación de la deuda que insinúa una disipación de los pagos y unos vencimientos de muy corto plazo; concentración en los tenedores de títulos públicos, encasillados cada vez mas en el sistema financiero, parte de la explicación se asocia con la ausencia de otros activos domésticos

² Entre 1999 y 2002 se llevaron a cabo unos programas de ajuste fiscal y macroeconómico y una redefinición de la agenda de inversión en el plan de desarrollo, con prioridades de acción y restricciones cuantitativas al endeudamiento territorial.

dinámicos, ello puede promover a que la relación simbiótica entre estabilidad financiera y monetaria no sea tan acuciosa; y finalmente algunas de las políticas adoptadas son posiciones de corto plazo, que refleja un panorama débil de reajustes, desde un punto de vista fiscal.

Autores como Reinhart *et al.* (2009), el Fondo Monetario Internacional (2002,2004), el Banco Interamericano de Desarrollo, entre otros, han abordado el tema de riesgo en los países emergentes, siendo optimistas en el avance en los mercados, pero hacen un llamado de advertencia para controlar el exceso en la financiación interna, para evitar se tienda una nueva nube sobre las finanzas de los países latinoamericanos.

Conocer el riesgo de la deuda soberana es imprescindible, ya que su estado es un referente para el sistema financiero, en los países emergentes es un indicador importante –no el único– para medir el momento por el que atraviesa la economía y es un parámetro de evaluación del riesgo país.

Por lo tanto, el propósito de este trabajo es analizar el esquema de la deuda colombiana en la última década y por supuesto un periodo previo de referencia que permite identificar el porqué de la condición actual y así evaluar cuales son los riesgos financieros adheridos al endeudamiento.

Para darle respuesta a este planteamiento, el presente trabajo de maestría se divide en 5 capítulos, organizados de acuerdo a la conceptualización y la interpretación de la situación problemática expuesta. El primer capítulo del cual forma parte integral la presente introducción, aborda el marco teórico, siendo la base fundamental para la argumentación y entablar los juicios de valor al respecto. El segundo capítulo caracteriza el endeudamiento interno y externo de la nación y confronta el punto neurálgico que le dio cabida a un esquema alterno en la financiación. El tercer capítulo se adentra en la gestión de la deuda pública nacional y refiere las condiciones del desarrollo del mercado de deuda. El cuarto capítulo discierne sobre el riesgo de mercado y de liquidez, de acuerdo a los factores de vulnerabilidad señalados a lo largo del documento. Finalmente el quinto capítulo emite las conclusiones y las posibles líneas de trabajo futuras.

1.2 Justificación

Los países emergentes han venido teniendo una transformación en sus ejes de financiación pública. Colombia redireccionó sus políticas, estrategias e infraestructura a fortalecer los mecanismos internos, en aras de contar con un apalancamiento propio que amortiguara los riesgos cambiarios y los efectos de la inestabilidad internacional, que durante tanto tiempo fueron un escollo para el desarrollo del país.

Efectivamente ello, junto con políticas fiscales y monetarias conservadoras, han logrado darle mayor estabilidad al ciclo de financiación, igualmente los gestores de deuda han sido receptivos en el momento de asumir nuevas posiciones para sostener ese equilibrio.

Al endeudamiento interno pasar a ocupar el epicentro de la fuente financiera, nos volcamos al otro extremo de la balanza. Ello implica, como en cualquier situación en donde existe una menor diversificación, un riesgo.

Esta concentración podría ser funesta en el caso de un *shock*, ya que estamos comprometiendo el patrimonio interno y los mayores participantes en esta rueda de mercado son inversionistas domésticos. La alternativa como medida de choque es el mercado externo, el cual no es de acceso inmediato y fue considerado uno de los puntos de quiebre años atrás, por lo tanto estaríamos en una rueda sin fin.

Evaluar el nivel de la deuda es fundamental, lo que implica intinar la calidad económica, institucional y las características de los instrumentos (tasas, monedas, madurez, agentes demandantes, entre otros factores), pero es necesario en el contexto descrito, contar con un análisis más profundo que nos permita inferir los riesgos financieros conexos al endeudamiento utilizado en la última década.

El fin último de la investigación es proporcionar un material de referencia que exponga la condición de Colombia en el marco de la deuda y la administración del riesgo.

Finalmente el presente trabajo se desarrolló para optar al título de Magister en gestión económica y financiera de riesgos en cumplimiento del plan académico.

1.3 Objetivos

El objetivo general de este trabajo consiste en analizar el endeudamiento bruto del gobierno nacional central de la República de Colombia, en el período comprendido entre 2000 y 2010, enfocado específicamente a las fuentes internas, su composición, desempeño y los riesgos vinculantes.

Para llevar a cabo esta investigación, es necesario examinar y evaluar secuencialmente unos aspectos, por lo cual desagregaremos el objeto general, en los siguientes objetivos específicos:

Esquematar la evolución de la deuda interna y externa del gobierno nacional central entre 2000 y 2010.

Recapitular las directrices normativas del Estado colombiano respecto al endeudamiento de la nación que incidan en el objeto de estudio.

Describir y analizar los hechos que propiciaron el viraje hacia un apalancamiento de la nación con un armazón de instrumentos internos.

Exponer las fuentes de financiación interna y su evolución, y las estrategias de administración de la deuda implementadas por el gobierno nacional en la última década.

Plasmar la importancia del desarrollo del mercado de bonos domésticos en una economía emergente como Colombia, los avances logrados en este ámbito y su contribución a la estabilidad en la financiación y al impulso del mercado de capitales.

Analizar el esquema creciente del financiamiento interno en Colombia, en la perspectiva de la teoría del riesgo.

1.4 Diseño metodológico

Diseñar una investigación implica establecer el plan de trabajo para llevar a cabo un adecuado levantamiento de los datos que dan origen a la obtención de los objetivos trazados para un determinado proyecto.

La presente investigación está inscrita dentro del marco de la disciplina de las ciencias económicas y la administración financiera, se desarrolla a partir de un trabajo en profundidad de

corte descriptivo, no experimental y transversal, cuyo objetivo es exponer el cómo se manifiestan los hechos, cuáles son las propiedades importantes del fenómeno sometido a análisis y medir sus dimensiones, porque tal como lo expone Sampieri, Fernández & Baptista (1997), desde el punto de vista científico, describir es medir.

Está basado en el análisis del endeudamiento público interno en Colombia en la última década, identificando los principales componentes, las manifestaciones más relevantes y una serie de variables y hechos, con los cuales se emitirá un concepto enmarcado en los postulados del riesgo.

La investigación partirá de un sólido soporte teórico y conceptual y de retomar toda la evolución de las principales variables sobre las cuales se sustentará el posterior análisis.

La planificación de las actividades a efectuarse con base en los objetivos propuestos son:

Para el compendio de la base normativa, acudo a la búsqueda en internet, principalmente las páginas del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Presidencia de la República, Superintendencia Financiera de Colombia, Banco de la República; así mismo, las bibliotecas públicas de estos entes nacionales, ya que la información es muy específica y son ellos los denominadores de circulares, reglamentos, etc. La búsqueda de la información deberá cubrir un tramo de los últimos 20 años aproximadamente, con el fin de comprender y dar claridad a la modificación en la norma.

Para esquematizar la evolución de la deuda del GNC, estrategias, instrumentos y estadística, las fuentes secundarias serán la columna vertebral de la investigación, básicamente la recolección estará centrada en los informes anuales del ente de control fiscal, en los reportes de la autoridad monetaria, el Ministerio de Hacienda y el sector financiero público y privado. Un material muy importante es el plan financiero, el marco fiscal de mediano plazo y las políticas de endeudamiento del periodo 2000 - 2010.

Como centros de información estadística fidedigna se acudirá a: El Banco de la República, Ministerio de Hacienda y La Contraloría General de la República.

Cuando entramos a un tramo más analítico, como aquellos factores que volcaron los esfuerzos de la nación hacia una estructura interna y evaluar su impacto en el mercado, los trabajos de investigación realizados por el Banco de la República, el Banco Interamericano de Desarrollo, el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional y otros autores que se han concentrado en el fenómeno de América Latina, son una herramienta fundamental. El aporte de los informes de las mesas de dinero y de las direcciones de investigación de las entidades financieras y de la Bolsa de Valores de Colombia también constituye un aporte valioso. Todo ello adquirido a través de medios electrónicos.

Igualmente hará parte de este escenario y en general se constituye en una contribución invaluable a la investigación en el marco de un análisis integral de las finanzas de una nación, el concepto de los expertos, quienes expresan su conocimiento concerniente al tema a través de entrevistas focalizadas.

Para ello se opta por la utilización de entrevistas semiestructuradas, considerando que es un mecanismo adecuado en el sentido que permite hacer ajustes al momento de la ejecución o aplicación.

La entrevista es preparada con un cuestionario de preguntas abiertas con un orden lógico y será directamente aplicada a:

Actual subdirector de Financiamiento Interno de la Nación del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el doctor Juan Manuel Quintero, directo encargado de estructurar y dirigir la estrategia de financiamiento interno de la Nación con recursos provenientes del mercado de capitales interno. Del mismo modo, asesora la estrategia de financiamiento de otras entidades estatales que buscan financiación en el mercado de capitales local.

El director del departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República, dependiente de la Subgerencia Monetaria y de Reservas, el Doctor Darío Estrada, entre otras tiene como función el análisis del sistema financiero del país.

Y en el ámbito privado y financiero, la Doctora Carmen Elena Salcedo Saldaña analista de investigación en renta fija de Corficolombiana - Banca de inversión.

En el contexto de riesgo financiero todas las fuentes secundarias y primarias nombradas anteriormente, la transmisión del conocimiento por parte de los entrevistados y las proyecciones económicas y financieras, serán útiles y valideras para poder establecer si el planteamiento del riesgo de liquidez y de mercado están inmersos en el esquema actual de financiación pública focalizado en las fuentes internas, o si surgen otras variables adversas.

1.5. Marco teórico

Los argumentos teóricos y referenciales, los enfoques, las investigaciones en diversas áreas del conocimiento, que contribuyen al análisis de la deuda pública de Colombia desde la perspectiva de financiamiento interno y la caracterización asociada a los riesgos financieros, son los siguiente:

1.5.1. El endeudamiento del sector público

Primero empezamos con el pilar básico de la investigación, como es el endeudamiento, para ello distinguimos tres nociones cardinales: deuda pública, déficit público y restricción presupuestaria.

La deuda pública típica es originada en forma de empréstitos públicos “se compone de todos los pasivos que exigen el pago de intereses y/o del principal por parte de un deudor a un acreedor en una fecha o fechas futuras. Por consiguiente, todos los pasivos del sistema de estadísticas de finanzas públicas son deuda, excepto las acciones y otras participaciones de capital y los derivados financieros” (FMI, 2001: 143). En ella se incluyen los préstamos tomados por el gobierno nacional central, los organismos regionales o municipales, institutos autónomos y empresas del Estado³.

³ En el sentido macroeconómico el término “sector gobierno” o “sector público”, puede significar cosas muy diferentes en diferentes contextos. Para la mayoría de los países es fundamental distinguir entre el gobierno central, el gobierno general, el sector de empresas públicas no financieras y el sector público financiero. Gobierno central se refiere a las autoridades públicas y agencias administrativas a nivel nacional, el gobierno general abarca el gobierno central y los diversos gobiernos regionales e instituciones descentralizadas, como el Fondo Nacional de Pensiones o las universidades públicas. La consolidación del gobierno general y el sector de empresas públicas no financieras se

Existe una vasta clasificación de la deuda pública, pero para efectos generales de comprensión, ésta se puede simplificar de acuerdo al tiempo; corto, mediano y largo plazo; según la moneda y el mercado: interna y externa; a su saldo, deuda bruta o neta; según este instrumentada, es decir, aquella que se basa en títulos públicos formalmente emitidos, o no instrumentada, la que esta soportada en operaciones de préstamo, por ejemplo créditos de bancos multilaterales; también se clasifica según su naturaleza: perpetua, consolidada y flotante, y a su vez, puede pertenecer al sector público no financiero (SPNF), al gobierno nacional central (GNC), al sector descentralizado, o al consolidado (Bolívar, 2003).

La deuda pública tiene un indicador clave para poder comprender su dimensión y el impacto económico que ésta genera, es el PIB.

En una economía en la que la producción crece con el paso del tiempo, tiene más sentido centrar la atención en el cociente entre la deuda y el PIB. La deuda por sí sola no dice nada sobre las finanzas del Estado, pero al colocarla como proporción del PIB, se puede establecer el grado de apalancamiento del país con relación a su ingreso total, del cual sólo una proporción corresponde a los ingresos del sector público (Blanchard & Pérez, 2000).

Este análisis, es ampliamente usado para estudiar la sostenibilidad y la dinámica de la posición fiscal de los países.

Tomando como punto de partida $\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = r - g * \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{Gt - Tt}{Y_t}$, donde B_t son los bonos o *stock* de deuda en el momento t , Y_t el ingreso, Gt el gasto público y Tt los impuestos. La variación de la tasa de endeudamiento (posición izquierda), es igual a la suma de dos términos, el primero es la diferencia entre el tipo de interés real (r) y la tasa de crecimiento (g), multiplicada por la tasa inicial de endeudamiento y el segundo es el coeficiente entre el déficit primario $Gt - Tt$, el cual excluye el pago de intereses, y el PIB (*Ibíd.*).

Cuando no hay relación frente al PIB, “la deuda crece en función de la tasa de interés si suponemos que el déficit es cero (0), en cambio incorporando la relación con el PIB, el cociente

llama el sector público no financiero. Por último, cuando agregamos las cuentas del Banco Central y de las instituciones financieras de propiedad pública, llegamos al sector público consolidado (Sachs & Larrain, 1993).

en la deuda y el PIB crecerá más despacio, crece al tipo de interés menos la tasa de crecimiento de la producción” (*Ibíd.*: 637).

Esta relación muestra que, el aumento en la tasa de endeudamiento será mayor cuanto más alto sea el tipo de interés real, cuanto más baja sea la tasa de crecimiento, cuanto más alta sea la tasa inicial de endeudamiento y cuanto mayor sea el cociente entre el déficit primario y el PIB.

Si la deuda está emitida en moneda extranjera, la medición relevante pasa a ser el saldo de la balanza de pagos (BP), que representa el ingreso de divisas en la economía.

El significado de déficit público, aunque contextualizado en los párrafos anteriores, quiero propiciar un aserto más preciso, que suele utilizarse en las discusiones políticas y es la definición señalada por la contabilidad nacional, se estructura de la siguiente manera: el ahorro nominal del gobierno, como la variación del valor monetario de la cantidad de dinero y bonos que posee (dado que se supone que el gobierno emite bonos y dinero, en lugar de poseerlos). El aumento del dinero y de los bonos significa que el gobierno está desahorrando, los gobiernos utilizan el término superávit para referirse al ahorro positivo del gobierno y déficit para referirse al desahorro (Barro & Vittorio, 1997).

Finalmente la restricción presupuestaria. Ésta es la pieza fundamental de cualquier teoría de consumo. Habrá una restricción presupuestaria en cada periodo de tiempo, en el cual se dispondrán de unos ingresos después de pagar impuestos, los cuales serán asignados al consumo y al ahorro. Sin embargo, las restricciones de cada periodo se relacionan entre sí, cuando el individuo ahorra mucho en el presente, en el futuro tendrá mayores ingresos puesto que los ahorros pagan intereses, se dice en este caso que el individuo tiene más ingresos financieros (De Gregorio, 2007).

Una vez conocida la restricción presupuestaria de los individuos, es fácil proseguir suponiendo que una persona determina su consumo, con base en los recursos que posee y buscando obtener la mayor utilidad posible.

Entendiendo un contexto común en el que se enmarca un individuo, de manera análoga podría considerarse la situación del país.

En una economía existe una administración pública que requiere financiar un flujo dado de gasto público (G_t), para ello cuenta con un flujo de ingresos derivado de la recaudación de impuestos (T_t).

Los gastos totales del gobierno tienen tres componentes principales: gasto final en consumo de bienes y servicios, las transferencias y la inversión pública. Los tres son relevantes desde el punto de vista presupuestario, pero sólo el primero y el último lo son desde el punto de vista de la demanda agregada por bienes y servicios finales. Ese es el consumo de gobierno y parte de la inversión (*Ibíd.*)

Claramente el presupuesto está equilibrado cuando $G_t = T_t$, si esta relación del flujo no coincide, por exceso o por defecto, se genera un desbalance positivo o negativo respectivamente.

Si el ingreso de un país declina, por cualquier impacto, este se ve obligado a endeudarse (B_t), o al menos en reducir su *stock* existente de activos externos. De esta manera, tendrá que consumir en el futuro, menos que el ingreso, para poder pagar las deudas en las que ha incurrido hoy (Sachs & Larrain, 1993)

En conclusión la restricción presupuestaria de un gobierno puede expresarse como:

$$G_t + (1 + r_t^b)B_t \leq T_t + B_{t+1}$$

Donde G_t representa el gasto público, B_t el *stock* de deuda pública en el momento t , r_t^b son los intereses de la deuda pública y T_t los impuestos. Aquí se incluye el pago del principal e intereses de la deuda como un gasto y en la categoría de ingresos las nuevas emisiones de deuda pública (B_{t+1}).

Este análisis está basado en variables reales, porque en términos nominales, existe una fuente adicional de obtención de ingresos, que es la emisión de moneda, lo que es denominado señoreaje o impuesto inflacionario.

Cuando se consolidan las restricciones año a año del sector público, surge lo que es denominado la restricción presupuestaria intertemporal que se expresa en los siguientes términos (de acuerdo a Arrow-Debreu⁴):

$$\sum_{t=0}^{\infty} p_t G_t + (1 + r_t^b) B_0 \leq \sum_{t=0}^{\infty} p_t T_t$$

Esta expresión implica que el valor actual neto de todo el flujo de gasto público en t y en $t + 1$ (expresado en precios del periodo 0 (p_t)), más el valor inicial del principal e intereses de la deuda, no puede superar el valor actual neto de todo el flujo futuro de ingresos impositivos.

El análisis importante de la restricción presupuestaria por parte de los gobiernos es, primero que desde el punto de vista de la solvencia, en el largo plazo la deuda pública debe crecer más lento que la tasa de interés, eliminando la posibilidad de entrar en un esquema *Ponzi*, es decir, que por ejemplo tenga un déficit primario permanente y para cubrirlo en conjunto con los intereses, se endeude indefinidamente.

Y segundo de acuerdo a De Gregorio (2007) entender la restricción intertemporal tiene la ventaja que muestra que no existe una política fiscal gratis: es decir, subir gastos o bajar impuestos, sin que esto signifique hacer un movimiento compensatorio en el futuro. Si un gobierno decide bajar impuestos hoy, sin tocar el gasto fiscal, la única forma de hacer esto es con alguna compensación futura, ya sea subiendo más los impuestos en el futuro, o bajando el gasto futuro. Lo mismo ocurre por el lado del gasto. Si un gobierno decide subir el gasto sin subir los impuestos, lo único que está haciendo es o bajar el gasto en el futuro para compensar, o postergar el alza de impuestos.

1.5.1.1. Importancia de la deuda

Con este primer acercamiento conceptual, que contextualiza el entorno de la deuda nación, se pasa entonces a encarar la incógnita de por qué es tan importante la deuda pública.

⁴ Definimos p_t en la formulación Arrow Debreu, como el precio de una unidad de consumo en términos del periodo base, que suele ser el periodo inicial $t=0$. $p_t = \frac{1}{(1+r_1^b)(1+r_2^b)\dots(1+r_t^b)}$

El comportamiento de la deuda es un fiel reflejo de la realidad económica del país, la evolución, la estructura sobre la cual está soportada, la capacidad o no de un país de obtener fuentes de financiación, manifiesta la confianza de propios y extranjeros acerca de las características de las finanzas públicas actuales y las perspectivas en el corto y mediano plazo.

Ese crédito que asume una Nación, deberá garantizar que atenderá adecuadamente el servicio de la deuda y responde más a cuestiones de las finanzas que a aspectos patrimoniales, ya que se soporta en la capacidad de tomar recursos de la comunidad a través de impuestos, con los que realizará los pagos del servicio de la deuda (Bolívar, 2003)

El empréstito, está influenciado también por tres componentes principales, el primero es la capacidad de atender los vencimientos, es decir, la facultad de generar la liquidez necesaria; segundo por la solvencia, que es la condición según la cual el valor presente de los gastos e ingresos permite mantener la deuda estable y no incurrir en *default*; y por último la seriedad institucional del gobierno que se endeuda (credibilidad). Estos tres aspectos en términos de las relaciones financieras con el resto del mundo, es definido como riesgo país, el cual es cuantificado a través del *spread*.

Las posibilidades de préstamos y endeudamiento a las que accede un país son fundamentales, puesto que eliminan la necesidad de los individuos de sincronizar sus rentas y gastos. Dado que existe un mercado de créditos, el gobierno no tiene por qué equiparar los ingresos procedentes de los impuestos y de la creación de dinero con sus gastos en cada periodo (Barro & Vittorio, 1997).

Con base en lo anterior, el déficit fiscal es adecuado porque suaviza las cargas fiscales intertemporalmente, pero también puede convertirse en un mecanismo perverso, esto sucede cuando los gobiernos se endeudan sistemáticamente sin preocuparse por el pago futuro y aumentan sus obligaciones contratando nuevos préstamos para cancelar el servicio de los existentes. Por ello, el déficit debe ser utilizado por el gobierno para absorber los *shocks* de carácter transitorio, como las guerras y las recesiones, pero no para financiar las variaciones permanentes en el gasto público (*Ibíd.*).

La gestión de la deuda tiene efectos importantes en el corto y en el largo plazo (Blanchard & Pérez, 2000).

Un recorte de impuestos financiado mediante la emisión de deuda tiene un efecto positivo en el producto en el corto plazo, ya que es probable que aumente la demanda y la producción, y, por lo tanto, la medida puede utilizarse para acelerar la recuperación después de una recesión.

Para ello, se requiere que la reducción de impuestos aumente el consumo en los hogares y que haya un movimiento lento de precios y salarios de manera que genere un mayor producto en el corto plazo.

A largo plazo un aumento de la deuda pública, reduce la acumulación de capital y por ende la producción. Pero no implica que no deban utilizarse para estabilizar la producción, sino que lo que se registra durante la recesión debe ser contrarrestado por los superávits durante la expansión, con el fin de no provocar un aumento continuo de la deuda.

En el análisis hecho por Blanchard & Pérez (2000) para América Latina, concluye que, en aquellas economías de países latinoamericanos con endeudamiento superior al 50% con relación al PIB, tienen otro coste, además de la desacumulación de capital, traducido en un círculo vicioso que dificulta extraordinariamente la política fiscal.

Cuando el tipo de interés real supera los niveles de crecimiento de la economía (puede ser porque las presiones de ciertos sectores tenedores de bonos así lo exigen en demanda de una prima de riesgo mayor), suponiendo que esas altas tasas de interés provoquen una recesión, la tasa de crecimiento cae aun mas. Por tanto, el gobierno debe de aumentar los superávits, con el fin de mantener constante el cociente entre la deuda y el PIB, acá viene el posible círculo vicioso:

Si el gobierno toma medidas para evitar un aumento de las tasas de endeudamiento, ya sea con la reducción del gasto o con la subida de los impuestos – alternativas altamente costosas desde el punto de vista político –, genera incertidumbre y obliga a subir más el tipo de interés para mantener fijo el tipo de cambio (política del agente monetario de mantener el tipo de cambio

estable), la contracción fiscal provoca una recesión incluso peor, reduciendo aún más la tasa de crecimiento.

Tanto la subida de interés como la caída del crecimiento aumentan más la brecha lo que hace que resulte más difícil estabilizar la tasa de endeudamiento.

Para finalizar este concepto, cito el informe del BID del año 2007 (Borensztein *et al.*) titulado: Vivir con deuda: Como contener los riesgos del endeudamiento público, allí analizan la importancia de la deuda y se remontan a un concepto que data 200 años atrás, conocido como la teoría de la equivalencia Ricardiana, según la cual en ciertas condiciones la deuda pública no importa.

Más precisamente, para cualquier nivel dado de gasto, la decisión respecto de financiar el gasto mediante deuda o mediante impuestos no tiene consecuencias económicas. Si bien la equivalencia ricardiana se cumple únicamente bajo un conjunto de supuestos relativamente restrictivos, es un concepto importante por lo menos por dos razones. En primer lugar, cuenta con el apoyo de un grupo pequeño pero prominente de economistas. En segundo lugar, y probablemente de mayor importancia, resulta útil entender claramente las condiciones en las cuales puede cumplirse la equivalencia ricardiana para comprender por qué falla en la mayoría de los casos, o en otras palabras, por qué la deuda sí importa (2007:6)

Con base en esta apreciación, ampliaré a grandes rasgos, la teoría Ricardiana y otras de tipo intergeneracional para comprender la importancia de la deuda de la nación.

1.5.1.2. Efectos económicos de la deuda interna: Equidad Intergeneracional

Las connotaciones de la deuda son tan importantes que redistribuyen recursos entre las generaciones o no de acuerdo a la posición teórica.

Desde el racionamiento clásico, el uso de la deuda es una irresponsabilidad fiscal, en el sentido de que la generación presente toma decisiones comparando beneficios de gastos actuales con la

carga de los impuestos que pagará la generación futura, es decir, la generación actual transferirá a la generación futura la carga de financiar el gasto presente (Bolívar, 2003).

Bajo el enfoque tradicional, la única excepción posible de considerar, se refiere a gastos de capital que presten servicio en un periodo comparable al de la duración de la deuda.

Por otro lado, tenemos el modelo de la equivalencia Ricardiana, desarrollado por Robert Barro en 1974 uno de sus mayores defensores. Esta sostiene que, el nivel de endeudamiento del Estado no afecta ni el consumo ni el bienestar de futuras generaciones. Las familias de hoy son altruistas y les puede preocupar los impuestos que tendrán que pagar sus hijos, o en un futuro lejano, los hijos de sus hijos, por lo tanto, ante un estado con déficit crónico buscarán compensar el creciente endeudamiento aumentando el nivel de ahorro; para ayudarles a pagar la deuda fiscal en el futuro la generación actual querrá dejar herencia (Sachs & Larrain, 1993).

Como las personas aumentan el nivel de ahorro particular de manera simétrica al aumento de la deuda pública, el ahorro nacional no se modifica, en consecuencia financiar el déficit con deuda o con impuestos sería *equivalente*.

Suponiendo que el estado aumenta el gasto con financiación a través de impuestos, la consecuencia sería una reducción del gasto durante toda su vida, ya que tendrá menores ingresos. Si por el contrario lo realiza con deuda, la familia tendrá menos recursos hoy porque se los prestará al estado. La situación financiera es la misma (Blanchard & Pérez, 2000)

El economista Barro, entiende que endeudarse hoy significa pagar impuestos más altos en el futuro para pagar el servicio de la deuda y que no hay diferencia entre financiarse con impuestos actuales o impuestos futuros, volviendo a una *equivalencia*.

Otro enfoque que cuestionó el racionamiento clásico, es el Enfoque Ricardo – Pigou, sistematizado por Pigou, y con antecedentes en David Ricardo y Voltaire.

Para realizar el análisis de este enfoque hay que entender la diferencia entre la carga real y la carga financiera, donde lo que importa es la carga real.

La generación futura soporta una carga en el sentido financiero, pero no es una carga en el sentido real, en cuanto no disminuye los recursos reales disponibles por la comunidad en su conjunto (Bolívar, 2003).

Si bien es cierto, que el ingreso disponible de los contribuyentes de las generaciones futuras se verá afectado negativamente por el pago de impuestos, al pagarse los intereses a los tenedores de títulos, este efecto se compensa. Si se concibe el pago como una transferencia y ésta es de la misma magnitud que los impuestos adicionales necesarios para cumplir con la obligación de la deuda, vemos que el ingreso disponible no varía, y de este modo la generación futura no sufre ningún perjuicio, puesto que si bien recibe la obligación de la deuda, también recibe los derechos en forma de títulos, ambas herencias dejadas por la generación actual.

En realidad es la generación presente la que sufre la carga real. En ocupación plena, el aumento del gasto público tiene como contrapartida la disminución del gasto privado (consumo e inversión privada) y la generación actual es la que tiene que reducir su nivel de gasto privado para liberar los recursos reales necesarios para la realización del gasto público (*Ibíd.*).

En definitiva la expansión del gasto público, ya sea financiado por un impuesto o por deuda, provocará una carga real en la generación presente.

1.5.1.3. Otros análisis de equidad Intergeneracional alternativos son:

Richard Musgrave (análisis de generaciones): es posible afirmar que el financiamiento con deuda, en lugar de impuestos, puede transferir la carga de la generación presente a la futura.

La generación presente podrá a lo largo de su vida mantener el consumo (compensando la reducción inicial en el consumo por un aumento final del mismo), en tanto la generación que deba de cancelar la deuda tendrá que reducir su consumo total (de toda su vida) en igual medida a la cantidad financiada con la deuda (Bolívar, 2003).

El supuesto de este enfoque es que la generación I (actual) no transfiere por herencia los bonos a la generación II (los bonos adquiridos en su momento cuando el estado decidió financiar con

deuda), sino que se los vende. Por ello en el momento de la compra del bono por parte de la generación II disminuye el consumo en ese momento.

Como el aumento del gasto redujo el consumo, el *stock* de capital heredado por la generación II no ha sido afectado. Sin embargo, si se afecta el valor patrimonial heredado por la generación II, para entrar en posesión del patrimonio que hubiera heredado tiene que efectuar un ahorro que le permitiera comprar los bonos a la generación I.

Buchanan por su parte define la carga real como el sacrificio en el que incurre cada generación, por decisiones colectivas que violentan las preferencias individuales. La generación I no sufre sacrificio si el gasto se financia por deuda, ya que es voluntaria y su bienestar es mayor. La generación II, financia la deuda, para lo cual paga coactivamente impuestos, en contra de su preferencia y por lo tanto incurre en un sacrificio.

1.5.2. Vulnerabilidad del mercado emergente

Dentro del marco de la investigación, es importante abordar algunos de los conceptos del por qué la deuda de los países emergentes es más riesgosa, llevando a situaciones como el que, ante una relación de deuda/PIB relativamente baja, conduzca a una alta probabilidad de *default* o a tener una menor calificación crediticia, muy por debajo del *investment grade* (con posibilidades de inversión) respecto a otros países.

Son varios los factores de fragilidad que aquejan a las economías emergentes y que serán señalados a lo largo de la investigación, pero me centro en esta oportunidad en dos posiciones de reconocidos autores, quienes a pesar de tomar vertientes diversas, conducen a un esquema de vulnerabilidad permanente. Han sido enfoques teóricos consistentes, bajo los cuales evalúan las características de la composición de la deuda tanto interna como externa.

Eichengreen y Hausmann (1999), ponen de relieve el papel del pecado original internacional y nacional en las economías emergentes, y sugieren que la deuda en moneda extranjera hace que el costo del servicio de la deuda dependa del tipo de cambio real, que es incierto y pro-cíclico.

Por otro lado, Reinhart, Rogoff, & Savastano (2003,2009), introducen el concepto de intolerancia de la deuda, la cual se manifiesta en la extrema presión que experimentan muchos mercados emergentes por las deudas que parecían manejables según los estándares de países desarrollados.

A pesar de la mejoras sustanciales que han tenido varios países latinoamericanos frente a su posición de deuda externa y el avance en el mercado de títulos de deuda pública, reconocido por, Martínez y Werner (2002); Eichengreen y Hausmann (2002); Borensztein *et al.* (2007), BIS (2007), entre otros, la fragilidad de los mercados es constante y prevalecen estos dos conceptos de riesgos que se expondrán.

Dentro del planteamiento de Reinhart *et al.*, en el 2003, en donde la variable fundamental evaluada fue la deuda externa, por su peso dentro de la financiación en el periodo de análisis, plantea que muy probablemente la intolerancia a la deuda vivida en el sector externo, será una predicción para el futuro de la intolerancia a la deuda interna, dado el incremento sustancial en esta fuente de crédito iniciada en el nuevo siglo. Seis años después (Reinhart *et al.*, 2009), bajo el entorno de la crisis *subprime* que golpeó a las economías del Norte, hace una alerta a los encargados de formular las políticas en los países emergentes, para que incluyan dentro de los frentes de análisis de riesgo al peso preponderante de la deuda interna.

Por su parte, el fenómeno del pecado original yace en las economías emergentes, porque si bien, la tendencia hacia una mayor deuda denominada en moneda nacional es positiva, el problema reside, en que una gran fracción de la deuda interna emitida en moneda local, tiende a ser de corto plazo, o está indexada a las tasas de interés a corto plazo o variables, lo que es denominado el pecado original doméstico.

1.5.2.1. El concepto de pecado original

La hipótesis del pecado original, de Eichengreen y Hausmann en 1999, se centra en la situación en la cual la moneda doméstica no puede ser usada para obtener prestamos en el extranjero, ni para endeudarse a largo plazo dentro del país.

En presencia de esta insuficiencia, la fragilidad financiera es inevitable, porque todas las inversiones domésticas podrían tener además un mismatch de la moneda (proyectos que generan pesos están financiados por dólares) o un mismatch en el vencimiento (proyectos de largo plazo financiados con préstamos de corto plazo). El problema realmente, es que los países cuyos pasivos externos son necesariamente denominados en moneda extranjera, están por definición imposibilitados para cubrirse.

Fundamentalmente, estos desajustes no existen porque los bancos y las empresas carecen de la prudencia para cubrir sus exposiciones. Si se asume que hay alguien al otro lado del mercado para hacer la cobertura en moneda extranjera, sería equivalente a asumir que el país puede o tiene la capacidad de pedir prestado en su propia moneda. Del mismo modo, el problema no es que las empresas simplemente no tienen la visión para que coincidan las estructuras de vencimientos de sus activos y pasivos, es que les resulta imposible hacerlo. El carácter incompleto de los mercados financieros es, por tanto, la raíz de la fragilidad financiera (1999:2).

El pecado original surge de un análisis basado en el sector externo, sin embargo, a partir de esta primera definición, los autores e instituciones⁵, han venido alimentando este núcleo de investigación, y ante el inminente crecimiento de la deuda en moneda doméstica, el pecado original puede categorizarse en dos, internacional y nacional.

Con base en el análisis empírico de Eichengreen, Hausmann y Panizza (2003) y Hausmann y Panizza (2003), centrado en el componente internacional, llegan a la conclusión de que el único factor que pone en claro el surgimiento del pecado original, es el tamaño de la economía, “siendo un hecho revelador de que las economías de escala o externalidades de red, pueden estar en el trabajo de explicar la estructura de las finanzas internacionales” (Eichengreen *et al.*, 2003:3).

El estudio expone que hay poca evidencia, que refleje que la inestabilidad e imperfecta credibilidad de las políticas monetarias y la debilidad de las instituciones de apoyo al mercado,

⁵ Véase Eichengreen, Hausmann (1999), Eichengreen, Hausmann y Panizza (2003 - Currency mismatches, debt intolerance and original sin: why they are not the same and why it matters y The pain of original sin), para los hechos estilizados; Hausmann y Panizza (2003) sobre los determinantes empíricos del pecado original; Bordo, Meissner y Redish (2003) y Flandreau y Sussman (2004) para evidencia histórica; Eichengreen y Hausmann (2005) para una visión global.

por su facilidad de manipulación en el cumplimiento de los contratos o ante fuerzas de la economía política, sean variables que inciden de manera significativa en el pecado original, aunque son importantes.

Por el contrario, el tamaño del país presentó la mayor robustez, soportada en un log de PIB, un log del crédito doméstico (valorado en dólares) y un log del total de las transacciones comerciales; los resultados muestran que todas las medidas de tamaño se relacionan con el pecado original.

1.5.2.1.1. Pecado original doméstico

Se refiere a la incapacidad de los mercados emergentes de emitir títulos a largo plazo, en moneda local y a una tasa de interés fija. Es una medida de vulnerabilidad financiera, que abarca un *mismatch* de plazo, riesgo de *roll over* y pago de intereses por contingencia (Mehl & Reynaud, 2005).

Los países en donde existe este problema, presentan una gran volatilidad del producto y de los flujos de capital, bajos *ratings* crediticios, y una limitación para gestionar una política monetaria independiente (Eichengreen *et al.*, 2002 citado por Terceño & Guercio, 2009).

Con el fin de adentrar en el componente doméstico, es interesante exponer la investigación realizada por Mehl & Reynaud (2005), quienes centraron su foco de atención en esta parte del pecado original, considerando que la deuda interna ha tomado cada vez mas un papel decisivo en la evaluación de la vulnerabilidad financiera de las economías emergentes, debido a su gran tamaño y rápido crecimiento⁶.

Bajo la definición estricta de Hausman y Panizza (2003), el indicador del pecado original doméstico se define como, la deuda en moneda local de largo plazo con tasa de interés fija sobre el total de la deuda doméstica.

⁶ El mercado de títulos de deuda creció marcadamente sobre la última década. En el año 2004 el stock de emisiones de títulos de deuda pública en los países emergentes, reportó de acuerdo a las estadísticas del BIS, USD\$ 2,8 trillones y fue cuatro veces mayor que la cantidad correspondiente de valores internacionales de deuda (USD\$ 0,7 billones) (Mehl & Reynaud, 2005:9).

$$DSIN = 1 - \frac{\text{deuda en moneda local de largo plazo con tasa de interés fija}}{\text{total de la deuda doméstica}}$$

Donde, si $DSIN = 0$, se presenta una ausencia total del pecado original y $DSIN = 1$ el máximo indicador de pecado original.

Las fuentes de vulnerabilidad financiera que se derivan de la composición de la deuda interna son:

- El riesgo de *roll over*: una excesiva dependencia de deuda a corto plazo, expone a los prestatarios al riesgo de *default*. Si no se puede llevar a cabo un *roll over* por ejemplo ante un cambio de signo en los flujos de capital o ante problemas de liquidez, o si incrementa el costo del servicio de la deuda, porque el refinanciamiento no se pudo hacer antes de la subida de tasas.

El exceso del endeudamiento a corto plazo puede limitar aún más la capacidad del Banco Central para aumentar las tasas, a fin de combatir las presiones inflacionarias o apoyar el tipo de cambio, debido a las preocupaciones en cuanto al impacto implícito sobre los prestatarios a corto plazo.

- *Mismatch* de moneda: el descalce de monedas se produce porque el emisor de los títulos debe atender a los servicios de la deuda en una moneda distinta a la cual recauda sus ingresos, por lo que un movimiento brusco del tipo de cambio, como por ejemplo, una depreciación, aumentaría los ingresos destinados al pago de la deuda, lo que incrementa el riesgo de incumplimiento del gobierno.

- Pago de intereses por contingencia: los problemas que surgen de emitir títulos con cupón variable, se deben a la incertidumbre del comportamiento del indicador al cual esta vinculado. Por ejemplo, si consideran un título indexado a la tasa de inflación, la variación de la tasa cupón dependerá de la política monetaria que este implementada. Este tipo de pago incrementa posiblemente más en malos tiempos.

Esta investigación toma tres frentes de análisis, para concluir cuales son los determinantes del pecado original doméstico.

- Solidez de las políticas macroeconómicas, tanto en el ámbito fiscal como monetario.

- La gestión de la deuda soberana, medida desde la pendiente de la curva de rendimiento.
- El entorno financiero, incluyendo el tamaño de la base de inversionistas locales, así como consideraciones de economía política.

Dentro del primer factor, la credibilidad en la política monetaria de un país, conduce a una profundización del mercado doméstico de deuda, como lo sugiere Burger and Warnock (2003 citado en Mehl & Reynaud, 2005), quienes encontraron que la proporción de deuda doméstica sobre el total de la deuda es alta, en países con bajos y menos volátiles niveles de inflación.

Falcetti y Missale (2002 citado en Mehl & Reynaud, 2005) atribuyen el incremento en la emisión de bonos a tasa fija y prestamos al gobierno central en 20 países de la OECD⁷ desde mediados de los 80, a la independencia del Banco Central, a la vez que refleja la creciente confianza de los inversores en la estabilidad de precios a largo plazo.

Una política inestable que transmita a los acreedores que la deuda podría ser inflada en el largo plazo, puede impedir que los gobiernos emitan bonos duraderos, lo que apunta a una potencial barrera de la credibilidad (Jeanne, 2003 citado en Mehl & Reynaud, 2005).

Desalineado con Hausmann and Panizza (2003), esta investigación encuentra que la falta de credibilidad monetaria (por ejemplo una alta inflación) esta asociada con un alto nivel de pecado original. Ello confirma que el progreso hacia la estabilidad de precios, es fundamental para aliviar los temores de los acreedores en cuanto a la modificación en la composición de la deuda.

Dentro de las políticas macro, una de las variables de evaluación fue el servicio de la deuda, con la cual existe una correlación positiva aunque a un bajo nivel de significancia. Por lo tanto, es una variable que impacta pero en menor grado.

El segundo factor convoca a la gestión de la deuda soberana: la importancia de tener un número importante de administradores de la deuda, reside en el hecho que asegura las financiaciones necesarias del gobierno, que los pagos de las obligaciones se harán al costo mas bajo posible sobre un horizonte de mediano y largo plazo y con un grado de riesgo prudente.

⁷ Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD)

Midiendo la gestión de la deuda con base en la curva de rendimiento, se establece que una pendiente ascendente (es decir, un menor coste de financiación en su extremo más corto que en su extremo más largo) tiende a estar asociada con un mayor endeudamiento a corto plazo y, por tanto, mayor pecado original.

Una mayor tenencia de deuda a corto plazo, implica mayor riesgo de refinanciación, y ello involucra un riesgo de enfrentar tasas de interés más altas. Consecuentemente, los gobiernos se enfrentan a un *trade-off* entre los costos de financiamiento más barato y el riesgo de refinanciación (Broner, Lorenzoni & Schmukler, 2004 citado en Mehl & Reynaud, 2005).

La pendiente de la curva de rendimiento es negativa y significativamente correlacionada con el pecado original doméstico. Es consistente con la perspectiva del inversionista, quien alarga los vencimientos de la deuda siempre y cuando los rendimientos sean mayores a las tasas de corto plazo. En este sentido, la estimación media puntual sugiere que un empinamiento de la curva de rendimientos en 100 puntos básicos se asocia con una reducción en el pecado interno original de unos 20 puntos básicos.

El último factor involucra la base inversora en las economías emergentes y la economía política.

Una amplia base institucional de inversores, como resultado por ejemplo del cambio en el sistema de pensiones y las reformas en los mercados de capitales, puede contribuir a la profundización de los mercados de títulos domésticos. Los países con una base de inversionistas mas amplia, tiene grandes mercados internos de bonos en moneda, mientras que las economías más pequeñas confían más en bonos en moneda extranjera.

Los resultados indican que el pecado original se reduce cuando crece la base inversora. Todo indica que la profundización financiera respaldada por el crecimiento del ahorro privado como proporción de los ingresos, aumenta la demanda potencial y facilita la emisión a largo plazo con instrumentos indexados en moneda local, lo que resulta en una composición de la deuda interna más segura.

En este sentido hay una contraposición en los determinantes estimados por Hausmann y Panizza (2003). Esta investigación sostiene que los controles de capitales no son un medio eficaz o que tenga una correlación negativa con el pecado original. Primero porque la supresión a los controles de capitales ayuda a diversificar la base inversora en el país y segundo porque los residentes pueden diversificar su portafolio, sin tener que estar sesgados a una estrecha gama de alternativas a nivel doméstico. Pero para los primeros autores la imposición al control de capital favorece la reducción en el pecado original.

Finalmente en las consideraciones de economía política, existe la evidencia de que la estabilidad política y el respeto por las reglas de ley, están asociadas a emisiones de mayor plazo. La democracia es importante ante los ojos de los inversores, hay una asociación con la credibilidad pública, y con unas mejores decisiones de mercado que están inmersas dentro del proceso de gestión de políticas (hacedores de política). En este sentido, se puede esperar que la estabilidad política ayude a reducir el pecado original nacional.

En conclusión el estudio encuentra que el pecado original es severo cuando la inflación es alta, el servicio de la deuda con relación al PIB es alto, una curva de rendimiento con tasas de corto plazo mas bajas que reducen el costo pero están sujetas a mayor riesgo por refinanciación y una base de inversores estrecha.

Los resultados sugieren que unas políticas macroeconómicas que direccionen la rentabilidad a largo plazo y una ampliación en la base de inversionistas, son instrumentos que reducen los riesgos de la deuda doméstica y juegan un papel decisivo para vencer el pecado original nacional.

1.5.2.2. La Intolerancia a la deuda de Reinhart, Rogoff, y Savastano (2003,2009)

La intolerancia a la deuda se define, como la presión que sufren los países emergentes cuando tienen unos niveles de deuda que podrían ser manejados bajo los estándares de los países desarrollados. La comprensión y medición de este concepto, es fundamental para evaluar los problemas provenientes de la sostenibilidad y reestructuración de la deuda, la integración de los mercados de capitales y el alcance de los préstamos internacionales para aminorar las crisis.

De acuerdo a los hallazgos de los autores, la intolerancia de un país a la deuda externa, se explica por un número muy pequeño de variables relacionadas con su historial de pago (considerando la morosidad recurrente que afecta a muchos países desde hace dos siglos), el nivel de endeudamiento y la historia de la estabilidad macroeconómica.

El record de cumplimiento de las obligaciones de deuda y la administración macroeconómica en un pasado, son relevantes para proyectar la habilidad de un país para sostener unos niveles altos de endeudamiento, tanto el interno como el externo.

Los países con intolerancia a la deuda tienden a tener una estructura fiscal débil (alta evasión fiscal) y un frágil sistema financiero. El *default* exacerba este problema haciendo que los países sean más propensos a un *default* futuro.

Los costos por el impago de la deuda externa pueden ser significativos, especialmente para el comercio de un país, los flujos de inversión y el crecimiento económico.

La investigación tiene como punto de referencia empírico para medir la intolerancia a la deuda, el promedio de deuda externa a largo plazo con relación al PIB (o con base en las exportaciones) y el *rating* de deuda soberana reportado por *Institutional Investor* (IIR), como índice de riesgo de *default*⁸. Aunque los autores reconocen que otros factores, como el grado de dolarización, la indexación a la inflación, unas tasas de interés a corto plazo y la estructura de vencimientos de la deuda de un país son altamente relevantes para determinar el grado de vulnerabilidad de los síntomas de intolerancia a la deuda, ellos, los califican como una manifestación del mismo lineamiento institucional de debilidades.

Otro punto importante dentro de la investigación, es el análisis hecho frente al cómo acceden las economías emergentes al mercado de capitales externo. Para muchos mercados emergentes, el pedir prestado afuera fue la única forma de financiación durante las pasadas dos décadas y el umbral de deuda esta calculado con base en ello. ¿Por qué entonces, los mercados prestan a los

⁸ IIR es compilado dos veces por año, con una base de datos de 20 años. Se basan en información aportada por economistas y analistas del riesgo soberano que trabajan en los bancos y empresas de valores más importantes del mundo. Las calificaciones evalúan a cada país en una escala del 0 a 100, en las que el 100 se otorga a países que se perciben como los que tienen la menor posibilidad de una suspensión de los pagos de sus pasivos (Reinhart *et al.*, 2003:20)

países con intolerancia a la deuda, en un punto en donde existe riesgo de crédito (por *default* o por reestructuración)?

Parte de la razón es que la naturaleza pro cíclica de los mercados de capitales es prestar en periodos de *boom* (los cuales están asociados con bajos retornos en los mercados industriales) y solo frenan el flujo de recursos cuando ocurren *shocks* adversos y se producen las paradas repentinas (*sudden stop*), sufriendo una crisis de deuda.

1.5.2.2.1. Umbrales de endeudamiento de los países emergentes.

Los umbrales seguros de acuerdo a la relación deuda/PIB para países con intolerancia a la deuda, quizás son mas bajos de lo que se podrían creer, en algunos casos llegan a estar alrededor del 15%.

Como lo muestra la historia, la suspensión de pagos puede ocurrir en proporciones de deuda externa/PIB que no son consideradas excesivas desde la posición privilegiada de las naciones avanzadas. De la base de datos analizada de 30 países de ingresos medios que sufrieron en algún momento un *default* entre 1970 y 2001, la deuda externa superaba el 100% del PIB en sólo el 16% de estos episodios de impago, aproximadamente la mitad se produjo en ratios de deuda a PIB por debajo del 60% y el incumplimiento ocurrió a pesar de que la deuda era inferior al 40% del PIB en un 19% de los episodios.

Tabla 1. La deuda externa en el momento de la suspensión de pagos. Distribución de frecuencia (1970 – 2008)

<i>Rango de las relaciones deuda externa/PNB a un año de la suspensión de pagos o reestructuración</i>	<i>Porcentaje de todas las suspensiones de pagos o reestructuraciones en los países de ingresos medianos</i>
Menos del 40 por ciento	19.4
De 41 a 60 por ciento	32.3
De 61 a 80 por ciento	16.1
De 81 a 100 por ciento	16.1
Más de 100 por ciento	16.1

Fuente: Reinhart y Rogoff (2009), actualización de Reinhart, Rogoff y Savasto (2003)

Para hacer una clasificación mas aproximada, los 52 países fueron divididos en clubs y regiones, donde el Club A incluye los países cuyo índice de *Institutional Investor* es 67,7 o sobre, frecuentemente las economías avanzadas, por lo tanto, los de menor intolerancia a la deuda. En el club C, están los países cuyos promedios se encuentran por debajo de 24,2, este club incluye a los países muy intolerantes a la deuda. Y por último el Club B, el cual compila una gran cantidad de países y exhiben una gran variedad de intolerancia a la deuda.

Estos últimos ocupan la región indeterminada de los modelos teóricos, la región donde el riesgo de incumplimiento no es trivial, y donde el auto-cumplimiento de la deuda puede desencadenar una crisis. Esta región esta subdividida y clasificada en, I como la de menor intolerancia a la deuda, hasta la región IV con mayor intolerancia a la deuda. Esta última región puede caer fácilmente en el club B, perdiendo su acceso al mercado de crédito.

1.5.2.2.2. Deuda interna

El estudio en 2003, estuvo fundamentalmente basado en la deuda pública externa. No obstante en su quinto capítulo abarcaron parte del endeudamiento interno, aduciendo que esta fuente de financiación era cada vez más importante para los gobiernos de países de mercados emergentes, tanto como fuente de financiación como detonador de crisis financieras y de endeudamiento generalizado, aduciendo el caso de la crisis Mexicana con los tesobonos y Argentina.

Para estos autores el enfoque que afirma que la deuda externa es completamente separable de la deuda emitida internamente, es del todo erróneo. La integración financiera promueve un arbitraje activo a través de los dos mercados. En este tipo de contexto, una suspensión de pagos de la deuda pública interna fácilmente provoca una suspensión de pagos de la deuda externa, primero por razones de reputación y, en segundo lugar, porque los efectos dados en el nivel de producción y el tipo cambio pueden afectar las posibilidades de amortizar las deudas externas, en gran parte, por la devastación que causa una suspensión de pagos de la deuda interna en el sistema bancario.

Es errado suponer que las deudas emitidas interna y externamente son sustitutos perfectos. El cálculo cuando existe una suspensión de pagos sencillamente no puede ser el mismo, y las dos clases de instrumentos de deuda, en general, no serán equivalentes.

La diferencia fundamental se refleja con claridad en que, a veces, los organismos calificadoros otorgan una calificación superior a la deuda soberana emitida en el exterior que tiene un país que la que le dan a su deuda emitida internamente.

A raíz del incremento en las proporciones de deuda pública interna, se suscita preguntas respecto a la capacidad de los países emergentes en superar la intolerancia perdurable a la deuda, ya que los positivos esfuerzos hechos por los gobiernos de algunos países para reducir la proporción de deuda externa, se ve estropeada por el incremento en la otra fuente de recursos. “Excepto en el caso que se promueva una mayor austeridad en el gasto por parte de los gobiernos, no parecería razonable esperar que los países se abstengan de hacer, con sus deudas emitidas internamente, lo que tantos de ellos hicieron en el pasado con frecuencia con sus obligaciones externas” (2009:53).

De hecho, los datos de la investigación sugieren que una serie de reestructuraciones o suspensión rotunda de pagos de las deudas públicas internas, se cierne sobre el horizonte para muchas economías de mercados emergentes para el siglo XXI.

1.5.2.2.3. Conclusiones de la investigación

- Los países con mayor intolerancia a la deuda son considerados por los mercados como países con alto riesgo de suspensión de pagos, incluso cuando tienen cocientes deuda/PIB relativamente bajos.
- Ante un incremento de la deuda externa, el país llega a ser más vulnerable para que repentinamente sea expulsado del mercado de capitales internacionales. **Por esto la restricción a los mercados puede ser considerada más bien como un síntoma, en vez de una causa de la enfermedad.**
- Hay pruebas que sugieren que los flujos de capital hacia mercados emergentes son marcadamente pro-cíclicos y que posiblemente esto hace que las políticas macroeconómicas en estos países sean pro-cíclicas también.
- Existen métodos cuantitativos que sugieren que los beneficios de compartir el riesgo que representa la integración de los mercados de capitales (reducir la volatilidad del consumo en lugar de aumentar el crecimiento del consumo) quizá sea también relativamente modesto.

- Las deficiencias institucionales que hacen intolerante a un país constituyen un impedimento real.
- La intolerancia a la deuda no tiene por qué resultar fatal para el crecimiento y la estabilidad macroeconómica. Lo que se debe procurar es que los encargados de formular las políticas, estén preparados para mantener baja la deuda durante largos periodos, mientras realizan reformas estructurales a fin de garantizar que el país pueda, con el tiempo, asimilar cargas de endeudamiento mayores sin experimentar intolerancia.
- Los resultados sugieren que es probable que los mismos factores que determinan la intolerancia a la deuda externa (sin destacar las otras manifestaciones de la intolerancia a la deuda, por ejemplo, la dolarización interna) repercutan fuertemente en la intolerancia a la deuda interna.

1.5.3. La base teórica del sudden stop

Dentro del marco teórico también fue considerado abordar el término *sudden stop*, un fenómeno comúnmente conocido en los países emergentes hacia finales de la década del noventa, y contextualizado bajo lo que fue denominado los modelos de tercera generación.

En concordancia con los planteamientos anteriores de Reinhart y Panizza, el *sudden stop* está asociado con las deficiencias estructurales de los mercados emergentes, que los hacen mucho más vulnerables a las perturbaciones.

Frente al concepto existe una vasta literatura que abarca los determinantes del fenómeno, los factores de vulnerabilidad y que en general estudian los episodios de crisis, tales como Calvo (1998), Frankel y Cavallo (2004), Edwards (2005), Deb S. (2005), entre otros. Sin embargo, bajo este entorno de investigación, serán retomados los conceptos suministrados en Calvo (1998) y Calvo, Izquierdo & Mejía (2004).

Las crisis en los países no son causadas generalmente sólo por un *shock*, sino por múltiples *shocks*, los cuales dependen tanto de las características internas, como de los factores externos que influyen en las economías, y afectan al crecimiento de los países de forma distinta y con consecuencias variadas.

Uno de los *shocks* que por la mayor integración internacional se ha hecho más común en los últimos años es el *sudden stop* o la parada repentina de los flujos de capitales, el cual puede definirse como la situación que se da cuando los inversionistas extranjeros, disminuyen o detienen sus préstamos de fondos al país, cuando ellos así lo deseen, lo que puede dejar al Estado en aprietos dado que va a tener que ajustar su absorción. Obviamente el impacto varía de acuerdo a las características y factores de cada país.

Es importante aclarar que una detención en la entrada de capitales netos al país puede venir del lado de la demanda o por el lado de la oferta. Un cambio por el lado de la demanda podría deberse a un *shock* de ingreso positivo transitorio, como un aumento en los términos de intercambio.

Por el lado de la oferta, existen variables internas como las guerras o la inestabilidad política; y variables externas, como un aumento de la tasa de interés internacional o por el contagio de otra economía. El *sudden stop* está ligado directamente a la parada de flujos por el lado de la oferta.

El término *sudden stop* fue conocido hacia finales de la década de los noventa, con las sucesivas crisis financieras que iniciaron con la llamada crisis del Tequila en México en 1994.

Tal como lo expone en la investigación Calvo *et al.*, una explicación popular para este tipo de crisis, solía ser para algunos sectores la falta de disciplina fiscal, lo que no era ajeno a las economías emergentes y la cual se traducía en un alto déficit fiscal resultante de una insostenible deuda pública. Pero en año 1997 surge la crisis asiática, una economía que no se ajustaba a este contexto, ya que su proporción de deuda era de alrededor el 10% con relación PIB.

De otra parte no eran las economías emergentes las mayores tenedoras de deuda respecto al PIB, incluso eran significativamente menores a los países avanzados, caso Japón.

Por lo tanto, estas crisis financieras, sugerían que estos fenómenos no podían ser simplemente racionalizados en términos de los modelos del ciclo económico de los países avanzados. Las paradas repentinas, estaban asociadas con grandes depreciaciones y perturbaciones financieras, dando lugar a tasas significativamente más bajas de rendimiento, inversión y crecimiento. Por

consiguiente, Calvo se centra en el hecho que “La pérdida de acceso no tiene que ser el resultado de un sobre endeudamiento en el contexto de un buen equilibrio, sino más bien el resultado de un mal equilibrio provocado por una parada repentina” (2004: 51).

La evidencia de los autores para justificar esta posición, reposa en la situación que los episodios de *sudden stop* ocurrieron alrededor del mismo tiempo y para una serie de países que presentan características muy diferentes. El episodio de ese tipo más destacado, se asoció con la crisis de Rusia en el año 1998, en el que prácticamente todos los mercados emergentes sufrieron graves interrupciones súbitas y un aumento en el riesgo país.

Frente a los determinantes de las paradas repentinas, los resultados empíricos expuestos en la investigación, constatan que las fluctuaciones del tipo de cambio real junto con la dolarización de los pasivos en las economías emergentes (pecado original), son factores decisivos en los fenómenos de paradas repentinas, ello subraya la relevancia del potencial Efecto de las Hojas de Balance en explicar la probabilidad de la crisis⁹.

1.5.3.1. Análisis empírico

En el grado en que muchas de las crisis financieras ocurridas hacia finales de los noventa, se originaron por problemas en el flujo de crédito en los mercados internacionales como lo argumentó Calvo (1999), las medidas de crisis deberían estar más estrechamente vinculadas a los movimientos grandes e inesperados de la cuenta de capitales, en lugar de a las medidas que se centran en las grandes fluctuaciones monetarias nominales, o las reversiones de la cuenta corriente.

Es así como, la medida de *sudden stop* que se desarrolla en la investigación, es la que refleja una larga e inesperada caída en el flujo de capitales, que tiene consecuencias costosas en términos de la interrupción en la actividad económica, un elemento central en la caracterización de este tipo de evento dado su impacto en la capacidad de pago.

⁹ Una devaluación empeora la estructura del balance de las firmas endeudadas en moneda extranjera dado el descalce entre activos y pasivos. Este deterioro del balance de las empresas aumenta su riesgo crediticio y por ende la tasa de interés que tienen que pagar por sus créditos. Las mayores tasas llevan a que las empresas reduzcan su inversión. La menor inversión deprime la economía y la crisis se configura plenamente. Este fenómeno es conocido en la literatura como efecto de las hojas de balance.

Bajo esta definición, el fenómeno se consume cuando se cumplen las siguientes condiciones:

- Al menos una observación en el año de la caída de los flujos de capitales, se encuentre como mínimo dos desviaciones estándar por debajo de la media de la muestra (esto se refiere a la inesperada condición de la parada repentina).
- La fase de parada súbita termina una vez que la variación anual de los flujos de capital excede una desviación estándar por debajo de su media muestral. En general, esto introduce la persistencia, un hecho común a las paradas repentinas.
- Por otra parte, en aras de la simetría, el inicio de una fase de parada súbita, es determinado por la primera vez que la variación anual de los flujos de capital cae una desviación estándar por debajo de la media.

1.5.3.2. Conclusiones de la investigación

- Para el 63% de los países de mercados emergentes, los episodios de depreciación estuvieron relacionados con el *sudden stop* (ver anexo 1)
- Las paradas repentinas parecen venir agrupadas. Asocian un conjunto de países con política fiscal, monetaria y el régimen cambiario diverso, lo que sugiere efectos de contagio entre los países¹⁰.
- A pesar de sus diferencias, en lo que si coinciden, es en que siguen siendo vulnerables a las fluctuaciones grandes del tipo de cambio real, ya que podrían verse obligados a realizar grandes ajustes en la absorción de bienes transables, y/o porque el tamaño de sus deudas en dólares en el sector bancario son grandes.
- Este tipo particular de agrupamiento dado en los *sudden stop*, sugiere que la explicación de este fenómeno viene dado por la vulnerabilidad financiera ante los *shocks* externos, en lugar de ligarlo con argumentos que dependen sólo de las políticas internas insostenibles que pueden presentar fuertes vuelcos.

¹⁰ Para los países emergentes es especialmente llamativo en la época de la crisis Rusa de agosto de 1998. Dentro de una ventana que se extiende un año antes y después del *sudden stop*, países como Argentina, Chile, Colombia, Ecuador, Indonesia, Corea, Perú, Tailandia, Turquía y Filipinas estaban en una fase de paradas repentinas. Fuera de esta muestra, cinco países, Argentina, Chile, Colombia, Ecuador y Turquía, entraron en un período de suspensión repentina, ya sea en 1998 o 1999. Los países de este grupo fueron bastante heterogéneos en un escenario fiscal y otras medidas macroeconómicas (Calvo *et al.*, 2004:17)

- Las paradas repentinas están acompañadas por grandes alzas de tasas de interés, pérdidas de reservas y ajustes en cuenta corriente, lo que sugiere que estos fenómenos están asociados con cambios en el suministro de los flujos de capital.
- La apertura del mercado, entendida en términos de la oferta y absorción de bienes transables y la dolarización de la deuda doméstica, son los principales determinantes de la probabilidad de que surja una parada repentina.

1.5.4. Conceptos teóricos del riesgo financiero

Uno de los ejes fundamentales que respalda la presente investigación es la teoría del riesgo financiero.

A diferencia de hace unas dos o tres décadas, hoy en día existe bastante literatura que abarca los conceptos de riesgos en varios ámbitos, sus determinantes, la gestión y estructuración de estrategias para solventarlos.

Este marco de referencia centra su atención en el riesgo financiero, y por supuesto delimitado a los riesgos de la cartera de la deuda pública en los países emergentes.

En general, el portafolio del sector público es la cartera financiera más grande de un país. Normalmente contiene estructuras financieras complejas y puede crear riesgos considerables para el balance del gobierno. Una cartera de deuda grande y mal estructurada hace que el gobierno sea más vulnerable a las turbulencias económicas y financieras, de hecho, con frecuencia a constituido un factor crucial en las crisis económicas (FMI & BM, 2002).

Es por ello que los países hoy en día, están mucho más interesados en administrar los riesgos financieros que forman parte inherente de la cartera de títulos de deuda.

La gestión de riesgos es un enfoque estructurado que consiste en la fijación de criterios para manejar la incertidumbre relativa a una amenaza, de acuerdo con el ámbito del país, sus objetivos y la solvencia o calidad crediticia.

Si ampliamos los conceptos de gestión, nos podemos encontrar con la denominada gestión de la deuda pública, la cual ha sido en la última década en los países emergentes el centro de atención.

La gestión de la deuda pública se apoya en el hecho de establecer e implementar una estrategia y directrices, con el objeto de obtener el monto de financiamiento fijado, procurar un equilibrio entre el costo y el riesgo y en general satisfacer cualquier otra meta planteada en el ámbito de la deuda soberana por parte del gobierno, por ejemplo, el desarrollar y mantener un mercado eficiente para los títulos de deuda pública.

Dentro del esquema del riesgo financiero, existe una amplia clasificación que suele atenderse a la naturaleza del causante de la pérdida de valor en términos económicos, estos son: riesgo de mercado, de liquidez, de crédito, de activo y operacional.

Atendiendo el contexto de evaluación de los riesgos del financiamiento público, bajo los parámetros de un país emergente y un mayor posicionamiento de los instrumentos internos en la última de década, expongo a continuación con mayor detalle el riesgo de mercado y el riesgo de liquidez, dentro de este último, es relevante distinguir el riesgo asociado al vencimiento y el riesgo de concentración de los títulos.

1.5.4.1. Riesgo de mercado

Por riesgo de mercado se entiende, la pérdida que puede presentar un portafolio, un activo o un título en particular, por cambios en los factores de riesgo que persisten incluso después de la diversificación, como precios de acciones o *commodities*, tasas de interés, tipo de cambio y tasas de rendimiento (*gap* o *trading*), que afectan su valor final. Lo cual puede significar una disminución del patrimonio que incida sobre la viabilidad financiera y la percepción que tiene el mercado sobre su estabilidad (Bodie, Kane & Markus, 2005; Crouhy, Galai & Mark, 2006).

A la intensidad de dichos cambios se le conoce como volatilidad. Este tipo de riesgo puede asumir dos formas, el riesgo absoluto medido por la pérdida monetaria potencial (dinero) y el riesgo relativo que es medido contra el desempeño de un índice base o *benchmark*.

Dentro de los riesgos de mercado, el riesgo de tipo de cambio, fue una de las mayores preocupaciones en la década del noventa por parte de la mayoría de los países emergentes, entendiéndose éste como la incertidumbre en el valor de los pasivos y los activos por los movimientos de la divisa. Las economías no contaban con la cantidad suficiente de activos denominados en divisas para corresponder a los pasivos, además del aumento contable en la relación deuda/PIB. Como se observará en este documento, fue un parte decisivo en Colombia para modificar los componentes de deuda, y acordar una reducción en la proporción de deuda en moneda extranjera.

Por otro lado se encuentra el riesgo de tasa de interés. Los movimientos de las tasas de interés afectan directamente el precio de los instrumentos de renta fija. Ante un incremento o una caída, los tenedores de bonos experimentan pérdidas y ganancias de capital¹¹. Son estas pérdidas o ganancias las que hacen que las inversiones en renta fija sean arriesgadas, incluso si esta garantizado el cupón y el pago del principal como en el caso de las obligaciones soberanas.

En el riesgo de tipo de interés el determinante fundamental es el vencimiento (Bodie *et al.*, 2005). Para tratar este concepto se requiere una valoración del vencimiento medio de los flujos de caja del bono que sirva como estadística resumida del vencimiento efectivo de este, lo que fue denominado como la Duración de Macaulay.

La duración se calcula como la media ponderada de los plazos actuales (w_t) para cada cupón o pago principal realizado por el bono en el tiempo (t).

Una vez calculada la media ponderada de cada uno de los pagos de los bonos, se obtiene la fórmula de duración = $\sum_{t=1}^T t * w_t$

La sensibilidad del portafolio a los movimientos de la tasa de interés depende principalmente de su duración, a mayor duración más sensible será la cartera. Para su medición tenemos la duración modificada, conceptualmente corresponde al valor presente de cada flujo del bono ponderado por

¹¹ Los precios y rendimientos de los bonos están inversamente relacionados: a medida que suben los rendimientos, bajan los precios de los bonos; a medida que bajan los rendimientos, suben los precios de los bonos. Para mayor detalle ver Bodie, Kane & Markus, 2005.

su madurez (duración), dividida entre 1 más el rendimiento al vencimiento (TIR). Duración Modificada = $\frac{\sum_{t=1}^T t * w_t}{(1+TIR)}$ (Bodie *et al.*, 2005).

1.5.4.2. Riesgo de liquidez

La liquidez es definida como la capacidad que tienen las instituciones para fondear incrementos de los activos y cumplir con sus obligaciones a medida que éstas van venciendo. Es esencial en todas las entidades para compensar fluctuaciones del balance y proveer los fondos para expandir los negocios (BIS, 2000).

Sin embargo, el anterior concepto es solo alguna de las líneas de visión de la liquidez, ya que es difícil conceptualizarla de una manera universal. En general la liquidez en un mercado esta caracterizada por tres aspectos (BIS, 2007; Jorion, 2007):

La profundidad, que indica la capacidad de un mercado para absorber fuertes volúmenes de negociación sin oscilaciones bruscas en el precio de equilibrio.

Segundo, el margen de negociación, el cual mide la eficiencia de las transacciones en función de su costo (por ejemplo: los impuestos, los costos de mantenimiento de la infraestructura necesaria y la compensación por servicios de provisión de liquidez). Cuando los costos son altos, la brecha entre el precio efectivo recibido por el vendedor de un instrumento financiero y el pagado por el comprador será mayor (*spread*.)

Y por último, la resistencia del mercado (*resiliency*), es una medida de la velocidad a la que las fluctuaciones del precio de las operaciones se disipan, es decir, se refiere a la capacidad del mercado para absorber perturbaciones.

Partiendo de estas características, un mercado líquido, suele ser aquel que registra un elevado volumen de transacciones, diferenciales estrechos entre los precios de compra y de venta, y reducida volatilidad diaria de los precios.

En la mayoría de los casos, los títulos del mercado de valores del gobierno, son los candidatos naturales considerados como instrumentos líquidos. Se caracterizan por: la estrechez en el precio actual y la media; porque el precio no es tan afectado por el volumen de las transacciones; y por la resistencia.

Pero el mercado de deuda pública como un todo y aun más de los países emergentes por su estructura vulnerable, tiene un riesgo de liquidez, que proviene de las pérdidas que se generarían si fuera necesario colocar instrumentos financieros en forma anticipada para satisfacer necesidades de caja. Las pérdidas podrían ser causadas por descuentos importantes en los precios de los instrumentos financieros producto de la falta de demanda o profundidad de mercado, y por negociaciones forzadas de instrumentos de mediano plazo en momentos inoportunos (Ministerio de Hacienda de Chile, 2008).

Adentrándonos en el concepto teórico, el riesgo de liquidez se refiere a la viabilidad de operar en el mercado en forma inmediata y sin pérdidas significativas de valor. El riesgo de liquidez está determinado básicamente por una concentración en los vencimientos, en las captaciones y en el proveedor de fondos (tenedores de títulos).

Existen dos tipos de riesgo de liquidez, uno asociado al activo —*asset risk*—, el cual se eleva cuando las transacciones no pueden ser conducidas al precio del mercado cotizado, debido a que el tamaño de la comercialización requerida es relativa a los lotes comerciales normales (inapetencia del mercado). La pérdida se materializa, ante la inexistencia de una contrapartida para deshacer una posición de mercado o de producto, es característico de los mercados de oferta y demanda directa como los mercados OTC¹² (Jorion, 2007).

Y el segundo es el riesgo de financiamiento o flujo de caja —*cash flow risk*—, es alusivo a la capacidad de la empresa de obtener la cantidad de efectivo necesaria para ejercer un cambio en la deuda, pagar a las contrapartes, pagar los márgenes y cumplir con los retiros de capital (Crouhy *et al.*, 2006).

¹² Mercado OTC -Over the counter-. La negociación OTC negocia instrumentos financieros (acciones, bonos, materias primas, swaps o derivados de crédito) directamente entre dos partes, se realiza fuera del ámbito de los mercados organizados.

Esta restricción en la refinanciación, esta directamente vinculada con el riesgo de tasa de interés, ya que cuando se sale al mercado en busca de darle un giro al endeudamiento, nos encontramos con condiciones desfavorables que producen aumentos en el costo de la deuda.

Un mercado de deuda público ilíquido, por ser estratégico dentro del componente de la economía, puede dañar la estabilidad financiera, reduciendo tanto la capacidad de los agentes para gestionar riesgos, como la de las autoridades para monitorear dichos riesgos. La falta de liquidez, unida a elevados costos de transacción, puede impedir que los participantes en el mercado re equilibren ordenadamente sus carteras en previsión de alteraciones, limitando con ello su capacidad para gestionar riesgos (BIS, 2007). La presencia de riesgo de liquidez influye para que se subestime la exposición al riesgo¹³.

La concentración en los vencimientos de los títulos y de los tenedores, son parte inherente del riesgo de liquidez como los vimos anteriormente. Haré una breve ampliación de estos dos puntos.

1.5.4.2.1. Riesgo asociado a los tenedores de la deuda (riesgo de no diversificación):

La estructura de tenedores es vital para el desarrollo de los mercados, permite ampliar sustancialmente la base de financiamiento y por lo tanto abaratar significativamente el costo del aprovisionamiento de fondos.

La composición de los tenedores de títulos, es importante por varios hechos: 1) determina con quién se tiene la deuda y su exposición, para el caso es importante diferenciar lo público y lo privado; 2) se establecen los efectos de las emisiones de títulos sobre las tasa de interés del mercado; 3) refleja el riesgo que conlleva esta estructura de endeudamiento para el gobierno nacional como emisor, ante posibles fluctuaciones de los fundamentales económicos; y 4) asienta el verdadero tamaño del mercado de capitales del país (Contraloría, 2010).

¹³ Esto se debe al hecho de que los modelos VaR (Value at Risk) pueden no incorporar correctamente el riesgo de liquidez. Las instituciones financieras de numerosos países han añadido a sus metodologías VaR pruebas de tensión que les permiten calibrar su posible vulnerabilidad frente a problemas de liquidez. Sin embargo, hay que tener presente que estas pruebas no miden la probabilidad de que surjan dichos problemas y además están sujetas al criterio subjetivo de los gestores de riesgos (BIS, 2007: 52).

Numerosos observadores han señalado la importancia de una base inversora bien diversificada para fomentar la liquidez del mercado (primordialmente con inversionistas institucionales nacionales e internacionales), debido a su efecto positivo sobre la competencia, la innovación, la sofisticación del mercado, las evaluaciones del riesgo y el horizonte de inversión.

Los inversionistas nacionales, deben ser tan importantes como los extranjeros, debe haber una preocupación para garantizar la igualdad de condiciones entre estos. Los primeros suelen ser clave especialmente en las etapas iniciales del desarrollo del mercado, sin embargo, no hay que descuidarlos, porque son normalmente los mayores rescatistas en coyunturas, y los segundos, tienden a tener diferentes exposiciones de riesgo y a reaccionar de manera diferente a la nueva información, fortaleciendo el mercado. Antes de implementar cualquier disposición, debe prestársele la debida atención al desarrollo secuencial de los mercados nacionales (BIS, 2007).

1.5.4.2.2. Riesgo asociado al vencimiento

Cuando se analizan los riesgos del endeudamiento soberano, el punto de vista de la calidad de la deuda es mucho más importante que la cantidad (Borensztein *et al.*, 2007). Bajo este argumento, la calidad de la deuda se asocia con el volumen dado, que depende fundamentalmente de dos dimensiones: la denominación (moneda) y el vencimiento.

Estos dos factores fijan en gran parte la carga de la deuda en relación con la capacidad de reembolso del país a cada momento, y en consecuencia, los costos de endeudamiento que enfrentará el soberano y la sensibilidad de dichos costos a factores internos y externos, así como a corridas auto-cumplidas.

Respecto al vencimiento, la concentración en tramos cortos y de mediano plazo origina mayores riesgos de sostenibilidad. La deuda de corto plazo, al agrupar pagos (especialmente aumentando el tamaño de las obligaciones que vencen en un momento determinado) intensifica el riesgo de refinanciamiento y abona el terreno para una posible crisis de deuda (*Ibíd.*)

En este tipo de riesgo, es en el que reposa el pecado original doméstico que mantienen los mercados emergentes actualmente y que mencionamos párrafos atrás.

1.5.4.3. Síntesis acerca de los riesgos del mercado de deuda pública de los países emergentes

Algunos señalamientos respecto al mercado de bonos en los países emergentes, de acuerdo a los trabajos realizados por el FMI & BM (2002), BIS (2007), Mehl & Reynaud (2005) y otros autores que se han presentado en este breve marco de referencia son:

Ha habido grandes esfuerzos por parte de las economías emergentes para mejorar su mercado de bonos, destacándose las reformas fundamentales en el frente fiscal y monetario, dando sostenibilidad a la deuda y disciplina monetaria, lo que ha atraído inversionistas.

Numerosos países han avanzado en el desarrollo de la microestructura del mercado mediante la introducción de formadores de mercado, la creación de modernas plataformas de negociación, la reforma del sistema de pagos y liquidaciones, y el incremento de la transparencia del mercado.

Sin embargo, subsisten otros obstáculos para la liquidez en los mercados de bonos emergentes. Serge & Tovar (2008), hacen hincapié en que todavía permanecen las restricciones de carácter regulador, políticas monetarias taxativas, como controles sobre la tasa de interés, o medidas en materia de inversión que retraen la negociación activa, al igual que han hecho los impuestos sobre las operaciones.

Estas son algunas de las situaciones recurrentes que vive el mercado de bonos de los países emergentes:

- Plazos de duración de la deuda pública sumamente cortos, aumentando el costo de la deuda ante las fluctuaciones.
- Dada la concentración en tramos cortos, los bonos de próximo vencimiento pierden su liquidez y, por consiguiente, en general no se transan activamente en el mercado secundario, lo cual aumenta la carga de trabajo para los operadores del mercado primario cuando están obligados a cotizarlos.
- Una distribución mal equilibrada en los vencimientos a lo largo de un año. Siendo necesario ejercer una frecuencia en emisiones, con el fin de establecer puntos de referencia grandes a plazos clave.

- Poca diversificación en los instrumentos, lo que no permite ampliar el espectro de inversionistas.
- Carteras con preponderancia en instrumentos con costos variables, o indexados en función de la inflación.
- Una infraestructura aun por mejorar, la cual requiere ser más sólida y segura (garantizar la transparencia de los emisores soberanos, los horarios de emisión y el precio de mercado e información comercial).
- Poca heterogeneidad de los participantes del mercado, por ello es necesario procurar crear condiciones de participación justas para los inversionistas residentes y no residentes.
- Un débil mercado de derivados.

Estos elementos sugieren cuatro grandes ámbitos de actuación para promover la liquidez en los mercados de bonos emergentes: fomentar la negociación de valores; diversificar la base inversora; desarrollar un mercado de repos; y profundizar los mercados de derivados.

ADROITPDF TRIAL

CAPITULO II. EVOLUCIÓN DE LA DEUDA DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL –GNC– DEL ESTADO COLOMBIANO 2000 - 2010

Este capítulo está esquematizado en tres frentes. El primero expone la normatividad vigente relevante sobre el endeudamiento de la nación, ello como esencia para comprender el marco de ley que acompaña estas políticas.

Un segundo tramo se concentrará en presentar la evolución del endeudamiento en el entorno externo y doméstico del gobierno nacional central, considerando tasas, perfil de vencimientos, prestamistas, instrumentos, entre otros aspectos.

Para poder dimensionar el traspaso en las políticas de financiación, es necesario tomar un espacio de tiempo mayor al planteado dentro de la investigación, es decir, retomamos una temporalidad que abarca la década del noventa, principalmente cuando nos centramos en el endeudamiento externo, ya que fue el mecanismo de financiación que primó en el siglo pasado y por tanto es fundamental ser concretos frente a su desempeño.

Y el tercer segmento de atención se enfocó en puntualizar los hechos que marcaron el cambio en la dirección de las políticas de endeudamiento, factores internos y externos que impactaron fuertemente en la economía del país y que forzaron a construir otro esquema financiero.

Antes de abordar el tema en concreto, es importante aclarar las fuentes de la información estadística, ya que la serie de tiempo dispuesta en la investigación es fundamental para contextualizar el desempeño económico y el estado de las finanzas, con el fin de emitir los conceptos respectivos.

En el país se dispone de tres fuentes públicas de información confiable, precisa y consistente, la Contraloría General de la República, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y el Banco de la República, cada una considera criterios diferentes para contabilizar las cifras y tiene fuentes de información que generan una divergencia entre las bases de datos. Las dos últimas entidades, a lo largo de esta década han venido homologando información y unificando el criterio expuesto.

Para aclarar el tipo de información que tanto la Contraloría como el Banco dispone, acudimos al concepto emitido por el Consejo Nacional de Política Fiscal –CONFIS– (2002).

La deuda bruta pública para el Banco, es la deuda interna y externa en cartera, pagarés y bonos de corto, mediano y largo plazo del sector público no financiero con entidades privadas y/o públicas financieras (incluye los bonos de valor constante Serie A y B). Ésta no registra las deudas que tienen diferentes entidades públicas (descentralizadas, empresas y entidades territoriales) con el GNC. Las fuentes de información son: el sistema financiero (para la deuda interna), la balanza de pagos (para deuda externa) y el Depósito Central de Valores –DVC – para la colocación de títulos. Es decir, para el Banco de la República las fuentes son los prestamistas.

En contraposición, la deuda bruta pública para la Contraloría es la deuda interna y externa pública en cartera, pagarés, bonos diferentes a los pensionales, bonos pensionales emitidos, deudas que tienen entidades públicas de todos los niveles con el GNC y las deudas del Sector Público Financiero SPF (Banco de la República, BANCOLDEX, Institutos de financiamiento, etc.) de corto, mediano y largo plazo con entidades públicas y/o privadas. Su fuente de información son los prestatarios.

Por su parte el Ministerio de Hacienda convalida la información bajo otros criterios, siendo más coincidente con el Banco de la República.

Considerando la desagregación de la información, la convalidación histórica que tiene el Banco de la República con cifras desde 1995 y la calidad de la información en el ámbito externo, la base de datos del Banco Central es la fuente de información en términos porcentuales de deuda para esta investigación. Cuando entramos a evaluar aspectos relacionados con la gestión de la deuda soberana e indicadores financieros, el Ministerio de Hacienda brinda la información necesaria y con mayor grado de especificidad, pero su ciclo histórico inicia en el año 2001.

La unificación de la información para aproximadamente unos 15 años de margen de análisis de ambas entidades de manera exacta es difícil, si no se tienen todas las premisas y conjeturas. Sin embargo, se utilizaron las dos bases de datos, y logró tenerse definiciones que permitieron llevar a cabo el análisis con la veracidad necesaria.

La información de la Contraloría fue totalmente valedera para el análisis del endeudamiento y los informes generados desde el año 2000 son parte integral de la investigación, pero las series estadísticas no fueron incluidas.

2.1. Normatividad relevante sobre el endeudamiento de la nación

2.1.1. Ley 51 de 1990¹⁴

Esta ley autoriza además de otros apartes, las operaciones de endeudamiento interno y externo de la Nación.

Faculta al gobierno nacional en su segunda sección, a emitir, colocar y mantener en circulación títulos de tesorería.

Estos títulos de deuda pública interna son libremente negociables; se dividen en dos tipos: los de clase A, cuya emisión se hace con un fin específico, sustituir la deuda contraída en operaciones de mercado abierto –OMAS– (Títulos de participación), y podían ser emitidos para sustituir la deuda interna de la Nación con el Banco de la República; y los Tes de clase B, que se emitieron para sustituir a los Títulos de Ahorro Nacional –TAN¹⁵–, obtener recursos para apropiaciones

¹⁴ Emitida por el Congreso Nacional, publicada en el Diario Oficial No. 39.615. Bogotá. 31 de diciembre de 1990.

Presenta las siguientes modificaciones: por la Ley 1450 de 2011, publicada en el Diario Oficial No. 48.102. Bogotá. 16 de junio de 2011, a través de la cual se expide el Plan Nacional de Desarrollo 2010-2014 y por la ley 1341 de 2009, publicada en el Diario Oficial No. 47.426. Bogotá. 30 de julio de 2009, por la cual se definen principios y conceptos sobre la sociedad de la información y la organización de las Tecnologías de la Información y las Comunicaciones –TIC–, se crea la Agencia Nacional de Espectro y se dictan otras disposiciones.

Estas modificaciones no afectan la estructura misma del endeudamiento, si no que actualizó las políticas y eliminó algunos artículos que no flexibilizaba las disposiciones de deuda.

Asimismo, se han ampliado los montos de las autorizaciones concedidas al gobierno nacional por el artículo 1 de la presente ley, a través de:

Ley 1366 de 2009, publicada en el Diario Oficial No. 47.570. Bogotá. 21 de diciembre de 2009.

Ley 781 de 2002, publicada en el Diario Oficial No. 45.04. Bogotá. 21 de diciembre de 2002.

Ley 533 de 1999, publicada en el Diario Oficial No 43.779. Bogotá. 12 de noviembre de 1999

Ley 185 de 1995, publicada en el Diario Oficial No. 41.690. Bogotá. 27 de enero de 1995.

¹⁵ Los TAN fueron creados por el Decreto 382 de 1983 bajo el estado de la Emergencia Económica, como un recurso transitorio hasta por \$70 mil millones.

presupuestales, efectuar operaciones temporales de tesorería del gobierno nacional y con base en recientes modificaciones para regular la liquidez de la economía¹⁶.

Esta ley otorga al gobierno nacional la capacidad para reestructurar y reemplazar por títulos de tesorería parcial o totalmente la deuda pública interna de la nación, con el Banco de la República.

Dentro de este contexto cabe mencionar la Ley 31 de 1992¹⁷, la cual, además de instaurar la naturaleza, las funciones y la estructura del Banco de la República, dispuso que las operaciones en el mercado abierto serían realizadas con sus propios títulos, con títulos de deuda pública o con los que autorice la Junta Directiva y puntualizó que a partir de 1999 las operaciones de mercado abierto en moneda legal se realizarían exclusivamente con títulos de deuda pública.

Estas dos leyes se complementan para fortalecer un único instrumento soberano, para el endeudamiento interno de la nación.

2.1.2. Decreto 2681 de 2003¹⁸

Contiene aquella normatividad que preside parcialmente las operaciones de crédito público, las de manejo de la deuda pública, sus asimiladas y conexas y la contratación directa de las mismas, de todos los órganos públicos en todos los órdenes y niveles. Estipula qué constituye una operación de crédito, cómo se clasifica, cuál es el procedimiento para llevarlas a cabo y sus límites, los instrumentos que la componen y los requisitos y autorizaciones necesarias.

Define las operaciones de crédito público, como los actos, contratación de empréstitos, emisión, suscripción y colocación de títulos de deuda pública, los créditos de proveedores y el otorgamiento de garantías para obligaciones de pago, con el objeto de dotar a las entidades estatales de recursos, bienes o servicios con plazo para su pago, o aquellas mediante las cuales la entidad actúa como deudor solidario o garante de obligaciones de pago.

¹⁶ Otras reglamentarias importantes son: decreto reglamentario 1250 de 1992 de la Presidencia de la República, artículo 13 y circulares reglamentarias del Banco de la República UOM-33 de marzo 20 de 1996 y UOM-41 de abril 1 de 1997.

¹⁷ Emitida por el Congreso Nacional, publicada en el Diario Oficial No. 40.707. Bogotá. 4 de enero de 1993.

¹⁸ Emitido por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, publicado en el Diario Oficial No. 41.159. Bogotá. 30 de diciembre de 1993. Nota: En el año 2011 se autorizó la emisión de títulos por parte del Banco central para operaciones de OMAS

Están clasificadas en internas, las cuales se celebran exclusivamente entre residentes en el territorio colombiano y son pagadas en moneda legal colombiana; y las externas todas las demás.

Por su parte las operaciones de manejo de deuda, son aquellas que no incrementan el endeudamiento neto de la entidad estatal o lo disminuyen, por lo tanto, no afectan el cupo de endeudamiento y contribuyen a mejorar el perfil de la deuda.

Están constituidas por la refinanciación, reestructuración, renegociación, reordenamiento, conversión, sustitución, compra y venta de deuda pública, acuerdos de pago, el saneamiento de obligaciones crediticias, cobertura de riesgos, la titularización de deudas de terceros, las relativas al manejo de la liquidez de la Dirección del Tesoro Nacional (actualmente Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional –DGCPN–) y todas aquellas operaciones de similar naturaleza que en el futuro se desarrollen.

Las operaciones de intercambio o conversión de deuda pública se podrán realizar siempre y cuando tengan por objeto reducir el valor de la deuda, mejorar su perfil o incentivar proyectos de interés social o de inversión en sectores prioritarios.

Aliadas a los procedimientos de manejo de deuda pública, se encuentran las operaciones conexas, que son los actos o contratos que constituyen un medio necesario para la realización de estas operaciones, tales como: el otorgamiento de garantías o contragarantías al crédito público; los contratos de edición, colocación, incluida la colocación garantizada, fideicomiso, encargo fiduciario, garantía y administración de títulos de deuda pública en el mercado de valores, así como, los contratos para la calificación de la inversión o de valores, requeridos para la emisión y colocación de tales títulos en los mercados de capitales.

Todas las operaciones de crédito requieren la autorización del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, previos los conceptos favorables del Consejo Nacional de Política Económica y Social –CONPES– y del Departamento Nacional de Planeación –DNP–. Existen algunas excepciones reglamentadas por el gobierno nacional en los casos en que sólo se requiere una autorización general.

En cuanto a los títulos de deuda pública, estos son bonos y demás valores de contenido crediticio y con plazo para su redención, emitidos por las entidades estatales. La colocación de los títulos de deuda pública se sujetará a las condiciones financieras de carácter general que señale la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR).

La emisión y colocación de títulos de deuda pública a nombre de la Nación requerirá autorización, impartida mediante resolución del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, la cual podrá otorgarse una vez se cuente con lo siguiente: concepto favorable del CONPES y concepto de la Comisión de Crédito Público.

Esta ley también contempla las generalidades de disposiciones complementarias a la contratación de los procesos de crédito y manejo de deuda.

2.1.3. Decreto 2283 de 2003¹⁹

Por el cual se reglamenta algunas operaciones relacionadas con crédito público.

Autoriza la contratación de derivados con las operaciones de crédito público y asimiladas, cuando las necesidades de financiamiento así lo justifiquen y las condiciones de mercado así lo requieran.

Involucra dentro de las operaciones de manejo de deuda, el concepto de cobertura de riesgo. Los prestatarios deberán evaluar previamente la conveniencia de las operaciones de cobertura de riesgo teniendo en cuenta los efectos financieros que se generen por las diferencias en montos y plazos.

La cobertura de riesgo que celebren las entidades estatales, podrá consistir en operaciones de cobertura sobre las obligaciones de pago derivadas de transacciones de esa naturaleza previamente celebradas, siempre que se demuestre la conveniencia y la justificación financiera de la operación, para lo cual se deberá tener en cuenta el efecto sobre dichas obligaciones y sobre el endeudamiento neto de la respectiva entidad estatal.

¹⁹ Emitido por la Presidencia de la República, publicado en el Diario Oficial No. 45.277. Bogotá. 12 de Agosto de 2003.

2.1.4. Normatividad del programa creadores de mercado

Mediante la expedición de la circular externa numero 6, del 22 de diciembre de 1997 por parte del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, se establecieron los parámetros del programa de creadores de mercado de deuda pública, siendo este programa, el motor del mecanismo más importante de colocación de deuda pública interna en el mercado primario, las subastas.

En 1999 entra en marcha el programa y define como creadores de mercado y aspirantes a creadores de mercado según resolución N° 12 de ese año, a la agrupación de bancos, corporaciones financieras y sociedades comisionistas de bolsa encargados de las labores de compra, comercialización y estudio de la deuda pública de la nación, y su finalidad es fomentar unas adecuadas condiciones de financiación para la Nación en el mercado de capitales por medio del desarrollo del mercado de títulos de deuda pública.

Estos *Market-Markers*, son *dealers* especializados en mercados financieros, dirigidos por los precios de compra y de venta que ellos mismos establecen y los cuáles están obligados a comprar y vender. Existe un administrador del mercado que cierra las transacciones sin informar a las contrapartes con quien transaron, razón por la cual se le denomina sistema ciego.

La condición de creador de mercado o aspirante a creador de mercado la concede el Ministerio de Hacienda por un año calendario a aquellas entidades que cumplan con los requisitos de capital y calificaciones de riesgo estipulados.

Anualmente el Ministerio decreta los creadores de mercado y aspirantes para la siguiente vigencia, para el año 2010, los miembros de este programa están definidos en la resolución 3793 de 2009 del 30 de diciembre, publicada en el diario oficial No. 47.582.

Desde la puesta en marcha del programa, el Ministerio ha perfeccionado el mecanismo, ha emitido una serie de resoluciones de ajuste o complementarias, de las cuales están vigentes la siguientes: resolución N° 998 de mayo de 2003; resolución N° 001 de 2003 (modificada por la resolución 997 de 2003 y 526 de 2004); resolución N° 3331 de diciembre de 2004 (modificada en algunos apartes por la resolución 509 de marzo 8 de 2005) y finalmente la resolución 4011 del 30 de diciembre de 2010.

2.1.5. Otros referentes normativos

Norma	Reglamenta
Decreto 1250 de 1992	Por el cual se reglamentan parcialmente la Ley 6ª de 1992, el Estatuto Tributario y se dictan otras disposiciones. En su artículo 13 contempla las características y requisitos para la emisión de “Títulos de Tesorería - Tes- Clase B”
Decreto 1013 de 1995	Por el cual se dictan normas relacionadas con la inversión de los recursos de órganos públicos del orden nacional en títulos de deuda.
La Ley 546 de 1999	Por la cual se dictan normas en materia de vivienda, se señalan los objetivos y criterios generales a los cuales debe sujetarse el gobierno nacional para regular un sistema especializado para su financiación, se crean instrumentos de ahorro destinado a dicha financiación, se dictan medidas relacionadas con los impuestos y otros costos vinculados a la construcción y negociación de vivienda y se expiden otras disposiciones.
Ley 819 de 2003	Presupuesto, responsabilidad y transparencia fiscal - Marco fiscal de mediano plazo
Decreto 1525 de 2008	Por el cual se dictan normas relacionadas con la inversión de los recursos de las entidades estatales del orden nacional y territorial
Decreto 2955 de 2010	Régimen de inversión de los recursos de los fondos de pensiones obligatorias y reglamentación parcial de la ley 100 de 1993
Ley 1328 de 2009 y Decreto 2555 de 2010	Recogen y expiden las normas en materia del sector financiero asegurador y del mercado de valores.
Ley 1473 de 2011	Regla fiscal

2.2. Generalidades de la deuda externa del Gobierno Nacional Central –GNC–

A comienzos de los noventa operó un cambio en los diferentes campos de la política económica orientado hacia la liberalización de la economía, de acuerdo con las necesidades impuestas por el proceso de apertura mundial.

Simultáneamente con las reformas adoptadas, se definieron nuevos lineamientos en la política de endeudamiento externo. Desde entonces, como se verá mas adelante, el sector público ha buscado

la diversificación de sus fuentes de crédito internas y externas, apuntando a tener un mayor control sobre los instrumentos de financiación y a regular su endeudamiento.

Entre 1993 y 1998, la deuda externa se incrementó de manera gradual, estuvo enmarcada bajo el contexto de apertura internacional de mercados y de un notable crecimiento del gasto privado. El saldo de la deuda externa total de Colombia se acrecentó en el transcurso de estos 5 años en USD\$17.816 millones, con un crecimiento anual en promedio de 13.5%, lo que a su vez afectó el indicador de la deuda total como proporción del PIB, ascendiendo de 29% a 37%. Este comportamiento se explicó fundamentalmente por las obligaciones del sector privado que se multiplicaron 2.6 veces –de USD\$4.634 millones en 1993 a USD\$17.894 millones en 1998–, adicionalmente la deuda externa pública también creció pero en una menor proporción USD\$4.556 millones (Clavijo, 2001; Rubio, Ojeda & Montes, 2005).

En concordancia con el auge de los flujos de capitales y flujos de deuda externa que entraron al país hasta mediados de la década, la economía presentó una tasa de crecimiento anual destacable entre 1993 y 1997²⁰. La entrada de capitales, especialmente las adquiridas por los agentes del sector privado, se constituyeron en fuente de financiamiento del gasto privado y se dirigieron a financiar proyectos de infraestructura en sectores como el de las comunicaciones, eléctrico, petrolero, manufacturero y financiero (Rubio *et al.*, 2003).

Para el tramo entre 1993 y 1998, la estructura de la deuda externa por fuentes de financiación, continuó mostrando a la banca comercial como su principal proveedor al participar con cerca del 50% en el saldo total de la deuda a diciembre de 1998, y una reducción en las fuentes de los bilaterales.

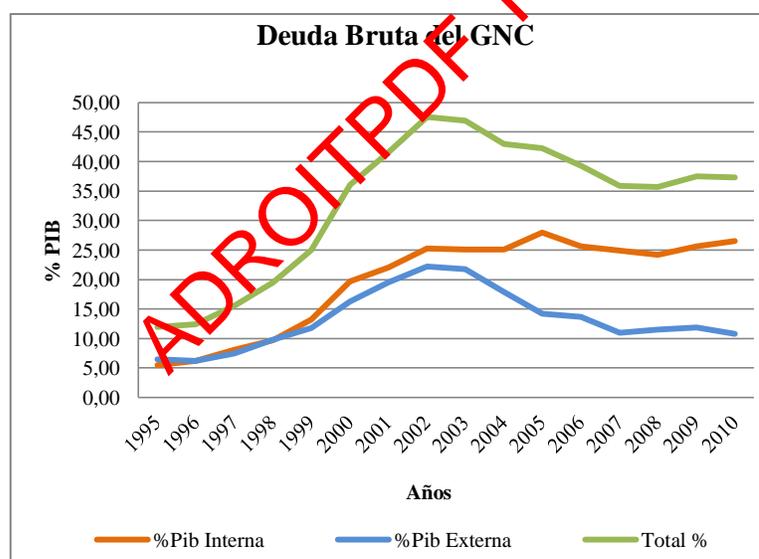
Durante este periodo el sector privado incrementó los desembolsos recibidos mediante la colocación de bonos y los adquiridos en operaciones de arrendamiento financiero; dichas fuentes de financiación elevaron su participación en el valor total del saldo de la deuda externa de 3.2% y 0.5% en 1992 a 22% y 7% en 1998 (*Ibíd.*).

²⁰ El promedio de crecimiento en estos cinco años fue de 4,3%. El crecimiento del PIB para 1993 alcanzó 5,7% (1994=100) y termina el año de auge en 1997 con 3,4%. Es de aclarar que el nuevo año base para el cálculo de las cuentas nacionales es el año 2005. Departamento Nacional de Estadística DANE.

Con el inicio de la crisis financiera internacional (hacia 1995), el efecto contagio ocasionó una fuerte disminución de los flujos de capital, especialmente por parte de la banca privada, lo cual incrementó los márgenes financieros o *spread*.

La crisis también trajo un aumento del déficit fiscal y por ende un incremento en la deuda pública hacia finales de 1999, que coincidió con bajas tasas de crecimiento de la inversión privada y en particular del PIB (ver gráfico 1 y anexo 10). A pesar de que el aumento del saldo de la deuda externa en dólares no fue muy superior (la deuda externa total pública y privada no superó el 2%), su indicador como proporción del PIB si aumentó, consecuencia del efecto de la devaluación²¹ del peso frente al dólar en el cálculo del PIB nominal en dólares y del bajo crecimiento de la economía (Rubio *et al.*, 2003).

Gráfico 1



Fuente: Banrep

La década finaliza con un aumento progresivo en la deuda, un déficit fiscal pronunciado y un gobierno nacional con un mayor endeudamiento al asumir responsabilidades inherentes de una nación, como el salvamento de la banca pública, la adopción de la deuda externa de las entidades que se iban a privatizar, compromisos para el saneamiento de las deudas hipotecarias y lo que

²¹ Devaluación para los 12 meses: año 1998:19,21; año 1999:21,50%, año 2000:18,96%.

faltaba por asumir del servicio del Metro de Medellín, según lo dispuesto por la Ley 310 de 1996²² (Contraloría, 2000).

En medio de esta coyuntura el gobierno se vuelca a reforzar las políticas de endeudamiento interno y aumenta las colocaciones de bonos públicos en el mercado. Podemos observar en el gráfico anterior como al final de la década existe una brecha mínima entre fuentes internas y externas.

Es de apuntar que en 1997, se creó un Comité Asesor de Deuda Pública, quien definió parámetros para la deuda externa en virtud de que consideraba que ésta tenía mayor riesgo (FMI & BM, 2002).

La principal tarea era tratar de minimizar la susceptibilidad de la cartera de deuda externa a las perturbaciones del mercado y a las crisis internacionales. En consecuencia, se instauró un marco de referencia para la deuda pública externa para orientar al gobierno central y a las entidades públicas que tenían el mayor volumen de deuda.

El punto de partida de los parámetros se describe a continuación²³:

- Refinanciamiento: no más del 15% de la deuda externa total puede vencer en un año cualquiera, lo ideal es el 10%. El motivo de esta cifra es que las condiciones del mercado podrían exigir la ejecución de una estrategia de refinanciamiento que supere el límite del 10%, pero nunca el límite del 15%.
- Composición de monedas: dólar estadounidense 83%; euro 13%; y yen japonés 4%.
- Composición de tasas de interés: tasas fijas y semifijas $\geq 70\%$; tasa flotante $\leq 30\%$;
- Duración modificada: 3,5 años.

Inicia el 2000 con una carga de deuda importante para el gobierno nacional central, dejando un año de remesón económico, una deuda soberana descalificada y una disminución de los flujos externos que se mantuvo hasta el 2002.

²² Emitida por el Congreso Nacional, publicada en el Diario Oficial 42.853. Bogotá. 12 de agosto 1996, por medio de la cual se modifica la Ley 86 de 1989, a través de la cual se dictan normas sobre sistemas de servicio público urbano de transporte masivo de pasajeros y se proveen recursos para su financiamiento.

²³ Sin embargo, es de aclarar que este panorama inicial suscitado en 1997 ha tenido fuertes cambios, por la consolidación de nuevas estrategias, la tendencia del uso de instrumentos de cobertura, el fortalecimiento de la administración de la deuda y por cambios en el entorno económico.

Entre 1999 y 2000 la deuda externa del GNC como proporción del PIB, pasa de 11,80% a 16,30%. Dentro de los pronósticos para la vigencia se había proyectado financiar parte del déficit con las privatizaciones, que no fueron exitosas en el 2000, lo que ocasionó un mayor endeudamiento del esperado.

Por otro lado, el mercado norteamericano no era muy favorable, por lo tanto, el gobierno acudió a las colocaciones en Europa. Los costos financieros de las contrataciones anuales fueron mayores en 2000 que los negociados en 1999, cuando al país le redujeron la calificación de la deuda. Debió pagarse, en promedio, una tasa de 11,72%²⁴ anual, cuando en 1999 pactó una tasa de interés promedio de 10,11% con los tenedores de bonos (Contraloría, 2000).

En el año 2001 y hasta 2002, el saldo de la deuda externa como proporción del PIB continuó su ascenso. 2001 representó el año en el que los títulos colombianos se consolidaron en el mercado del euro, y retornaron al mercado del yen y de dólares. La diversificación de las fuentes de financiamiento externo redujo la dependencia de un sólo mercado (Ministerio de Hacienda, 2001).

Con los logros obtenidos durante el primer semestre y cubriendo todas las metas de financiación propuestas, se pasó a una estrategia de pre-fondeo para anticiparse a las necesidades de financiación del presupuesto de 2002, temiendo un desbalance ante las crisis que afectaban a otros países (Argentina y Brasil).

2002 se caracterizó por el difícil acceso de los países emergentes a los mercados de deuda internacionales. Se percibía cierto riesgo de contagio regional por la incertidumbre electoral en Brasil, adicionalmente, en Colombia hubo inseguridad por el cambio de presidente, el nuevo programa de gobierno, la aprobación del texto del referendo y las reformas tributaria, laboral y pensional en el Congreso de la República.

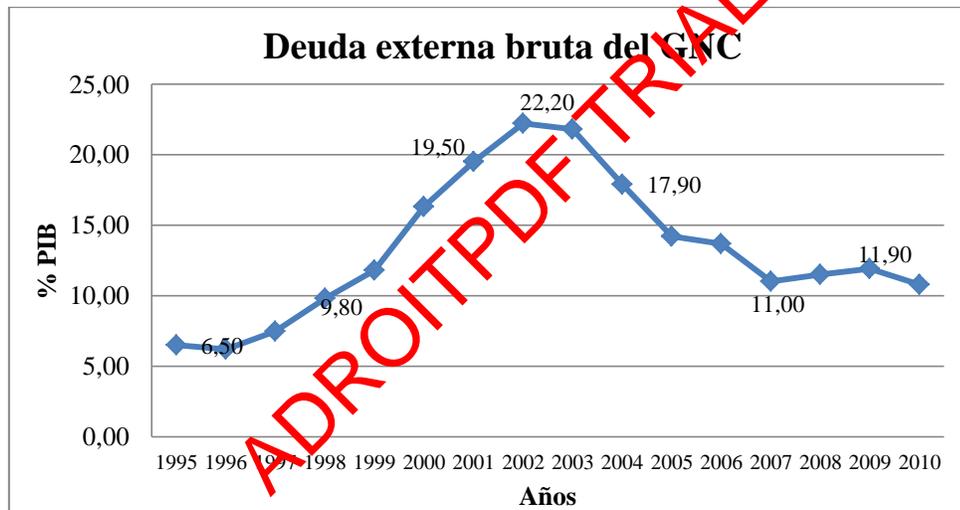
Pese a la situación, la financiación para el presupuesto se obtuvo con éxito gracias a la estrategia prevista de pre financiamiento del año anterior. Este hecho permitió que Colombia estuviese en

²⁴ El resultado de la tasa se origina de llevar las contrataciones anuales a dólares equivalentes y, por lo mismo, a tasas de paridad dólar, cuando las emisiones se dieron en euros (Contraloría, 2000).

una posición fuerte para soportar el contexto adverso en los mercados internacionales de capitales.

El alcance del saldo de deuda externa para este año llegó a su máxima expresión como proporción del PIB, ascendiendo a 22,20%, frente a un 9,7% en 1998, ello se explicó en buena parte por la devaluación. La tasa representativa del mercado –TRM– cerró el año 2002 a COP \$2.854 por dólar, la devaluación de 12 meses alcanzó el nivel de 25,04%, el índice de tasa de cambio real obtuvo el nivel de 130,32 (año base 1994 = 100), acentuando aun más la tendencia ascendente (*Ibíd.*).

Gráfico 2



Fuente: Banrep

Durante 2001 y 2002, fue más relevante la sustitución de crédito externo por interno y estuvo acompañado por una mejora en el perfil de la deuda externa resultado de la política de prepagar o sustituir los empréstitos onerosos y la contratación directa de crédito.

En el año 2003 el gobierno nacional tiene uno de los mayores logros de acuerdo a su plan de apalancamiento, como fue revertir la tendencia creciente de la deuda externa frente al PIB.

Resultó positiva la aceptación del programa del nuevo presidente de la república, mejoraron las condiciones financieras de la deuda, había una mejor percepción en los mercados acerca de la solvencia del gobierno, lo que se vio reflejado en una reducción de los *spreads* de la deuda pública externa.

Al primer indicio de apertura de mercado, el gobierno aprovechó obtener recursos de largo plazo a un bajo costo, colocó con éxito un bono por USD\$500 millones con vencimiento en el 2033 y un cupón de 10,375%. Esta transacción constituyó un triunfo, de acuerdo a lo reportado por el Ministerio de Hacienda en su informe de deuda de la vigencia, si se tiene en cuenta que se colocó en su totalidad con una participación en un 100% de inversionistas extranjeros, y que esta emisión fue la segunda a 30 años desde 1997, cuando el país tenía una calificación de grado de inversión (en el 2003 no la tenía). Con esta transacción se completó la meta de financiamiento en el mercado de capitales externo para el año 2003.

También se destaca en esta vigencia, la utilización por primera vez del instrumento financiero del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento –BIRF– denominado préstamo programático, que conllevaba dos o tres operaciones de ajuste y que respaldaba un programa gubernamental de reformas políticas y desarrollo institucional de mediano plazo.

El desempeño de la deuda externa se vio también impactado por la tendencia de apreciación de la moneda, lo que implicó una carga más ligera en el saldo de la deuda externa en pesos en comparación con el saldo de la deuda en dólares. La tasa representativa del mercado tuvo un comportamiento bastante volátil durante el 2003 y la devaluación alcanzó -3,022% (Ministerio de Hacienda, 2003).

A partir de la tendencia a la baja en la deuda medida frente al PIB desde el año 2003, el gobierno nacional mantuvo los ajustes año a año para mejorar los perfiles y cumplir con el plan trazado para el periodo presidencial de acuerdo al plan nacional.

En el año 2004 frente a las operaciones de mercados externos se destaca la emisión por primera vez de un bono bajo la modalidad de Tes global por valor de USD\$375 millones, con vencimiento en 2010, dicho bono está denominado en pesos pero es pagadero en dólares. Con esta emisión se disminuye el riesgo cambiario aprovechando las bajas tasas de cambio.

Igualmente es emitido un bono en dólares cuya novedad son las cláusulas de acción colectiva (*Collective Action Clauses-CACs*), por medio de las cuales con una mayoría del 75% de los inversionistas, se puede realizar distintas modificaciones a ciertas condiciones del bono. Los

compradores de este bono fueron inversionistas institucionales de primer nivel, cuyo lugar de origen fue en un 71% Estados Unidos, 28% Europa, 1% Asia y Medio Oriente (Ministerio de Hacienda, 2004).

En 2005, la apreciación del peso y la oportunidad de aplicar reservas internacionales para el prepago de obligaciones con el resto del mundo, permitieron que el saldo de la deuda externa del GNC cayera 3,6 puntos porcentuales del PIB con respecto a 2004. Con la compra de reservas, el gobierno pagó el crédito de contingencia con el BID adquirido en el año 2002, e hizo prepagos de créditos con emisión de Tes Clase B –USD\$3.250 millones– (Contraloría, 2010).

Fue un año en que se demostró el gran auge de los mercados emergentes, con una mejora sustancial en la calidad crediticia. El índice EMBI+ de JP Morgan se comprimió a lo largo del año de 358 puntos básicos en enero, con un pico de 407 puntos en abril hasta un mínimo histórico de 245 puntos básicos sobre los bonos del tesoro norteamericano a finales de diciembre de 2005. Este era el nivel más bajo alcanzado en 7 años (Ministerio de Hacienda, 2005).

Para 2007 continuando con la coyuntura de acumulación de reservas, el gobierno ejecutó prepagos de deuda externa mediante operaciones de triangulación, en las cuales compraba divisas con recursos de la colocación de títulos de deuda interna (Tes B) para luego anticipar los vencimientos a los agentes externos (Contraloría, 2007).

En particular entre 2003 y 2007, se configuró un entorno favorable para la reducción de pasivos denominados en moneda extranjera. El subsidio implícito asociado a la apreciación cambiaria y los bajos tipos de interés internacionales, constituyeron condiciones propicias para cancelar deuda con el resto del mundo o refinanciar pasivos externos, respectivamente (*Ibíd.*).

El saldo de la deuda externa del GNC pasó del 16,3% al 21,8% del PIB entre 2000 y 2003, cayendo en picada hasta alcanzar en 2007 11%. A medida que caía la deuda externa, la interna tomó su ritmo de crecimiento, en 2007 la deuda interna representaba el 24,9% del PIB, frente a 19,7% en 2000.

Para 2008 la economía doméstica se caracterizó por un menor crecimiento respecto al observado en los años anteriores y presentó un repunte mínimo del financiamiento externo.

La financiación externa, cuyo objetivo era cubrir las necesidades presupuestales de la vigencia, tuvo como soporte la reapertura de los bonos globales denominados en dólares con vencimiento en 2017 y 2037 hasta por un monto total de USD\$ 1.000 millones, aprovechando los niveles históricamente bajos en términos de tasa y la aparición de una ventana de oportunidad en medio de la alta incertidumbre que había dominado los mercados internacionales durante los meses previos, ante la crisis que se inició en Estados Unidos.

De igual forma, esta operación se enmarcó dentro de la estrategia de la Nación de alimentar los puntos de referencia de la curva en dólares con el fin de aumentar su liquidez y su eficiencia (Ministerio de Hacienda, 2008).

En este año se anunció el inicio de un programa de coberturas consistente en la pesificación de deuda externa, a través de mecanismos de *swap*. El alcance del programa era disminuir la exposición de un portafolio de créditos contraídos con el Banco Mundial denominados en dólares y tasa de interés flotante, buscando convertir estos créditos a pesos y tasa fija, reduciendo la exposición de la nación tanto a choques en el tipo de cambio como en las tasas de interés de referencia de los créditos.

A diciembre 31 de 2008, la Nación realizó operaciones de cobertura por un monto nominal de USD\$ 500 millones.

La crisis financiera de 2008, se propagó por toda la economía mundial afectando el dinamismo que tenían las potencias mundiales hasta el momento, y a su vez impactando sobre las economías emergentes. Sin embargo, los efectos para los países como Colombia, no fueron tan fuertes como se esperaba, la economía pudo crecer en 3,55%, con los mayores impactos en el último trimestre con un crecimiento negativo de -1,3 (Ministerio de Hacienda, 2009).

El último trimestre del 2008 se caracterizó por una desestabilización en los mercados internacionales, que dificultó la financiación a través de emisión de bonos de los países

emergentes, ello implicó de acuerdo al análisis realizado por el Ministerio (2009), una reversión en la dinámica de separación que hasta entonces se había presentado entre el desempeño de los soberanos emergentes frente a otros sectores como el accionario, se vio reflejada en la fuerte ampliación de los *spreads* y de los rendimientos por cuenta de la alta aversión al riesgo mostrada por los inversionistas.

Por consiguiente, el 2009 presentó retos significativos para la ejecución de las operaciones de crédito en el mercado internacional y mayor cuidado y precisión al momento de decidir el lanzamiento de las operaciones, ya que el número de oportunidades era reducido, el entorno era altamente volátil y el mercado estaba sobre reaccionado ante cualquier anuncio.

En esta vigencia continuó la tendencia ascendente del endeudamiento externo del GNC, creció 0,40 puntos porcentuales con relación al PIB frente al año inmediatamente anterior.

Este incremento está fundamentado en un mayor endeudamiento requerido por el GNC, para cubrir los menores ingresos fiscales y por el bajo crecimiento del PIB (1,4%). Otras connotaciones como, una tasa de cambio apreciada, la premura de ejecutar una política de inversión como medida local para hacer frente a la crisis y por el efecto del ciclo político electoral, en el cual la administración saliente deja tradicionalmente sobre endeudada a la siguiente generación, aumentó la propensión a contratar deuda externa (Contraloría, 2010).

A pesar de las condiciones financieras internacionales, los prepagos de deuda externa y del cierre en algunos periodos de los mercados globales, el país logró colocar bonos en los mercados externos y obtuvo apoyo de la banca multilateral a través de créditos para la financiación de la inversión en el país.

Se destaca la emisión de títulos globales a 2019 por un monto total de USD\$ 1000 millones en el mes de enero. Dada la demanda de este papel, nuevamente en abril hubo reapertura del bono global 2019 que tenía como objeto financiar 2010, ya que se había cumplido con la meta de 2009.

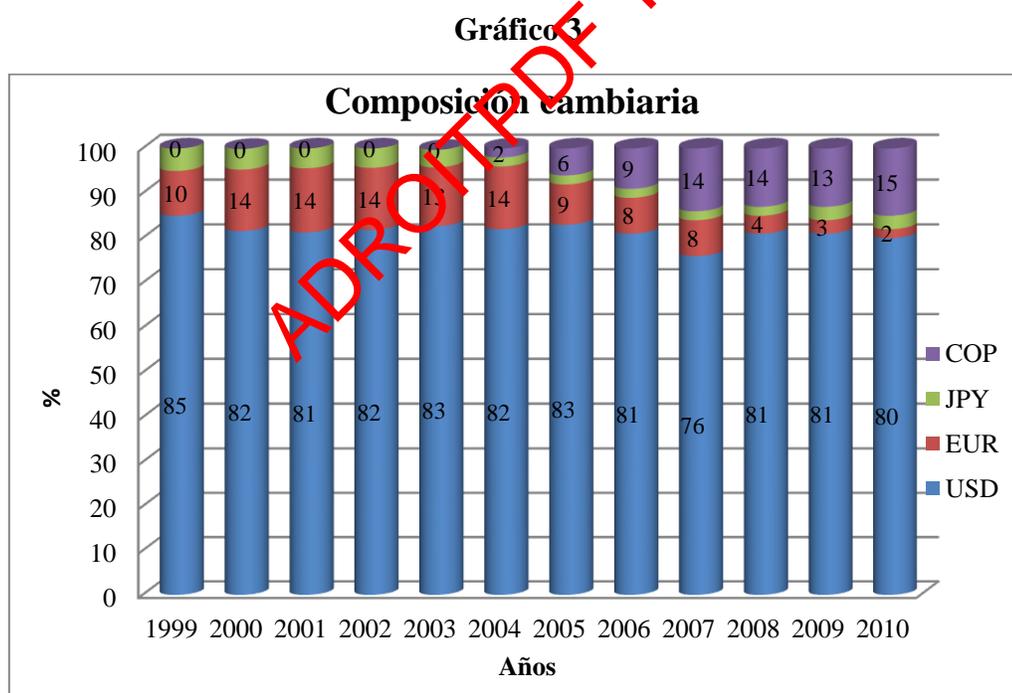
La banca multilateral ofreció a la Nación la posibilidad de convertir los saldos desembolsados y no desembolsados de aquellos préstamos contratados con tasas de interés de canasta de monedas

y tasa variable, a una tasa fija o a una tasa LIBOR, o a una combinación de dichas tasas. Esta oferta fue ejecutada en una coyuntura de tasas de interés históricamente bajas, con resultados muy favorables para la Nación en el mediano y largo plazo (Ministerio de Hacienda, 2009).

Durante el 2010 la economía colombiana reportó un buen comportamiento. Después de la gran agilidad con la que se recuperó de la crisis del 2008, la economía continuó en una senda de crecimiento llegando a terminar el año con un repunte de 4.3%.

La deuda externa en términos nominales presentó un leve descenso por \$292 miles de millones pesos COP (1,1%) y la deuda bruta total aunque con aumentos nominales también tuvo una caída frente al PIB.

2.2.1. Evolución de la composición cambiaria de la deuda externa del GNC



Fuente: Ministerio de Hacienda

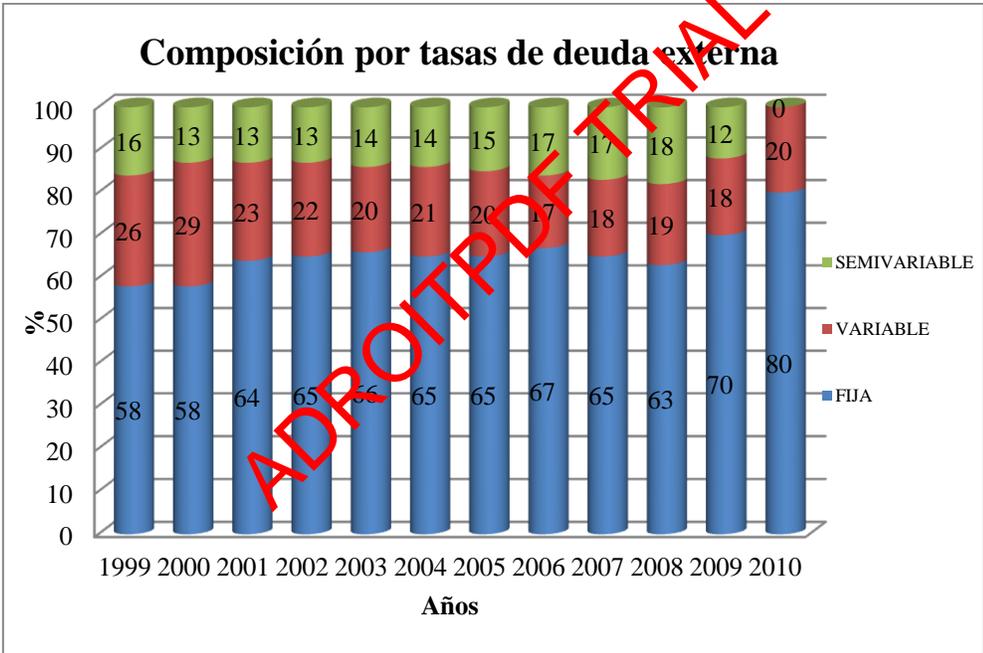
Con base en el portafolio de referencia que dispuso el gobierno nacional como medida de cobertura de riesgo desde el año 1997, la década estuvo enmarcada en una deuda externa denominada en dólares.

Evidentemente en coherencia con la estrategia de pesificación, el fortalecimiento de la deuda interna y una mejor posición en el mercado internacional como emergente, el peso colombiano ganó un pequeño espacio desde el año 2004 en esta composición de deuda externa con los Tes globales.

También tomaron auge las operaciones de cobertura de tasa de cambio que se efectuaron entre 2004 y 2007 para reducir la vulnerabilidad a los eventuales choques externos.

2.2.2. Evolución en la composición por tasas de la deuda externa del GNC

Gráfico 4



Fuente: Ministerio de Hacienda

La tasa fija como instrumento que permite gestionar más fácilmente el riesgo, mantuvo su consistencia durante la década, tomando asenso en los dos últimos años de análisis.

Durante 2009 los créditos contratados con el BID y el BIRF se realizaron con una tasa de interés fija.

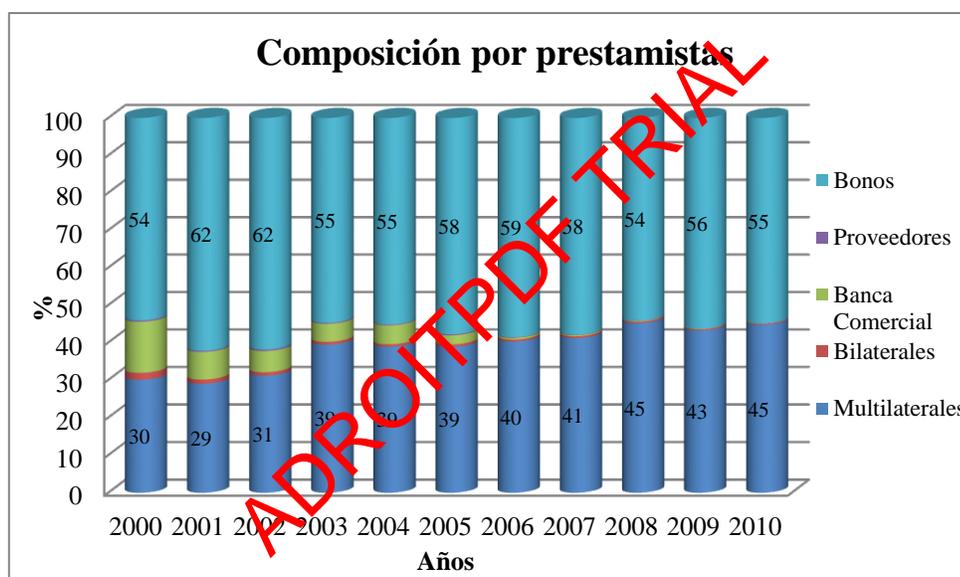
En 2010 el mayor financiamiento externo vino de las emisiones de bonos globales, que esta pactada en tasa de interés fija principalmente, mientras que los desembolsos de créditos con la

banca multilateral, generalmente se efectúan a tasas de interés variable, siendo la otra fuente de financiación importante.

La evolución de la tasa es parte de los direccionamientos de las políticas de endeudamiento público, que tiene como prioridad la sostenibilidad de la misma y el adecuado balance de los riesgos.

2.2.3. Evolución en la composición de prestamistas de la deuda externa GNC

Gráfico 5



Fuente: Banrep

Tabla 2. Distribución de la deuda por prestamistas externos

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Multilaterales	30,08%	29,00%	31,17%	39,46%	38,90%	38,88%	40,29%	41,22%	45,18%	43,21%	44,71%
Bilaterales	1,85%	1,13%	0,91%	0,75%	0,64%	0,63%	0,51%	0,48%	0,41%	0,31%	0,26%
Banca Comercial	13,64%	7,37%	5,65%	4,80%	5,06%	2,44%	0,51%	0,28%	0,19%	0,09%	0,04%
Proveedores	0,36%	0,32%	0,44%	0,27%	0,22%	0,29%	0,14%	0,10%	0,09%	0,06%	0,05%
Bonos	54,07%	62,18%	61,83%	54,72%	55,18%	57,77%	58,55%	57,92%	54,13%	56,33%	54,94%

Fuente: Banrep

Por tipo de prestamista, la deuda pública externa del gobierno nacional central se concentró en la emisión de bonos en los mercados internacionales, seguido por la contratación con la banca multilateral.

El mercado de bonos ha sido una herramienta importante de financiación externa, y como se observa en el cuadro anterior fue un soporte ante los bajonazos económicos, resaltando 2001 y 2009, para solventar el presupuesto de las vigencias.

En la década se reafirmó la tendencia de disminuir la consecución de recursos a través de la banca comercial, que fuera importante a finales del siglo pasado. En el año 2001 se evidenció su caída y para el año 2005 el fortalecimiento de las multilaterales, sus condiciones financieras y los procesos de negociación hicieron aun más evidente el menor uso de esta fuente. En el año 2010 apenas alcanzó el 0,04% de participación dentro del total de la deuda del GNC, mientras que los bonos y los préstamos de multilaterales ocuparon el 99% de la financiación.

Cuando hay una mayor concentración de financiación por medio de la emisión de bonos, es evidente que estos recursos no están destinados a proyectos específicos sino a la financiación de los programas presupuestales, por lo tanto, la mayor parte del endeudamiento público se destinó a programas generales del gobierno nacional. Con las multilaterales por el contrario, los recursos están direccionados hacia el fortalecimiento de ciertos programas. En el anexo número 2 se expone un resumen de los principales sectores a los cuales están enfocados los recursos de esta banca.

Dentro de los prestamistas multilaterales se destaca que a partir de 2005 han incursionado dentro de la financiación otro tipo de entidades, fortaleciendo programas concretos que apuntan al mejoramiento social y económico, es el caso de la IFC, el OFID y FIDA²⁵.

²⁵ IFC - Corporación financiera internacional: es la institución afiliada del Grupo del Banco Mundial que se ocupa del sector privado.

FIDA – Fondo internacional para el desarrollo de la agricultura

OFID - Fondo para el Desarrollo Internacional: es una institución intergubernamental de financiamiento para el desarrollo. Nace en enero de 1976 por Estados Miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) como un canal de asistencia a los países en desarrollo.

Indudablemente el BID continúa siendo el ente multilateral que más peso tiene dentro del endeudamiento total del GNC con esta banca. Allí se han contratado grandes e importantes préstamos sobre todo entre 2000 y 2003 donde le dio un gran empuje al plan Colombia²⁶. Ha mantenido su papel preponderante dentro de la financiación de las políticas públicas de los gobiernos, manteniendo su participación entre el 18 y 20% dentro del total de los recursos externos (Ministerio de Hacienda, 2001 - 2010).

En un breve recuento podemos mencionar que los recursos del BID se pueden dividir en tres lapsos de tiempo: antes de la crisis financiera de mediados de la década del noventa los desembolsos estaban enfocados en apoyar algunas áreas relevantes para el desarrollo económico del país, entre ellas se encuentran el apoyo al proceso de paz, la reducción de la pobreza, la descentralización, la modernización del Estado y el crecimiento económico (sectores clave: agropecuario, educación, transporte y desarrollo social) (Contraloría, 2001).

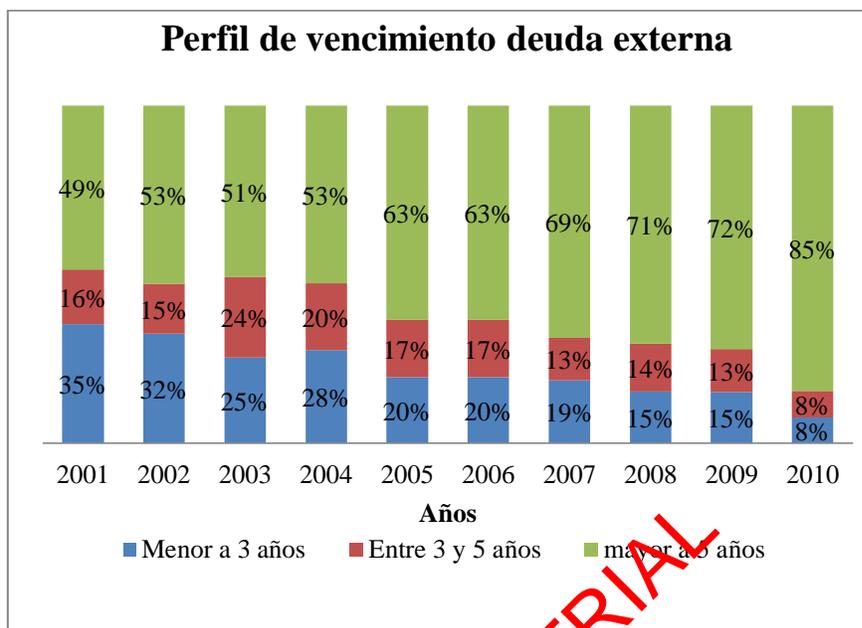
A partir de 1998, a raíz de la crisis fue necesario incrementar el flujo de recursos hacia el país, con el fin de apoyar los programas más urgentes del gobierno, prioritariamente reformas social, financiera, fiscal territorial y finanzas públicas, modernización del sector eléctrico y La Red de Solidaridad Social, sectores que se encontraban fuertemente golpeados por la crisis financiera y el bajo crecimiento económico.

A partir de 2003, 2004, con un nuevo gobierno en el poder y con condiciones un poco más favorables en el mercado, los recursos estuvieron más expuestos a las reformas para las mejoras institucionales, a la competitividad, tecnología, educación, vivienda e incluso condiciones climáticas.

2.2.4. Perfiles de vencimiento de la deuda externa del GNC

²⁶Plan Colombia (también llamado Plan para la Paz, la Prosperidad y el Fortalecimiento del Estado o Plan Colombia para la paz): es un acuerdo bilateral constituido entre los gobiernos de Colombia y Estados Unidos. Se concibió en 1999 durante las administraciones del presidente colombiano Andrés Pastrana Arango y el estadounidense Bill Clinton con los objetivos específicos de generar una revitalización social y económica, terminar el conflicto armado en Colombia y crear una estrategia antinarcóticos.

Gráfico 6



Fuente: Ministerio de Hacienda

El manejo dado por el gobierno nacional a la deuda pública externa en la última década hizo que los indicadores de endeudamiento se redujeran considerablemente y que se lograra disminuir las presiones financieras sobre el presupuesto nacional (Contraloría, 2010).

Como se evidencia en la gráfica, la gestión de deuda ha permitido que la tendencia sea una reducción en las concentraciones de amortización en el corto plazo. El promedio al inicio de la década estaba en un 35% y terminamos el 2010 con un 8% en deuda menor a 3 años y de 2% en deuda a 365 días.

La deuda externa a largo plazo, mantiene su posición dominante y en ascenso. Ello se sustenta en que una fuerza importante de proveedores son los multilaterales quienes estiman la amortización de pagos en plazos mayores, además el gobierno ha buscado colocar bonos a mayores plazos, lo que se ha facilitado con la liquidez del mercado.

El perfil de vencimiento a largo plazo con corte al 31 de diciembre de 2010 para la deuda externa, expone una concentración del 85%, se perfilan amortizaciones al 2042 con una carga del 50% (Ministerio de Hacienda, 2001 - 2010).

2.2.5. Tes globales

Dentro de los instrumentos externos en el corte de esta década, vale la pena destacar la emisión de títulos globales. Esta emisión desde el año 2004, resaltó la gestión del gobierno por buscar mecanismos que reduzcan las diferentes fuentes de riesgo, en este caso optó por un esquema que apunta hacia la reducción de la dependencia del mercado local y externo tradicional.

Los títulos globales, son papeles denominados en pesos pagaderos en dólares, que se colocan en los mercados externos de capitales. El cálculo de los intereses y el principal se hacen en moneda local, pero pagable en dólares a la tasa de cambio del día cuando venzan.

En noviembre de 2004 Colombia emitió por primera vez Tes globales, siendo el cuarto país después de México, Brasil y Uruguay con este tipo de emisión y el segundo soberano, a la par con Brasil. Se emitieron bonos globales en pesos con liquidación en dólares por un valor de USD\$ 375 millones, con una condición ventajosa para el prestatario, como se refleja en su cupón de 11,75% y su vencimiento a cinco años (BIS, 2007).

La atracción de los inversionistas internacionales fue muy elevada, lo que permitió emitir dos tramos con costos comparativamente bajos en el mercado doméstico, condición que se mantiene y que se constituye en una alternativa de recursos económica para el gobierno²⁷.

En febrero de 2005, se lanzó una nueva emisión con condiciones muy similares, pero con vencimiento más largo (10,7 años), seguida de otra más en junio de 2007 para financiar la recompra de deuda denominada en dólares y que se convirtió en el bono de mayor plazo emitido en la curva de Tes globales, con vencimiento en el 2027.

La última emisión fue realizada en abril del año 2010 con vencimiento al año 2021 por valor de USD\$800 millones, la cual se destacó en el mercado y recibió el premio a la mejor transacción de financiamiento en moneda local del año 2010 en Latinoamérica, por parte de la revista especializada LatinFinance - Best Local Currency Financing 2010.

²⁷ En la emisión de Colombia, de noviembre de 2004, los diferenciales primarios fueron de 20 a 50 puntos básicos por debajo de los bonos internos similares. En Brasil, el rendimiento del bono internacional brasileño (tipo Tes global) fue de 13%, mientras durante los dos últimos años, la tasa interbancaria había variado entre 16% y 20% (Tovar, 2005citado en Borensztein *et al.*, 2007)

En resumen actualmente Colombia cuenta con tres referencias de este tipo, con vencimiento el 22-oct-2015, 14-abr-2021 y 28-jun-2027.

El bono global es equivalente entonces a invertir en la deuda del gobierno, excepto que los inversores no tienen que llevar a cabo una operación *spot* (diaria) de moneda en cada punto, cuando el flujo de caja se genera en moneda local el retorno es en dólares.

El título se encuentra bajo la normatividad de *New York*, por lo tanto da mayor confiabilidad que si estuviera bajo la normatividad del estado Colombiano, en el caso de un *default*. Estos papeles permiten a los inversionistas extranjeros tener exposición al mercado local colombiano con las protecciones del mercado internacional.

El Fondo Monetario Internacional en el año 2004 resaltó que con este tipo de emisión el país se acercó a la superación de lo que se ha denominado el pecado original internacional. Consideró que las ventajas obtenidas por el gobierno con los Tes globales se pueden resumir en:

- La estructura de los bonos está diseñada para compartir el riesgo de moneda entre el inversor y el gobierno. El inversor elimina el riesgo de convertibilidad en la operación, pero el gobierno transfiere el riesgo de tasa de cambio desde el soberano al acreedor.
- Esta operación reduce el descalce de la moneda —la brecha que hay entre los activos en pesos y los pasivos en dólares que se refleja en la hoja de balance del gobierno —, siendo una de las mayores consecuencias del pecado original.
- Disminuye el efecto que los flujos de capital de corto plazo tienen sobre la volatilidad del mercado de deuda pública local.
- La emisión permite ampliar la base de inversionistas, que quieren invertir en moneda local, pero no están dispuestos a realizar los diversos trámites que se requieren para entrar a operar en el mercado²⁸. La nación está accediendo a una base de inversionistas muy diferente a la residente en el país y que invierte en la misma moneda en que se generan ingresos en la economía.

²⁸ La reglamentación local exige que los inversionistas extranjeros conformen un fondo de capital, de esta manera, incurren en costos con la constitución de este y los pagos por administración. En el tema tributario, la norma existente obliga a los inversionistas extranjeros no residentes a pagar el impuesto de renta, equivalente a 33% de los intereses que se perciban con ocasión de la adquisición de los bonos. Los altos costos transaccionales y tributarios locales obligan a los inversionistas extranjeros a exigir una mayor prima de riesgo al comprar Tes locales en comparación con la que se exige por los Tes globales.

- Es una ayuda importante para que el país aumente las oportunidades de distribuir riesgos²⁹ teniendo sustanciales repercusiones para la estabilidad financiera.

En este último punto los bonos globales tienen un importante impacto. El sistema financiero ha estado expuesto a la deuda pública local (Tes), como contrapartida a la menor exposición del sector público a los títulos en divisas. Esta situación hace al sistema muy vulnerable, dado que cualquier perturbación adversa a raíz de la devaluación de la moneda y del aumento de las tasas de interés, podría deteriorar el valor de mercado de los títulos, por lo tanto, la inversión equilibrada en otros mecanismos podría proteger al sistema financiero local de una exposición excesiva a la deuda pública (Serge & Tovar, 2008).

En la misma dirección, este tipo de instrumentos favorece al sector privado y en general a la actividad económica, puesto que libera recursos de financiamiento para el sector real a nivel local, ya que los fondos no se recogen en Colombia sino en el exterior.

Este mecanismo ha sido una estrategia importante para el país ya que ha contribuido sustancialmente a la compresión de las tasas de la curva de Tes locales y ha buscado la forma de ampliar la base de inversores, primordialmente para disminuir la inestabilidad, desde dos puntos de vista: primero porque los inversionistas que se atienen a mecanismos similares, tienden a reaccionar de la misma forma ante las novedades o las conmociones económicas, segundo los inversionistas con un horizonte más vasto posiblemente prestarán más atención a los factores económicos fundamentales de los países prestatarios que a las tendencias del momento (Borensztein *et al.*, 2007).

Sin embargo, este es un instrumento efectivo, solo si la gente observa que el país esta en condiciones favorables. Crece la demanda cuando existe un apetito por el riesgo y los fundamentales son estables, pero cuando hay un choque internacional el instrumento deja de ser tan atractivo, si los inversionistas perciben que la inversión en los mercados emergentes ya no es tan segura, se puede asumir un riesgo de refinanciación mucho mayor.

²⁹ La importancia de que Colombia emita títulos con estas características, descansa en el hecho que fue capaz de darle un lugar internacional a los bonos en moneda local, a pesar de la inexistencia de un mercado de estos bonos y que su liquidez en el mercado secundario es bajo, por ello es una herramienta a explotar.

Es un instrumento muy interesante, pero es solo una alternativa de financiación, podría definirse como un instrumento complementario o la *segunda mejor opción*, ya que no se sabe si siempre, en cualquier momento, se podrá emitir este tipo de bonos en el mercado (punto concedido por Quintero J. subdirector de financiamiento interno de la nación, entrevista personal, 31 de enero de 2012), además al fragmentar la liquidez, estos bonos pueden dañar el desarrollo de los mercados de deuda local.

Por ello los instrumentos primarios se consolidan en la base inversora local, que es cierta cuando el mercado de deuda es desarrollado, y entonces allí se garantizará que habrá una base inversora que esta dispuesta a invertir en deuda pública, incluso en los peores momentos.

2.3. Razones de reconversión de la financiación nacional hacia instrumentos internos.

Dos componentes relevantes hacen parte del análisis de reconversión hacia fuentes de financiamiento interna por parte del gobierno Colombiano hacia finales del siglo XX.

El primero, agrupa factores externos como fue la crisis financiera que golpeó la economía de los países latinoamericanos –con muy pocas excepciones –, precedida de un *boom* del crédito por un exceso de liquidez que infló las expectativas de la economía y aligeró el endeudamiento privado y público, así, como la liberalización financiera y la apertura de la cuenta de capitales que se produjo durante la primera parte de la década, ambas surgieron de manera simultánea con una significativa entrada de capitales.

A raíz de la crisis financiera generada entre 1998 y 2000, la fragilidad financiera de los hogares y las empresas, se tradujo en una reducción de la demanda de crédito, junto con esto, la inestabilidad patrimonial de las instituciones financieras, las altas tasas de interés y la percepción de riesgo, llevaron a una reducción de la oferta. Determinantes tales como, los crecientes desequilibrios fiscales, la entrada masiva de dólares y las presiones sobre la tasa de cambio, fueron aspectos incisivos para que el gobierno optara por reforzar la estrategia global de reemplazar los recursos externos por fondos domésticos (Vargas, 2005).

Al deterioro de la economía causa de los choques externos, por la secuencia de crisis a nivel mundial y el debilitamiento financiero, a Colombia se suma hacia 1996 – 1998 una crisis política, que por supuesto tuvo una repercusión negativa sobre las variables económicas fundamentales (ver anexo 3). El aumento del riesgo país y la inestabilidad de los mercados financieros internacionales, hicieron que Colombia dejara de ser un lugar atractivo para la inversión extranjera directa (Parra & Salazar, 2000).

El segundo factor se refleja en políticas internas dadas por el gobierno para adaptarse a los cambios sucesivos a nivel global.

El gobierno debió adoptar una serie de reformas que dieran respuesta a situaciones como, las limitaciones impuestas al Banco de la Republica por ley; un mercado de capitales totalmente incipiente el cual requería ser atendido; adoptar un mecanismo que permitiera hacer frente a la reforma pensional que trajo consigo un flujo de dinero; un sistema cambiario débil de bandas; entre otros. Esta situación presionaba como una bomba de tiempo a la toma de nuevas políticas.

En entrevista concedida por Quintero, J. (2012), destacó que el gobierno al final de la década del noventa estaba en el momento clave para darle un viraje a la política de endeudamiento. El contexto era, “un país sujeto a toda una serie de vaivenes de las comunidades internacionales, a medida que había una exposición externa se estaba asumiendo un riesgo mayor e innecesario, a lo que se sumaba el hecho de que los ingresos de la nación estaban indexados a variables locales”. Por lo tanto, la administración concerta como prioridad, la necesidad de tener herramientas locales más fuertes y disminuir el grado de exposición al mercado internacional.

2.3.1. La crisis financiera de la década del noventa

2.3.1.1. Antecedentes macroeconómicos y situación del sistema financiero.

En Colombia como en otros mercados emergentes en los noventa, las autoridades económicas se embarcaron en un ambicioso plan de liberalización financiera y de reformas económicas, cuyo objetivo era elevar la eficiencia de la economía, incentivar el crecimiento del producto y responder a los retos del nuevo escenario internacional. Casi simultáneamente, se dio un importante incremento de las entradas de capital que causaron una significativa expansión

monetaria y de crédito, estimulando un mayor gasto público y privado (Universidad Externado de Colombia & FOGAFÍN, 2009).

Se destacan las siguientes transformaciones que contribuyeron a la afluencia del capital: facilitaron la entrada de nuevos intermediarios al sector y flexibilizaron los procedimientos de fusión, cesión y liquidación de las empresas; ampliaron la gama de operaciones permitidas a todos los grupos de entidades³⁰; se desmontaron las inversiones forzosas y el crédito de fomento y se simplificaron y redujeron las exigencias de encaje para los diferentes tipos de depósitos (Parra & Salazar, 2000).

Dentro del nuevo régimen de inversión extranjera, permitieron la participación hasta del 100% del capital foráneo en las entidades financieras. De la misma manera, en la nueva ley del Banco de la República, se prohibió imponer controles permanentes sobre las tasas de interés cobradas y pagadas por los intermediarios financieros.

Con los cambios generados en Colombia y otros emergentes, y bajo un panorama de receso de los Estados Unidos quien venía de una profunda crisis en los 80's, que se tradujo en tasas de interés muy bajas, resultaba atractivo direccionar el ahorro hacia estos países, que ofrecían buenas tasas de rentabilidad.

Durante la primera mitad de la década, las expectativas optimistas sobre la economía colombiana, sustentadas principalmente por el auge petrolero y la apertura económica, incidieron en el comportamiento de muchos agentes, que aumentaron sus niveles de gasto y endeudamiento –las tasas de ahorro público y privado se redujeron–, al mismo tiempo que aumentaba la inversión extranjera.

³⁰ Antes de la liberalización, el sistema bancario concentraba la mayoría de sus créditos en el corto plazo y las entidades hipotecarias financiaban en el largo plazo los proyectos de construcción y compra de vivienda. Estas últimas, por estar concentradas en un derecho constitucional, tenían algunos privilegios, tales como: menor encaje y acceso permanente a los recursos del Banco Central. Con la reforma, el mercado financiero se regula bajo unas mismas características sin privilegios especiales, por lo tanto, el aumento de la competencia llevó a mayores costos de fondeo y a fondos menos estables en las entidades hipotecarias (mayor dependencia de depósitos a término indexados y denominados en pesos, y de recursos del mercado interbancario), aumento del riesgo de liquidez y de la brecha de liquidez.

Este exceso de liquidez combinado con un crecimiento acelerado de la demanda agregada³¹ y del PIB, se tradujo en un *boom* de crédito. La tasa de crecimiento de la cartera presentó niveles históricamente elevados cercanos al 70% en términos nominales en 1993, a la vez que las tasas de interés tanto nominales como reales permanecieron relativamente bajas (*Ibíd.*).

La competencia en la colocación de créditos, dadas las condiciones de liquidez y de tasas de interés, llevó a que se relajaran las prácticas prudenciales y los intermediarios tomaran excesivos riesgos, sin que la entidad de supervisión adaptara sus normas a este acelerado crecimiento.

Como es evidente el ciclo de crédito doméstico fue determinado más por las condiciones financieras externas, que por las características propias de la economía nacional (Universidad Externado de Colombia & FOGAFIN, 2009; Tenjo & López, 2002).

Entre 1991 y 1996 hubo una mayor y creciente profundización financiera. Ésta se mide, por ejemplo, a través de la relación de M2 a PIB la cual incrementó de 30% a 40% en este período³². El número de entidades se amplió de manera importante, especialmente en el sector bancario y de las compañías de financiamiento comercial. Sin embargo, estos nuevos agentes fueron en su mayoría de menor tamaño (Parra & Salazar, 2000).

La banca oficial perdió peso al interior del sistema bancario, pasando de representar 55% de los activos totales en 1991 a 18% en 1998. A su vez la banca extranjera incrementó su participación de manera significativa, pasando de no más del 8% del total de activos del sistema bancario en 1991 a 31.4% en 1998.

En términos de consumo, la combinación de factores como la revaluación, el crecimiento económico, la estabilidad de las tasas de interés, el bajo rendimiento del ahorro y la mayor confianza de los consumidores en las condiciones de la economía, incentivaron la preferencia por compras de bienes no transables –especialmente bienes raíces – (ver anexo 4), llevando a un incremento en el crédito interno y en el precio de los activos.

³¹ La demanda, en el período 1992-1995 creció cerca de 9.7% en promedio (Parra & Salazar, 2000).

³² M2 = M1 + Cuasi dineros. Ver series estadísticas Banco de la República.

La dinámica de los mercados hipotecarios y de vivienda cambió radicalmente, las entidades hipotecarias adoptaron esquemas de amortización más riesgosos con el objeto de captar la demanda. Adicionalmente, la falta de evaluación apropiada de los préstamos hipotecarios incrementó su exposición al riesgo crediticio, de igual forma, la indexación de las tasas de los préstamos hipotecarios a las tasas de interés de mercado (depósito a término fijo - DTF) redujeron la exposición de las entidades hipotecarias al riesgo de tasas de interés, a expensas de un mayor riesgo de crédito.

2.3.1.2. *La crisis y el debilitamiento financiero.*

Hacia el año 1994 inicia la crisis de México con repercusiones mundiales. Esta fue la primera de una serie de crisis financieras, que fueron reagrupadas bajo el término de *crisis de cuenta de capitales*.

Se hizo sentir en la región en 1995, en grandes rasgos ésta tuvo origen en una falta de reservas internacionales y el desequilibrio de la balanza de pagos, causando la devaluación del peso mexicano. El desarreglo económico generado y la conmoción financiera, dejó a varios países sin acceso al mercado internacional de capitales y los obligó a depender del mercado interno. Ello puso en evidencia una nueva dinámica desestabilizadora que afectaba a los movimientos de capitales, caracterizada por la amplitud y la violencia de las reversiones de flujos que condujeron a una paralización brusca de la financiación, *sudden stop* (Calvo, 1998).

En circunstancias normales, quizás los países latinoamericanos, hubieran retomado la senda hacia el endeudamiento internacional, después de un tramo corto en la economía, pero la serie de crisis financieras, la del Este de Asia en 1997, la de Rusia en 1998, la de Brasil en 1999 y la de Argentina en 2001, que siguieron a la crisis de México, condujeron a una situación de discontinuidad del acceso a los mercados internacionales de capitales y convencieron a los diseñadores de políticas de la importancia de contar con una fuente interna y confiable de financiamiento (BID, 2006).

Para el año 1996 en Colombia es evidente una desaceleración importante del crecimiento económico y por supuesto la finalización del auge del crédito, lo cual golpea al sector financiero de manera significativa. Parra & Salazar (2000) citan a Echeverry (1999), quien describe que la

desaceleración resulta ser bastante fuerte debido a que coinciden las fases descendientes de por lo menos dos ciclos, el *boom* de demanda de los años 92 a 94 y de la leve y ficticia reactivación económica lograda en estos años.

Cuando comienza el período de recesión, los indicadores de vulnerabilidad del sector financiero se deterioran de manera significativa. A diferencia de la crisis de los años ochenta, en la que los bancos grandes registraron las mayores pérdidas, en la de los noventa, las instituciones más frágiles fueron las pequeñas, las del sector financiero público³³ y las corporaciones de ahorro y vivienda.

A pesar de que las reformas de los noventa propiciaron un crecimiento del sector financiero y en general la mayoría de los cambios fueron positivos, al momento de desatarse la crisis, el sector financiero se vuelve frágil y vulnerable.

Fue notoria la inexistencia de instrumentos de cobertura disponibles en el mercado; bajo el contexto de liquidez no se promovió la diversificación, concentrándose en bienes raíces, que elevó los precios de la vivienda³⁴ (ver anexo 5); emergió la falta de experiencia de las entidades hipotecarias en otros mercados, la carencia de liquidez y el riesgo de tasas de interés fueron difíciles de manejar y aunque se suscitó la competencia en el sistema, se produjo un incremento en la concentración de la propiedad, a través de la conformación de conglomerados financieros.

A partir de 1997, el crecimiento de la cuenta de capitales fue interrumpida, como consecuencia de la crisis política que enfrentó el país entre 1996 y 1998, del deterioro de los términos de intercambio y de los efectos que tuvieron las crisis internacionales.

Al deteriorarse los términos de intercambio, recortarse los flujos de capital y encarecerse el crédito externo, el ajuste del gasto fue inevitable y trajo consigo la caída de la actividad

³³ La tasa de deterioro de la cartera de las instituciones públicas había sido mucho mayor que la de los bancos privados, lo que sugiere que la cultura de gestión y reembolso era ineficiente, ello dificultó maniobrar bajo las difíciles situaciones del mercado (Guigale, Olivier & Connie, 2002).

³⁴ Tomando como referencia el precio de vivienda nueva en Bogotá - Colombia, la valorización de activos hipotecarios entre 1992 – 1995 fue equivalente al 35% real, apalancada en una gran amnistía patrimonial de recursos externos y significativas expansiones monetarias. El periodo 1996–2000 fue de desaceleración y posterior crisis, ello implicó una caída del 11% real en el precio de la vivienda nueva en Bogotá y durante la crisis una caída adicional de 17% (Rincón, Ramos & Lozano, 2004).

productiva y los problemas del sistema financiero por la pérdida de la confianza de los agentes económicos. Ello dio lugar a los ataques especulativos contra el peso, que se tradujeron en la caída de las reservas internacionales y en la fuerte presión sobre la tasa de cambio y la tasa de interés.

El momento clave que exacerba la vulnerabilidad del sector financiero, se da en junio de 1998 cuando con el objetivo de defender la banda cambiaria, las tasas de interés se elevan de manera excesiva, la tasa activa supera el 50%. Desde ese momento empieza un deterioro acelerado de los indicadores de rentabilidad, calidad de la cartera y solvencia (Parra & Salazar, 2000).

El incremento de la tasa de cambio golpeó fuertemente tanto al sector público como al privado, por sus elevados niveles de endeudamiento externo. La tasa de interés no sólo afectó al gobierno y a las empresas sino a los hogares, ya que al contraerse la demanda, cayeron abruptamente los precios de los inmuebles lo cual redujo la base patrimonial de estos tres agentes económicos.

El quebranto de los indicadores financieros de los establecimientos de crédito, provocó una importante contracción de la oferta de crédito en el país (*credit crunch*). De esta forma se evidenció un cambio en la composición de los activos del sistema a partir del año 1998, como resultado el portafolio de inversiones en especial el representado por títulos de deuda pública aumentó su participación (ver recuadro 1 Impulso del mercado de bonos) (Universidad Externado de Colombia & FOGAFIN, 2009).

Los valores públicos en los balances de los bancos incrementaron su proporción de aproximadamente el 10% de los activos antes de la crisis, a casi el 30% para finales de la década, un fenómeno consecuente con el aumento del endeudamiento del gobierno para afrontar los gastos, debido a la desaceleración y a la reducción de las recaudaciones tributarias.

La estrategia de resolución de la crisis de finales de los años noventa, tenía como prioridades recuperar prontamente la confianza en el sistema financiero colombiano y minimizar el impacto de la crisis sobre la actividad económica. Dentro de las medidas adoptadas para resolver la crisis se encuentran: liquidación de entidades financieras, reconstitución de la reserva del seguro de depósito, medida de asistencia a los deudores y entidades financieras, entre otras.

Para cubrir el costo de los distintos programas de apoyo, resultó necesario conseguir una gran cantidad de recursos en un plazo muy corto, lo cual agravó la situación fiscal del país. En estas circunstancias el gobierno recurrió a alternativas tales como: la emisión de bonos, el compromiso de vigencias futuras e incluso la creación del impuesto a las transacciones financieras³⁵ y al patrimonio.

El siglo XX termina tras un periodo de crisis que afectó profundamente la economía colombiana. La relación deuda GNC a PIB experimentó una tendencia explosiva que se prolongó hasta 2003, cuando alcanzó un 46,90%, el año 2000 presentó la mayor variación de la deuda en los últimos 40 años, cuando aumentó en casi un 8% del PIB (BANREP, 2011).

Su impacto sobre la estabilidad económica, llevó al gobierno a incurrir en un costo fiscal equivalente a tres veces el presupuesto de la nación del año 1999. Los superávits requeridos en cada momento para estabilizar la deuda en el período 1999- 2003 fueron superiores a los déficit observados, exigiéndose esfuerzos fiscales que oscilaron entre el 3,5% y 7% del PIB que, al no lograrse, se tradujeron en mayores niveles de deuda (Contraloría, 2010)

El déficit primario del GNC en 1999 ascendió al nivel histórico del 3,6% del PIB, el cual fue reduciéndose a medida que la producción retomó su senda, el gobierno implementó medidas para atenuar el gasto y dieron marcha al plan de reformas.

La presión sobre la actividad económica fue de tal magnitud que terminó siendo uno de los principales factores explicativos de la más profunda recesión económica de la historia reciente, con una contracción del PIB de -4,20 (año 1999 base 1994=100).

³⁵ Gravamen a los movimientos financieros (GMF), actualmente es aplicable sobre el sector financiero interno nacional y no en el sector financiero internacional al cual estaba destinado, específicamente en el mercado de divisas. El GMF se ha constituido en los últimos años en uno de los temas de mayor polémica del sistema tributario colombiano, cuestionado desde su mismo nacimiento en noviembre de 1998, pese a su carácter transitorio, ahora siendo permanente, tiene una importancia considerable para el fisco. En 2012 se discute en el Congreso de la República el proyecto para el desmonte gradual de este impuesto a partir de 2014.

Recuadro 1

El departamento de investigación del BID, señaló en el año 2006, que dando un vistazo superficial al desarrollo de los mercados de bonos de América Latina, muestra que las crisis bien sean internas o internacionales, a menudo impulsa a los mercados internos de bonos.

Parte de la evidencia, se refleja en México y Uruguay en donde el gobierno comenzó a emitir bonos después de que la crisis de la deuda de 1982 interrumpió el acceso al mercado internacional de capitales. En el caso de Argentina, el mercado de bonos gubernamentales debutó entre 1990 y 1991, cuando el gobierno emitió varios bonos a objeto de consolidar la deuda del Banco Central con la banca comercial y los pasivos que había con los jubilados, proveedores y víctimas del régimen militar.

Bachelier & Couillault (2005), analizan la sostenibilidad de la deuda en América Latina y ven como el alza del endeudamiento público en los noventa se inscribe bajo una afluencia inicial de capital, una crisis financiera que puso de relieve el papel preponderante de las dinámicas de mercado en las reversiones bruscas y masivas de los flujos de capitales y un desarrollo espectacular de los mercados de bonos.

Cowan y Panizza (2006) citado en Borensztein *et al.* (2007), expone como es de interesante el hecho de que a comienzos de los años noventa, varios países latinoamericanos tenían pequeños y menguantes mercados internos de títulos públicos, pero la crisis del tequila, que golpeó a la región a comienzos de 1995, resultó decisiva para el desarrollo de los mercados internos de bonos. La crisis financiera que privó a varios países del acceso a los mercados de capital internacionales, los obligó a depender del mercado interno.

Este fenómeno se hizo notorio en Colombia hacia finales de los noventa, en donde la brecha entre los instrumentos de financiación externo e interno se empezaron a cerrar y la evolución de los Tes es notable (Ver gráfico 1)

2.3.2. Reformas internas generadoras de cambio

Una vez abordado el aspecto de la crisis financiera, combinado con un débil mercado financiero que nos condujo al declive económico, situación que se convirtió en un punto neurálgico para que el país emprendiera otras alternativas de financiación y por supuesto el desarrollo del mercado de deuda pública, pasamos entonces a revisar otros aspectos de política gubernamental que fueron importantes para establecer lo que hoy se ha convertido en la principal fuente de recursos que soporta el presupuesto nacional³⁶.

El primer aspecto que necesariamente impulsó la búsqueda de nuevas fuentes de recursos, se remonta a los cambios constitucionales generados en el año 1991. A partir de esta reforma, el Banco de la República entraría a cumplir sus funciones como banca central, cuyo objetivo principal es el de velar, en nombre del Estado, por la estabilidad de los precios.

³⁶ La relación de financiación de fuentes internas frente a externa es de 70 a 30 a 2011 para el gobierno nacional central. La paridad entre las fuentes es evidente a partir de 1999 en donde representaban el 53% y el 47% deuda interna y externa respectivamente (BANREP, 2011).

En este sentido, el Banco independiente contribuye a que exista más democracia e impide que el gobierno extralimite el poder de emitir dinero. De esta manera, se elimina tajantemente la financiación automática de los déficit públicos por parte del banco central (hecho que se presentó en varios países emergentes para la época).

Es así como el gobierno nacional tiene que endeudarse en mercados externos e internos mediante mecanismos financieros lo que supedita la política fiscal a la dinámica de los mismos. Ello necesariamente tenía que generar cambios en las políticas que a la fecha existían.

En segundo lugar a escala microeconómica, se encuentra la reforma pensional y jubilatoria (dos regímenes: prima media y ahorro individual). Hacia mediados de la década del 90', comenzó la transición de sistemas jubilatorios con régimen de reparto a sistemas con régimen de capitalización plena, creándose las sociedades administradoras privadas de fondos de pensiones y cesantías (AFP's).³⁷

La creación del régimen de ahorro individual promovió de manera significativa el ahorro nacional, puesto que dio paso al fomento de la cultura financiera y estableció un nivel mínimo de ahorro para las personas.

Los fondos de pensiones y cesantías tienen un flujo de fuentes y usos bastante predecibles durante largos períodos; en consecuencia, su horizonte de planificación es a largo plazo y prefieren activos que generen un flujo estable de rentas reales. El constante crecimiento de los portafolios de los fondos de pensión y el fortalecimiento de estas carteras colectivas, demandó de manera masiva los instrumentos del gobierno para compensar sus estados financieros, impulsando el mercado de bonos públicos.

La permanente tenencia de estos títulos y la demanda activa, generó niveles de sustentación importantes para los precios de los títulos y por lo tanto fortaleció el endeudamiento doméstico, es así como el gobierno empieza a colocar cada vez más deuda en el mercado interno.

³⁷ Sistema General de la Seguridad Social Integral, Ley 100 de 1993 y la Ley 797 de 2003.

Sin embargo este aspecto hoy en día constituye según algunos agentes un foco de riesgo, situación que se evaluará posteriormente.

Otras reformas que se suscitaron a finales de la década y que forman parte directa o indirecta de los cambios en las políticas de financiación de la nación se resumen en:

- Al igual que otros países como Brasil, Chile, México y Perú, Colombia estimuló la implementación de reformas estructurales, principalmente en la adopción de un sistema de tipo de cambio flexible y de un esquema de inflación objetivo.

En Septiembre de 1999 el Banco de la República acogió el régimen de flotación, dejando atrás las bandas cambiarias. En poco tiempo, la banca central pudo mostrar los resultados y defender la política que concertó, que se mantiene y que en el transcurso de estos 10 años se tradujo en una tasa de inflación de un dígito³⁸.

A medida que la inflación a nivel regional descendió y hubo mayor estabilidad económica, los inversionistas locales estuvieron más dispuestos a tomar riesgos frente a las tasas de interés, lo que impulsó el desarrollo y la extensión de las curvas de deuda pública.

- Reforma tributaria con la Ley 633 de 2000, destacándose la creación de una nueva fuente de ingresos de carácter tributaria y la reforma de las bases gravables.
- Saneamiento de las finanzas territoriales a través de la ley 617, que fijó límites al endeudamiento de los municipios.
- Reforma a las transferencias del nivel central a los municipios, con el acto legislativo 01 de 2001 fijando los incrementos anuales.
- Régimen de promoción y reactivación del sector empresarial y reestructuración de los entes territoriales para asegurar la función social de las empresas y lograr el desarrollo armónico de las regiones, con la ley 550 de 1999 (ley de intervención económica).

Otro ajuste de tipo institucional, que entraría a evaluar realmente la estructura de deuda de la nación y definiría cual era el camino a seguir, fue la creación a comienzos de 1997 del Comité

³⁸ Inflación 12 meses corte al 31 de diciembre de 2010 = 3.17% certificada por el Dane.

Asesor de Deuda Pública, cuyo propósito era analizar la política general de endeudamiento externo e interno del país, aprobar los portafolios de referencia y los lineamientos de manejo de riesgo. A partir de ese momento, las entidades participantes avanzaron en la conformación de grupos de trabajo orientados al diseño y análisis del manejo de la deuda y a la celebración de operaciones que buscan ajustar dicha deuda a los portafolios de referencia establecidos.

Este último ajuste aunque no se percibe en el entorno, a nivel interno y organizacional del Ministerio, marcó la visión que se tenía del concepto de deuda y su constitución es un parámetro de referencia para evaluar el antes y el después de la deuda en el país.

2.3.2.1. Ajuste del mercado de capitales y riesgo de tipo de cambio Mismatch

Hacia finales del siglo XX con la parada súbita de flujo de capital externo, fue axiomático el alto riesgo del país frente a la gran dependencia de financiación de los flujos externos. Había un condicionamiento permanente a un descalce frente al volumen de deuda (*Mismatch* de activos y pasivos y tipo de cambio), además la mayoría de los empréstitos en divisas solía tener plazos cortos, a ello se sumaba un mercado interno básico que no generaba los flujos que se requerían para cubrir las vigencias presupuestales.

Otros factores de fragilidad son mencionados por el Fondo Monetario internacional (2003) en un contexto mas amplio de las economías emergentes, resaltando los siguientes: el promedio de ingresos es bajo y volátil, inestabilidad de los movimientos de capitales, el pago por concepto de intereses es un rubro amplio dentro de los gastos de los gobiernos, información imperfecta en el mercado, y el denominado pecado original referenciado por Eichengreen, Hausmann y Panizza.

A partir de este entorno perturbador, el gobierno nacional además de las estrategias inmediatas y de reformas en el sistema financiero para contrarrestar los efectos de la crisis, dio relevancia al fortalecimiento del mercado de capitales de deuda pública en el país. Dando respuesta también, a los resultados arrojados por la investigación realizada por la Misión de Estudios de Mercado de Capitales –Ministerio de Hacienda, Banco Mundial y Fedesarrollo–, llevada a cabo entre 1996 y 1997.

Esta investigación, considerada como una de las más importantes en la materia en la década del noventa (Parra & Salazar, 2000). Concluyó que el mercado no intermediado en Colombia era para la fecha de publicación, poco profundo, ilíquido y bastante concentrado, infería que los orígenes de la atrofia de este sector se remontaban a las primeras actuaciones del Banco de la República como proveedor de crédito de fomento, siendo agravada por las reformas financieras de 1951 que favorecieron el endeudamiento a través de bancos (Uribe, 2007).

La misión plasmó una serie de recomendaciones que se convirtieron en la carta de navegación de la política económica vinculada con este frente. Se destaca: la necesidad de mantener la estabilidad económica de la nación y la de implementar medidas en pro de potenciar la oferta de nuevos papeles, por ejemplo, mediante emisiones sindicadas o titularizaciones y con una actuación más activa del gobierno como oferente de títulos. También realizan recomendaciones en materia legislativa, con miras a lograr una mayor coordinación entre las leyes.

El gobierno decidió adoptar como objetivo prioritario, el desarrollo de un mercado de deuda pública en moneda local. Tal como lo expresa en la entrevista el subdirector de financiamiento de la nación (2012), “era mucho más eficiente para el gobierno tener un mercado local suficientemente fuerte de tal manera que se pudiese acceder al financiamiento en el momento en que lo necesitara, y no precisamente depender de las variables internacionales para acceder al mercado de capitales”.

Promulgar la gestión de la deuda pública, que para ese entonces no era parte de una política, le daría liquidez y transparencia al mercado, mejoraría el flujo de información y la calidad de esta y rompería el tan asiduo pecado original.

Podemos concluir que:

En este último aparte se expone como los cambios en el mercado, las reformas suscitadas y la voluntad del gobierno para darle un viraje a la estructura de la deuda, son las situaciones embrionarias para el direccionamiento de las fuentes de financiación hacia instrumentos internos. A continuación se resumen los principales hechos y reflexiones:

- La crisis financiera de los 90, en las cuales los movimientos de la tasa de cambio condujeron a que la relación deuda/PIB aumentara rápidamente (tasa de cambio volátil y riesgosa); elevados déficit fiscales, la falta de credibilidad en las autoridades monetarias; la inestabilidad macroeconómica de la región y la debilidad del sistema financiero, generó un consenso – no solo en Colombia – sobre la conveniencia de mantener niveles relativamente bajos de deuda en moneda extranjera (Bancolombia, 2008).

Calvo (1998), expuso que los episodios frecuentes de interrupciones súbitas (*sudden stop*) eran el elemento distintivo del mercado internacional para los bonos de las economías emergentes. Ello contextualiza el por qué los gobiernos necesariamente tenían que optar por alternativas de financiación, y tal como fue definido por el Ministerio, era imperante la necesidad de tener un mercado local a donde se pudiera acceder cuando realmente se requería, sin la dependencia permanente de los flujos externos.

Reinhart & Rogoff (2008), citan que el volcamiento al endeudamiento interno se convierte en la obligación de un gobierno ante la necesidad de unos fondos para mantener el equilibrio en la economía, independientemente si sus mercados financieros internos estuvieran preparados o no para enfrentar este fenómeno.

- En una observación retrospectiva realizada por el Borensztein *et al.* (2007) y acompañada por otros autores, concluyen que una crisis interna o internacional suele ser el punto de partida para la puesta en marcha del mercado interno de títulos públicos, situación presentada en América Latina en la década del noventa.

- El gobierno nacional decidió adoptar una estrategia conducente al desarrollo del mercado interno y a la reducción de la dependencia de los mercados de capital internacionales y cambiar el panorama que había tenido durante las últimas décadas.

- Desde el punto de la vista de la demanda (inversionista), el volcamiento hacia las carteras de títulos gubernamentales, relevante entre 1998 y 2003, da muestra de que las entidades acogieron prácticas de financiamiento más prudentes tras la crisis, así como una mayor aversión al riesgo.

La escasa ponderación del riesgo de la deuda pública en moneda local para efectos de una cartera global, pudo haber aumentado su apetito por estos títulos (BIS, 2007).

2.4. Principales instrumentos de financiación de la deuda interna del GNC

Durante la década, como se ha reseñado en este capítulo, la financiación de la nación con instrumentos internos ha sido el de mayor preponderancia. Dentro de este esquema existe un universo de títulos que se desglosan a continuación, sin embargo, el mercado de deuda pública colombiano se concentra básicamente en los Títulos de Tesorería, mejor conocidos como Tes, hacia finales de 2010, estos representaron cerca del 92,39% del esquema de financiamiento del GNC.

2.4.1. Títulos de tesorería Tes Clase B

Los Títulos de Tesorería –Tes– fueron introducidos como mecanismo de financiación interna del gobierno nacional mediante la Ley 51 de 1.996, con el objetivo de ser utilizados para financiar las operaciones presupuestales, reemplazar a su vencimiento los Títulos de Ahorro Nacional –TAN– y los Títulos de participación.

Los Tes clase A, como se estableció en un aparte anterior, fueron emitidos para cumplir con una función específica, que era cubrir el pasivo existente con el Banco central y para sustituir a su vencimiento la deuda contraída en operaciones de mercado abierto –OMAS–.

Las deudas de la nación con el Banco de la República se generaron en cumplimiento de la función financiadora que tenía en ese momento (previo a los cambios constitucionales). El Banco otorgaba recursos para créditos suplementarios para cubrir gastos de funcionamiento e inversión con cargo a sus propios recursos o a la cuenta especial de cambios. Igualmente existían deudas derivadas de la garantía solidaria del banco para la atención del servicio de la deuda de los títulos TAN utilizados para el financiamiento del presupuesto.

Por otro lado se encuentran los títulos denominados Tes clase B, los cuales a lo largo de la última década han trascendido y se han convertido en la mayor fuente de financiación de la nación (Contraloría, 2010).

Los Tes Clase B son destinados a la financiación de mediano y largo plazo de los gastos que estén incorporados dentro del presupuesto nacional (apropiaciones presupuestales y operaciones temporales de tesorería), fueron creados en su momento para sustituir a su vencimiento a los Títulos de Ahorro Nacional (TAN) y para emitir nuevos títulos que repongan los que se amorticen o deterioren, sin exceder los montos de emisión autorizados por la ley.

Adicionalmente, los Tes Clase B cumplen otros objetivos tales como:

- Desarrollar y profundizar el mercado de capitales Colombiano.
- Incentivar el ahorro interno a largo plazo.
- Informar al mercado financiero sobre las expectativas y precios por plazo.
- Implementar una curva de rendimientos dentro del mercado, que permite su profundización.
- Atraer inversionistas institucionales.

2.4.1.1. Características Generales de los Tes clase B

- Los Tes son emitidos con plazos que fluctúan entre uno y más años calendario, exceptuando los de operaciones temporales, los cuales tiene un plazo inferior a 1 año. El plazo se determina de acuerdo con las necesidades de regulación del mercado monetario y de los requerimientos presupuestales o de tesorería.
- Son emitidos por la Nación y cuenta con la garantía de ésta, pero no con la garantía del Banco de la República.
- Cada emisión requiere el concepto de la JDBR sobre las características y condiciones financieras que tendrá, además del decreto que la autorice y contemple las especificidades.
- El estimativo de los ingresos de su colocación se incluyen en el presupuesto general de la Nación como recursos de capital. El pago del principal se efectúa con cargo a recursos del presupuesto de vigencias fiscales posteriores a aquellas en las cuales se emitan los títulos.
- Pueden ser administrados directamente por la Nación, o ésta puede celebrar con el Banco de la República o con otras entidades nacionales o extranjeras contratos de administración fiduciaria y todo aquello necesario para la agencia, edición, emisión, colocación, garantía, administración o servicio de los mismos.

- Su emisión no afecta el cupo de endeudamiento y esta limitada a financiar las apropiaciones presupuestales por el monto de éstas.
- El Ministerio de Hacienda y Crédito Público define el inicio y cierre de cada emisión.

2.4.1.2. Condiciones Financieras

Las condiciones financieras de los Tes fueron establecidas mediante la resolución externa número 01 de 1993 por la JDBR.

- Pueden estar conformados por el principal y cupones de intereses anuales. Tanto el principal como los cupones de los Tes en tasa fija, pueden ser negociados de forma independiente, para las otras denominaciones no se permite el descuponamiento.
- El principal y los intereses de los Tes son pagados en moneda legal colombiana. El valor mínimo del principal es de quinientos mil pesos COP y se expiden títulos en múltiplos de cien mil pesos.
- Son títulos a la orden, libremente negociables en el mercado secundario y cuando corresponda los cupones de intereses también son libremente negociables. No se podrán colocar con derecho de recompra anticipada. La transferencia de los valores que se encuentren en un Depósito Centralizado de Valores (DCV) se podrá hacer mediante el simple registro en el depósito, con la previa orden escrita del titular de los títulos o de su mandatario. Además, pueden ser materializados a solicitud y expensas del depositante directo.
- Los Tes Clase B devengan intereses periodo vencido sobre los cuales se aplica retención en la fuente de acuerdo con las normas legales vigentes. De igual forma, si se colocan primariamente con descuento, el Banco de la República efectuará la retención en la fuente a la que haya lugar por concepto de descuento sobre los rendimientos financieros.
- Las colocaciones sucesivas de Tes de un determinado plazo emitidos con base en una misma acta de emisión, tendrán iguales características de cupón, pago de intereses y de amortización del principal, siempre que su conformación lo permita y se considerarán como parte de la misma emisión.

2.4.1.3. Clases de Tes Clase B

- Tes Mixtos: Son títulos cuya característica fundamental y distintiva es la combinación de tasa fija y variable para el pago de sus rendimientos.

Los Tes Clase B mixtos tienen una fecha única de emisión y un plazo de diez (10) años contados a partir de la misma. Los dos (2) primeros años de vida son títulos de renta fija, cuyo rendimiento es una tasa fija efectiva anual pagadera año vencido y los ocho (8) años restantes se constituyen en títulos de renta fija a tasa variable, el rendimiento devengado es anual y corresponde a un margen fijo sobre los saldos de capital, los cuales se incrementan anualmente y hasta su vencimiento en el porcentaje que determine la tasa de referencia.

La tasa de referencia es el Índice de Precios al Consumidor (IPC) publicada por el Departamento Nacional de Estadística (DANE), calculado para el mes anterior a la emisión.

- Tes denominados en Unidades de Valor Real –UVR–: En el mes de mayo del año 1999 se hizo la primera emisión de estos títulos, se caracterizan porque tanto el principal como los cupones están denominados UVR.

La UVR es una unidad de cuenta certificada por el Banrep que refleja el poder adquisitivo de la moneda, con base en la variación mensual del índice de precios al consumidor (IPC); para el cálculo de su valor se estableció como base la UVR del 15 de mayo de 1.999 - primer año de emisión de los títulos - equivalente a (\$100) cien pesos moneda legal colombiana, a partir del cual se modifica diariamente. Esta es una unidad usada para calcular el costo de los créditos de vivienda que le permite a las entidades financieras mantener el poder adquisitivo del dinero prestado.

Este tipo de títulos tienen ciertos comportamientos cíclicos que derivan de las características de la UVR, como son la estacionalidad de las tasas y los montos negociados. Como depende de la inflación, los tres primeros meses del año debido a una escala inflacionaria en Colombia tradicional por el alza generalizada en los precios de la economía, el UVR se acelera y es visto por los inversionistas como una buena opción de compra.

Por ello, es posible concluir que al inicio de cada año se notará una mayor demanda de Tes UVR y por ende las tasas de estos papeles deberían caer (o lo que es lo mismo, los precios de los papeles subirían).

Entran dentro de la categoría de bonos a tasa variable, en donde el interés se liquida en relación con una tasa de referencia que en este caso es la tasa del IPC. Se denominan en pesos colombianos y su vencimiento es a un año o más.

Al adquirir este tipo de bono se conoce la fecha en que se van a liquidar los intereses pero no a cuánto estos ascenderán. Cuando se emite un bono a tasa variable se especifica cual va ser la tasa de interés que se toma como referencia, en este caso se toma como base el IPC y generalmente se especifica un margen (puntos adicionales) sobre la tasa de referencia.

Emitir bonos a largo plazo en moneda local indexados a la inflación, para un gobierno no es tan seguro como emitirlo a tasa nominal, ya que una aceleración de la inflación puede deteriorar la solvencia fiscal, con posibles efectos de reoalimentación (Borensztein *et al.*, 2007). Sin embargo, la inflación es una variable que evoluciona de manera más lenta y puede reducir el riesgo de refinanciamiento si se compara con bonos de corto plazo, y no genera efectos de balance ante una devaluación, como ocurre con deuda denominada en moneda extranjera.

Un aspecto negativo es que puede llegar a ser muy costosa dadas las expectativas inflacionarias imperantes.

- Tes denominados en Dólares –Tes TRM–: Son títulos denominados en dólares de los Estados Unidos de América y su plazo al vencimiento será mayor o igual a un año calendario. Los títulos están conformados por el principal, el cual será amortizado al vencimiento y cupones de intereses pagaderos año vencido. El cupón y el principal no se pueden negociar por separado.

Se colocarán y liquidarán en pesos a la tasa representativa del mercado vigente el día de liquidación. Los Tes Clase B denominados en dólares tendrán un valor mínimo de mil dólares (USD\$ 1000), y la expedición se hará en múltiplos de cien dólares (USD\$ 100).

Son títulos a la orden, no gozan de redención antes de su vencimiento, y son libremente negociables en el mercado secundario.

Estos Tes se consolidan como un instrumento para disminuir la especulación cambiaria y proveer cobertura para las expectativas de devaluación.

- Tes de corto plazos (TCO's): Son títulos menores a 364 días. Su característica principal es que tienen un cupo rotativo que no afecta el cupo de endeudamiento, según lo establece la Ley 51 de 1990, por lo tanto, no están incluidos en el presupuesto nacional como recursos de capital. Anualmente se reglamenta mediante decreto del gobierno nacional, por el cual se ordena la emisión de Títulos de Tesorería Tes Clase B de endeudamiento.

2.4.2. Títulos para el saneamiento del sector financiero y la crisis del sistema UPAC³⁹ -Títulos Tes 546.

La Ley 546 de 1999 autorizó al gobierno para emitir y colocar estos títulos, con un plazo de diez (10) años, con pagos mensuales y en las cuantías requeridas para atender la cancelación de las sumas que se abonaron a los créditos hipotecarios de acuerdo con las reliquidaciones hechas por las entidades financieras (ya salieron del mercado).

De conformidad con el párrafo 4º del artículo 41 de la Ley 546 de 1999, estos Tes tienen las siguientes características: emitidos por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, tienen fecha única de emisión el 28 de febrero de 2000, se denominan en UVR, son títulos a la orden libremente negociables en el mercado.

Son colocados por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y entregados a las entidades acreedoras que hagan la reliquidación de los préstamos otorgados para la financiación de vivienda individual a largo plazo, de conformidad con el procedimiento señalado en el decreto reglamentario número 249 del 18 de febrero de 2000.

³⁹ UPAC: Unidad de poder adquisitivo contante.

2.4.3. Títulos de reducción de deuda (TRD)

Fueron creados a partir del artículo 44 de la Ley 546 de 1999, como una inversión obligatoria temporal destinada a efectuar los abonos sobre los saldos vigentes de las deudas individuales para la financiación de vivienda a largo plazo. Fue una medida básicamente para cubrir la crisis de la vivienda financiada con UPAC, en los años 1999 y 2000.

Se emitieron con un plazo de 10 años a partir de su colocación, denominados en UVR, sin causar intereses remuneratorios y pueden ser pre-pagados cuando las condiciones fiscales así lo permitan (siguen vigentes en el mercado).

De acuerdo con su reglamentación (Decreto numero 237 del 13 de febrero de 2000), estuvieron obligados a efectuar la inversión en TRD todos los establecimientos de crédito, las sociedades de capitalización, las compañías de seguros, los fondos comunes ordinarios, especiales y de inversión administrados por sociedades fiduciarias, los fondos de valores administrados por sociedades comisionistas de bolsa y los fondos de inversión administrados por las sociedades administradoras de inversión.

2.4.4. Títulos de Desarrollo Agropecuario (TDA)

Son títulos emitidos por el Fondo para el financiamiento del sector agropecuario Finagro, forman parte de la estructura que le da liquidez al sistema agropecuario en el país.

Estos títulos se han emitido a lo largo de las últimas dos décadas, su estructura financiera cambia en cuanto a la composición de tasas. La JDBR emite la resolución de obligatoriedad de la adquisición, la cual también varía en cuanto al porcentaje que se debe adquirir en cada emisión de clase A o B.

Las características de estos títulos son: tienen un plazo de amortización de un (1) año, expedidos a la orden y libremente negociables en el mercado, fraccionables a solicitud y a costa del tenedor legítimo, los rendimientos pagaderos trimestre vencido sobre su valor nominal, con una

caducidad de tres (3) o más años (depende de la emisión), la tasa de interés de los TDA es la DTF efectiva anual disminuida casi siempre en algunos puntos.

2.4.5. Títulos para financiar programas especiales

Estos son los únicos títulos vigentes que se implementaron para financiar proyectos de desarrollo a nivel nacional.

- *Bonos para la Paz*: autorizados por la Ley 487 de 1998, como títulos de inversión forzosa para las personas naturales (con patrimonio líquido superior a COP \$210 millones a diciembre de 1998 – USD\$ 137.744) y jurídicas, cuyo recaudo sería destinado al Fondo de Inversión para la Paz como principal instrumento de financiación de programas y proyectos estructurados para la obtención de la paz. Son títulos a la orden, tienen un plazo de siete (7) años a partir de su emisión y devengan un rendimiento anual igual al ciento diez por ciento (110%) de la variación de precios al consumidor de ingresos medios, certificado por el DANE.

Última fecha de emisión registrada en el DCV es el año 2012. Se mantiene la transacción en el mercado.

- *Bonos Agrarios*: fueron creados por la Ley 160 de 1994, con el propósito de efectuar el pago de los predios adquiridos por el Instituto Colombiano para el Desarrollo Rural INCODER, de conformidad con lo dispuesto por la misma Ley. Son títulos a la orden, libremente negociables, se expiden con un plazo de cinco o seis años, devengan intereses equivalentes al 80% de la variación porcentual del IPC. Los intereses están exentos del impuesto de renta y complementarios y pueden ser utilizados para el pago de impuestos.

Última fecha de emisión registrada en el DCV es el año 2007. Se mantiene la transacción en el mercado.

- *Bonos para la Seguridad*: autorizados por la Ley 345 de 1996 como títulos de inversión forzosa para personas naturales cuyo patrimonio líquido a 31 de diciembre de 1996 superara los COP 150

millones (USD\$ 149.881). Recursos destinados a la financiación de las actividades de la fuerza pública.

Son títulos a la orden, tienen un plazo de cinco (5) años a partir de su emisión y devengan un rendimiento anual igual al 80% de la variación de precios al consumidor de ingresos medios. Los intereses están exentos del impuesto de renta y complementarios y pueden ser utilizados para el pago de impuestos.

Última fecha de emisión registrada en el DCV es el año 2012. Se mantiene la transacción en el mercado.

2.4.6. Bonos

- *Bonos Fogafín*: la Junta Directiva del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras – FOGAFIN– en sesión del 31 de mayo de 1999 aprobó la emisión de bonos denominados bonos Fogafín línea de capitalización.

El objeto de la emisión era obtener los recursos requeridos por esta institución para la financiación de las líneas de crédito y la suscripción de bonos opcionalmente convertibles en acciones, para solventar la crisis del sector financiero, con fundamento en las resoluciones 004 de 1999 y 006 de 2001 expedidas por la Junta Directiva, con las cuales se buscaba fortalecer patrimonialmente los establecimientos de crédito, en cumplimiento de su objeto.

La emisión total fue de \$2 billones de pesos COP, el monto mínimo de suscripciones \$1 millón de pesos, con plazos de vencimiento hasta de 10 años.

Para 2010 se extinguieron varios tipos de obligaciones, entre estos los bonos Fogafín.

- *Bonos pensionales*: son títulos de deuda pública destinados a contribuir a la conformación del capital necesario para financiar las pensiones de los afiliados del Sistema General de Pensiones (SGP) colombiano. Existen varios tipos de bonos:

- Bonos tipo A: se emiten a favor de las personas que se trasladaron al Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad (fondos privados).

- Bonos tipo B: para quienes se trasladen al Régimen de Prima Media con prestación definida. Se emiten a favor del Instituto de los Seguros Sociales ISS –entidad pública que agrupa la prestación de servicio de salud y pensión– por cuenta de los empleados públicos que al entrar en vigencia el Sistema General de Pensiones se trasladaron al Instituto de Seguros Sociales.
- Bonos tipo C: se emiten a favor del Fondo de Previsión del Congreso, por cuenta de los afiliados que se trasladaron a dicho fondo, al entrar en vigencia el Sistema General de Pensiones.
- Bonos tipo E: son los bonos que recibe Ecopetrol (Empresa petrolera Colombiana) por las personas que se hayan vinculado a entidad con posterioridad al 31 de marzo de 1994.

Aunque no corresponden necesariamente a operaciones de crédito público, son recursos que el gobierno nacional debe destinar y garantizar para cumplir con sus obligaciones generadas en la vinculación laboral de sus funcionarios antes de la vigencia de la Ley 100 de 1993.

- *Bonos de Valor Constante (BVC) - Serie A y Serie B.* son títulos de deuda pública denominados en pesos con los cuales el gobierno nacional respalda el aporte que le corresponde para el pago del pasivo pensional (Serie B), o el reembolso de la porción correspondiente que haya sido pagada (Serie A) de las universidades oficiales y de las instituciones de educación superior del orden territorial.

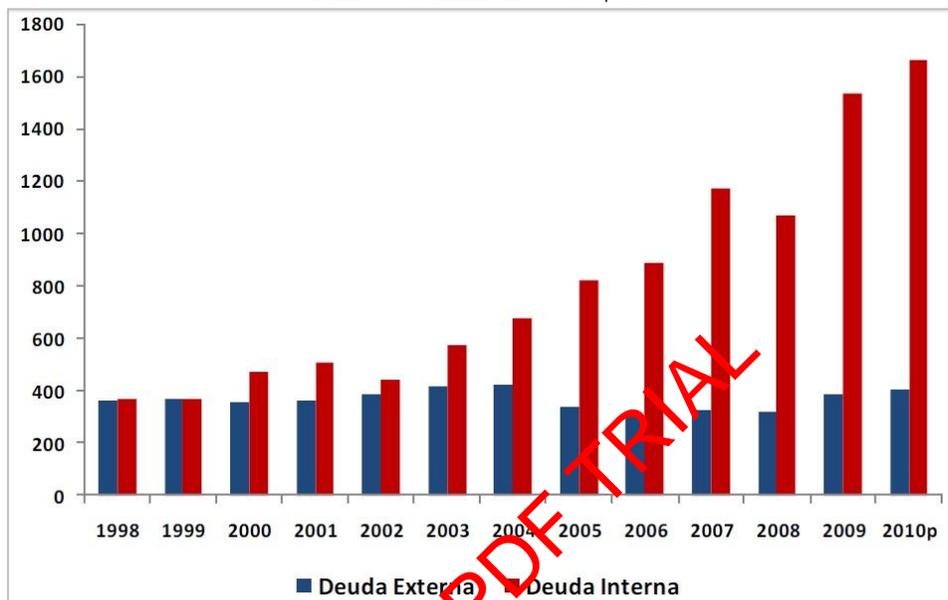
Los bonos serie A son títulos negociables y se expiden a un plazo de un año, contado a partir de la fecha de su expedición, que será la de la correspondiente acta de emisión. Los bonos serie B son títulos no negociables, tienen plazos de redención según lo que determinen los respectivos cálculos actuariales y se amortizan semestralmente de acuerdo con lo que se disponga en la respectiva acta de emisión. Su valor se actualiza de acuerdo con la actualización del cálculo actuarial que hagan las universidades

2.5. Generalidades de la deuda interna

El crecimiento de la deuda pública interna desde la década del noventa, resulta ser un fenómeno generalizado en economías emergentes de ingresos medianos en América Latina, lo que debería reducir la exposición de los países a los vaivenes cambiarios, al menos en los que estos

instrumentos no están indizados al dólar. Observamos en el gráfico 7 la evolución de la deuda pública y en el cuadro adjunto la vida media de los bonos locales.

Gráfico 7. Stock de deuda pública en América Latina
Miles de millones de \$US



Fuente: Bancolombia (2010). Cálculos originales del BIS.

Tabla 3. Vida media de la deuda local en América Latina

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
América Latina	2,5	3	2,8	2,5	2,7	3,9	4	4,4	4,9	4,5
Argentina	n.a.	n.a.	n.a.	0,7	1	12	11	10,4	10,5	10
Brasil	2,5	3,3	2,9	2,7	2,4	2,3	2,6	3	3,3	3,4
Chile	n.a.	n.a.	13	5,4	6,9	6,7	7,8	6,8	9,2	9,2
Colombia	3,6	4,4	4,5	4,2	4,1	3,8	3,9	4,1	4,4	5,1
México	1,4	2	2,3	2,5	3	3,4	4,3	5,7	6,5	6,4
Perú	n.a.	2,3	1,2	2,1	5,5	9,9	12,2	16,5	16,6	16
Venezuela	2,5	2,4	2,4	6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,9

Fuente: Bancolombia (2010). Cálculos originales del BIS.

Sin embargo, tal como lo argumenta Reinhart & Rogoff (2008), la deuda interna no es algo nuevo. La presunción es que la emisión de la deuda interna tuvo su *boom* inicialmente a partir de mediados de la década del noventa, perspectiva basada en creencias históricas, considerando que el gobierno juega un papel menor en las finanzas públicas, solo a partir del desarrollo de posconflictos de los países.

Aunque la deuda interna no está tan bien documentada como la deuda externa, y no había sido un foco estadístico importante dentro de los análisis de la adquisición de deuda de las naciones, es una fuente importante de financiación que siempre ha estado presente.

Dentro del análisis realizado por parte de estos autores, principalmente evaluando la tolerancia de la deuda en los países emergentes (2003,2009), pusieron en evidencia la premisa del por qué tantos gobiernos suspenden los pagos de deuda externa aun con montos de deuda total aparentemente bajos, y por qué recurren a la inflación como un mecanismo para reducir las cargas de la deuda, lo que conduce a que los montos de deuda interna en los países tradicionalmente ha sido un factor preponderante, e incluso las suspensiones de pagos de la deuda interna han ocurrido en numerosas ocasiones durante toda la historia. Este estudio determinó que en muchos casos la deuda interna fue al menos del mismo orden o magnitud que la base monetaria y en algunos casos de mayor tamaño⁴⁰.

En cuanto a lo referenciado por algunos autores en la historia Colombiana, la deuda interna cumplió un papel amortiguador o de mecanismo de recuperación durante la gran depresión 1929 – 1934⁴¹ (Rojas, 2007; Avella, 2003).

En la gran depresión la economía fue afectada severamente por choques externos adversos – podría pensarse que se esta volcando a la crisis de los noventa–. La extinción de financiamiento externo dejó al sistema bancario al borde del colapso, ya que tenía una clara dependencia de este sector; el financiamiento de largo plazo a la banca hipotecaria se evaporó; la caída de las importaciones debilitó radicalmente los ingresos tributarios; el declive de los precios cafeteros y de otros bienes transables deprimió la actividad interna, entre otros aspectos.

Como la economía fue afectada por una variedad de canales, los mecanismos amortiguadores de la deuda pública interna se pusieron en marcha a través de una serie de opciones, de acuerdo con el área de conexión del choque externo con la economía interna. La deuda pública interna hizo parte de este contexto como un mecanismo de recuperación crucial después de años de deflación,

⁴⁰ Dentro de la muestra de países esta incluido Colombia.

⁴¹ Entre 1928 y 1934 la deuda pública interna creció a la tasa exponencial anual del 36% y representó aproximadamente el 5.5% del PIB, incluso alcanzo una cifra del 8.2% tomando como referente 1931 a 1934.

y una vez se impusieron controles cambiarios internacionales y sobre los pagos de la deuda externa.

Desde otra perspectiva histórica más habitual, se reconoce que la guerra ha sido una de las mayores causas de aumentos en la deuda pública⁴².

La existencia de un medio para financiar la guerra civil y reducir sus costos monetarios, hace que la confrontación armada sea sostenible como salida al conflicto político. La guerra es viable porque es posible su financiación a través de la emisión de deuda. El trabajo de Rojas (2007), referencia que en un examen detallado de los balances de crédito público y las memorias de Hacienda y del Tesoro Colombiano, se destaca que existe una correlación entre el aumento de la deuda pública interna y la frecuencia de las guerras civiles (1830, 1839-41, 1851, 1854, 1859-62, 1876-77, 1884-85, 1895, 1899-1902).

Después de este breve recuento, pasamos entonces al fenómeno de auge de deuda interna de finales de la década del noventa y el nuevo siglo. En Colombia entre 1970 y 1990, en promedio el 68% de la deuda del gobierno nacional fue contratada en el mercado externo y sólo el 32% en el mercado interno. Ya en los noventa, se empieza a sentir el aumento en la contratación de deuda interna (Lozano, 2002).

Tal como vimos en párrafos anteriores, existieron unos hechos puntuales a partir de la mitad de la década, que condujeron a que las políticas gubernamentales se fijaran como objetivo el desarrollo viable de mercados de bonos locales con el fin de asegurar una fuente de financiación más estable en moneda local.

El primer acercamiento de Colombia en la emisión de bonos, fue en el año 1983 con los denominados Título de Ahorro Nacional (TAN), creados por el Decreto 382, como un recurso transitorio hasta por \$70 mil millones COP, con la doble particularidad de que el Banco de la República sería el agente administrador de su emisión y colocación, e igualmente garante

⁴² Avella, cita que: “la literatura sobre la deuda pública reconoce que la guerra ha sido una de las mayores causas históricas de aumentos en la deuda. Puede citarse a Ricardo (1951) entre los expositores de la economía política clásica, y a autores como Buchanan (1958), Barro (1979) y Modigliani (1986) entre autores representativos de la teoría de la deuda pública en la segunda mitad del siglo XX” (2003:4).

solidario de su pago – no sólo se constituyó en un recurso permanente, sino que por su naturaleza el servicio de los TAN recayó también en el Emisor por lo que se transformó en una fuente de expansión monetaria – (*Ibíd.*).

Fue el bono de mayor circulación que expidió el gobierno nacional en los años ochenta, mediante el cual logró la máxima captación en 1990 de \$273 mil millones, monto que representó para este año el 28% del total de su deuda interna.

Las reformas de los noventa cambiaron las condiciones de endeudamiento interno del gobierno y los Títulos de Tesorería Clase B fueron los instrumentos predominantes en el mercado. En 1992, llegaron a explicar el 38% de la deuda interna de la Nación y su valor representó el 0,74% del PIB, con corte al 31 de diciembre de 2010, los Tes clase B, son el instrumentos activo del endeudamiento del gobierno central y su emisión explicó el 91% de la deuda interna (\$131.352 miles de millones COP).

Los bonos públicos han tenido un buen desempeño, no solo impactando en la financiación del país, si no siendo un *stand* de referencia para consolidar el mercado de capitales.

Factores internos como las políticas macroeconómicas de estabilización fueron claves en el fortalecimiento de la demanda de estos papeles, pero también variables externas han incidido en el auge de los mercados de deuda local en el país y en general en la región Latinoamericana, acompañado de una coyuntura internacional muy favorable para los mercados emergentes. En este sentido, Serge & Tovar (2008) destaca tres aspectos:

En primer lugar, el elevado precio de los *commodities* y productos minero-energéticos de exportación han impulsado el crecimiento económico, propiciando una mayor acumulación de reservas y por lo tanto equilibrando la balanza por cuenta corriente. La mejora de los fundamentos económicos permite generar expectativas de mayor apreciación de la moneda, lo que ha aumentado el atractivo de los activos financieros emitidos por entidades locales.

Segundo, el predominio de condiciones monetarias favorables en los principales países industriales durante la primera mitad de la década del nuevo siglo, produjo un descenso sostenido

de las tasas de interés a corto y largo plazo en todo el mundo, lo que llevó a los inversionistas internacionales a buscar mayores rendimientos en los mercados de deuda emergentes.

En tercer lugar, estos factores cíclicos propicios, se han visto reforzados por una mejoría en la integración entre las economías avanzadas y las emergentes (Wooldridge *et al.*, 2003 citado en Serge & Tovar, 2008). Esto incluye mayor disponibilidad de información, asequible y en tiempo real sobre el desempeño de los distintos países y empresas, reduciendo significativamente las asimetrías de información entre los participantes en el mercado financiero, que en el pasado crearon un sesgo hacia la inversión local. También ha influenciado el desarrollo de tecnología de información en los mercados financieros.

2.5.1. Mecanismos de colocación de la deuda interna en el mercado primario

Antes de abordar la evolución de la deuda interna en la última década, es importante mostrar los mecanismo bajos los cuales el Ministerio de Hacienda a través de la DGCPN, financia sus apropiaciones presupuestales en el mercado interno colocando los Tes clase B en el mercado primario⁴³.

En primera instancia están las subastas, es el mecanismo más importante a través del cual se lleva a cabo la colocación de Tes clase B en el mercado primario. El Ministerio convoca a los agentes autorizados del mercado público de valores (Creadores o Aspirantes a Creadores de Mercado) para presentar ofertas en términos de tasa de rendimiento y monto para cada uno de los Tes de largo plazo a colocar; una vez establecidas las condiciones de tasa y precio de los títulos de acuerdo a la modalidad de subasta (tipo holandesa), se adjudicarán las ofertas hasta satisfacer el cupo de colocación anunciado previamente.

Otra modalidad son las operaciones forzosas, son aquellas suscripciones de Tes de largo plazo en el mercado primario por parte de los establecimientos públicos y las entidades estatales del orden nacional, a las cuales les aplican las disposiciones de orden presupuestal y que por ley están

⁴³ También esta el mercado secundario de títulos de deuda pública: es aquel que se desarrolla por medio de Sistemas de Negociación de Valores debidamente autorizados por la Superintendencia Financiera. El mercado secundario de Títulos de Deuda Pública está compuesto por los mercados de primer y segundo escalón.

obligadas a invertir sus excesos de liquidez originados en la administración de recursos propios, administrados y los de los fondos especiales en moneda nacional.

Y por último las operaciones convenidas, hace referencia a la suscripción de títulos Tes de largo plazo en el mercado primario por parte de las empresas industriales y comerciales del Estado del orden nacional y de las sociedades de economía mixta, dedicadas a actividades no financieras; así como a las empresas sociales del Estado y las empresas de servicios públicos en las que la participación del sector público sea superior al noventa por ciento (90%) de su capital; y un tercer grupo que participa de estas operaciones son entidades a las cuales la DGCPTN le haya aceptado sus excedentes de liquidez en moneda nacional.

Las empresas industriales y comerciales del Estado del orden nacional y las sociedades de economía mixta, dedicadas a actividades no financieras y las asimiladas a éstas, deberán ofrecer a la DGCPTN en primera opción y en condiciones de mercado, el ciento por ciento (100%) de la liquidez en moneda nacional, cualquiera fuere el plazo de la citada liquidez.

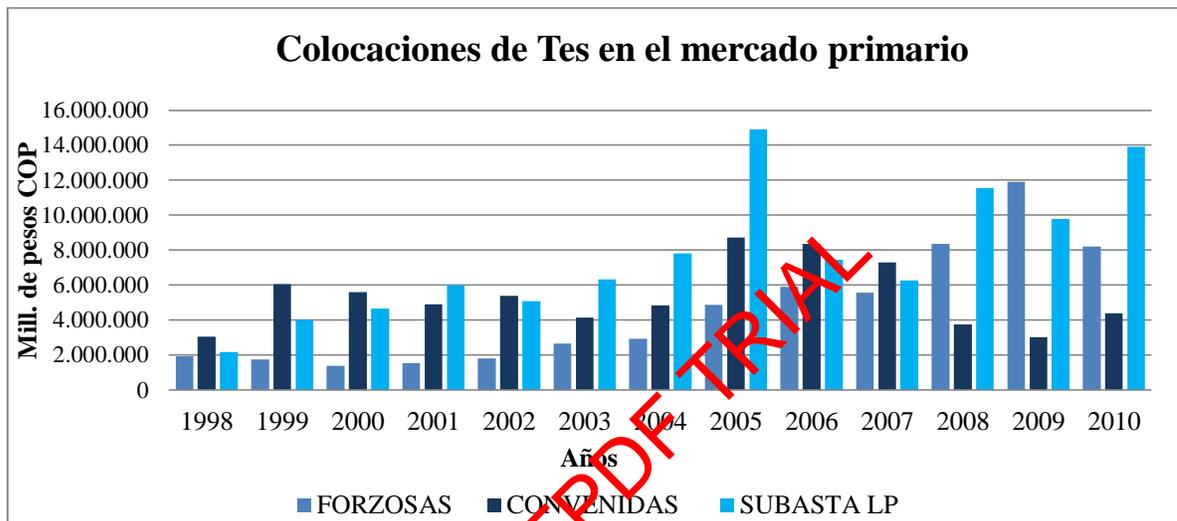
Estas empresas actúan en este sentido como privadas, donde el objetivo financiero es adquirir valor ahora y en el futuro, y no simplemente cubrir compromisos de gastos momentáneos, por lo tanto, buscan inversiones más dinámicas, favorecidas por las condiciones de mercado, sin descuidar los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad, cuya premisa es relevante por su condición del manejo de recursos públicos.

Las colocaciones están reglamentadas mediante la Ley 179 de 1994 (compilación del estatuto orgánico del presupuesto decreto 111 de 1996), el decreto 1013 de 1995 y el decreto 1525 de 2008.

Haciendo una retrospectiva hacia el año 1995, aproximadamente las dos terceras partes de los Tes clase B eran colocados a través de las operaciones convenidas y forzosas. Para entonces, las operaciones en condiciones de mercado en pleno, eran mínimas, alcanzaban solo el 23% (Lozano, 2002), sobresaliendo un panorama en el cual las políticas de mercado para los títulos soberanos desde su misma colocación era pobre.

Cuando analizamos la década actual, podemos observar en el gráfico 8 como se genera una brecha importante entre los tipos de colocación, las subastas empiezan a tomar la delantera, haciéndose más relevante a partir de 2001 con un 48% de participación, dinamismo que se mantiene, y que le ha dado transparencia y fortaleza al mercado de deuda pública.

Gráfico 8



Fuente: Ministerio de Hacienda

*No incluye las subastas de corto plazo, ya que la información discriminada por este concepto inicia en 2004.

En 2010 el 52% de las colocaciones de títulos Tes clase B se realizaron por medio de subastas en el mercado, lo que destaca el avance en las políticas de mercado, y en general en la infraestructura de colocación que le da garantía a la base inversora. Es visible la estrategia de los dos últimos gobiernos de procurar el buen funcionamiento del mercado de bonos y de capitales y que el portafolio actúe bajo una gestión integral de activos y pasivos.

Sin embargo, observamos como las operaciones forzosas por parte de las entidades del orden nacional mantienen su participación. Lo que ha sido controvertido por la Contraloría General constantemente en sus informes de deuda anuales, ya que son operaciones realizadas por las mismas entidades públicas, quienes invierten los excedentes en la financiación de la nación, y que según su comportamiento estos excedentes han ido creciendo, lo que pone en duda la efectividad en su ejecución presupuestal y el cumplimiento de su objeto social, mas aún en un país en donde “día a día se pregona la insuficiencia de recursos para el desarrollo de proyectos de inversión que permita el mejoramiento de la calidad de vida de los habitantes” (Contraloría, 2005: 8).

A continuación se resume el total de emisiones por año.

Tabla 4. Emisiones anuales de Tes en el mercado primario

	FORZOSAS	CONVENIDAS	SUBASTA LP	SUBASTA CP	TOTAL Mill
1998	1.921.000	3.041.517	2.161.000	No reporta	7.123.517
1999	1.750.335	6.045.533	4.017.000	No reporta	11.812.868
2000	1.375.904	5.587.598	4.671.384	No reporta	11.634.886
2001	1.541.484	4.887.308	6.000.480	No reporta	12.429.272
2002	1.810.947	5.385.572	5.076.361	No reporta	12.272.880
2003	2.669.419	4.153.161	6.324.033	No reporta	13.146.613
2004	2.918.561	4.828.868	7.819.244	3.573.470	19.140.143
2005	4.860.000	8.718.000	14.900.000	5.543.976	34.021.976
2006	5.914.930	8.346.825	7.445.714	7.518.758	29.226.227
2007	5.575.128	7.311.091	6.266.799	10.143.971	29.296.989
2008	8.371.963	3.758.771	11.528.298	8.029.803	31.688.835
2009	11.903.815	3.025.212	9.175.411	8.036.263	32.740.701
2010	8.191.621	4.378.100	13.909.408	10.912.560	37.391.689

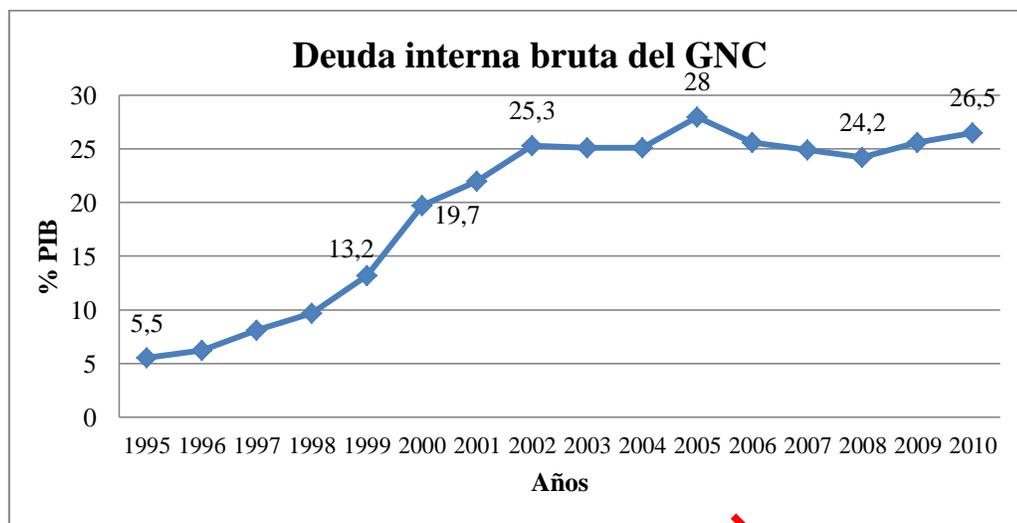
Fuente: Ministerio de Hacienda

2.5.2. Evolución de la deuda pública interna del GNC

Indudablemente la década que finalizó, es una muestra palpable de las políticas adoptadas de reconversión de fuentes de financiación del presupuesto de la nación. Al contrario de lo que ocurrió con la deuda externa, la deuda interna del GNC nominalmente ha ido aumentando y con relación al PIB la tendencia fue la misma, con altibajos en años específicos por el buen desempeño económico que aumentó el denominador.

La deuda interna pasó de representar un 5,5% del PIB en 1995 a 26,5% en 2010, con un valor nominal que bordea los \$145 miles de millones de pesos COP.

Gráfico 9



Fuente: Banrep

La situación de la deuda interna para inicio de la década, es una de las cifras más impactantes dentro de la adquisición de deuda de la Nación, tuvo un salto frente al año anterior del 53%, alcanzó los \$38.742 miles de millones COP. Tal como se ha venido señalando, 1999 fue uno de los años más críticos en la historia económica del país.

El máximo generador de recursos para el 2000, fue la colocación de títulos de tesorería Tes clase B en el mercado, por un total aproximado de \$11,7 billones, también tuvieron lugar todas las emisiones que surgieron a raíz de la emergencia económica con la ley de vivienda (TRD's y títulos de ley 546).

El desborde para este año, está alimentado por varios canales, primero el aumento en los gastos para hacer frente al plan de reformas de rescate de la economía por el declive de los años anteriores, principalmente las asunciones de deuda de las entidades que fueron cerradas o reformadas, entre otras Caja Agraria que se convierte en Banco Agrario, Carbocol y Financiera Eléctrica Nacional FEN; incrementó la expedición de los bonos pensionales ante el cambio en la legislación; el saldo de la deuda interna contablemente se vio impactado por la devaluación y el aumento en la inflación y un el plan de privatización que no se ejecutó (Contraloría, 2000; Lozano, 2002).

En 2001 la deuda de la nación continuó su ascenso e incrementó en total en \$18.000 miles de millones COP frente al año anterior, la deuda interna mantuvo su representación sobre el 50% y significó el 22% del PIB. Los Tes y los bonos Fogafín fueron los instrumentos más dinámicos.

Tal como lo expone la Contraloría, el mecanismo de financiación a través de Tes tuvo un mayor auge, ya que permitió que el gobierno pudiera realizar operaciones de refinanciación, manteniendo los niveles de recursos necesarios y cumpliendo con los acreedores. Pero el esquema daba muestra de una financiación tipo *Ponzi*, cuando el gobierno se ve abocado a colocar más títulos en el mercado con el fin exclusivo de pagar el servicio de la deuda, que corresponden a intereses y amortizaciones (Contraloría, 2001).

De igual forma fue un año respaldado por fuentes externas que incluso alcanzaron a prever recursos para el año siguiente.

Entre 2002 y 2005, el comportamiento de la deuda interna no presentó mayores variaciones, su participación sobre el PIB estuvo en el rango del 25%.

Durante este lapso la política de deuda toma forma y avanza en su estructuración y se pone en marcha las reformas tanto de tipo legislativo como administrativa para consolidar una verdadera gestión de deuda. Tal como lo expone el Subdirector de financiamiento (2012), a partir de 2000 – 2001, la financiación se piensa de manera distinta, antes eran cifras e información incipiente que no le daban herramientas al gobierno y al mercado para la toma de decisiones, hoy realmente hay un componente de deuda que se gesta y proyecta.

El fortalecimiento del mercado de deuda soberano del país fue fehaciente, aunque con grandes debilidades, ya era parte de un esquema de mercado más global, con un programa de creadores de mercado consolidado y mayor receptividad por la base inversora, fue palpable cuando se emitió títulos con plazo a 10 años tasa fija.

En el segundo semestre del 2002, los creadores de mercado y otros agentes como las firmas comisionistas, los fondos de pensiones y las fiduciarias experimentaron un golpe en sus

portafolios constituidos con *Yankees*⁴⁴ y Tes. La inestabilidad en la región ante el cambio del gobierno en Brasil, golpeó los precios de los papeles globales de Colombia, redujo el dinamismo de su mercado secundario y trajo consigo una falta de oferta de dólares en el mercado interbancario al interior del país (Bancolombia, 2003).

Los agentes que utilizaban los bonos soberanos como contraparte en negociaciones de liquidez temporal, notaron que las entidades que antes recibían estos papeles como garantía, empezaron a exigirles en vez de éstos, un activo más líquido en el mercado secundario.

Ante la iliquidez del dólar interbancario, algunos agentes salieron a liquidar posiciones en bonos soberanos. Sin embargo, los precios de éstos se habían deteriorado debido al incremento de la percepción de riesgo en el país, por lo que tuvieron que buscar otros activos que pudieran liquidar para acceder a dólares, los agentes del mercado comenzaron a captar pesos con el fin de comprar la divisa.

El mercado secundario de Tes se encontraba cada vez más ofertado y disminuyó su capacidad de absorción. Sumado a lo anterior, hubo señales de cierto agravamiento en la situación de déficit del país, haciendo que los inversionistas comenzaran a liquidar deuda de largo plazo. En consecuencia, el mercado reaccionó con mayor velocidad a la subida de tasas, produciéndose la crisis.

Básicamente se concluye que esta crisis de los Tes en el año 2002, fue producto de la aversión al riesgo de los agentes en la deuda del país y de la región en general (Bancolombia, 2003).

El resultado positivo de la crisis, se tradujo en que a partir de ese momento las reglas para monitoreo y control cambiaron de forma radical, surge la resolución 513 de 2003 por parte del Ministerio de Hacienda, en donde determinan los APNR (activos ponderados por nivel de riesgo), cumpliendo así con las nuevas propuestas del Comité de Basilea sobre supervisión bancaria. Fue tanto el punto de quiebre en la regulación, que las entidades empezaron a aumentar la creación y fortalecimiento de las unidades de control de riesgos dentro de sus organizaciones.

⁴⁴ Bonos Yankees: títulos de deuda pública denominados en dólares de Estados Unidos de América.

En el año 2005 la deuda interna representó \$93.809 miles de millones COP, entre otros se destaca la destinación de los recursos al cubrimiento del déficit fiscal y el GNC asumió la deuda de la empresa Satena -Servicio Aéreo a Territorios Nacionales- con las entidades financieras.

Las condiciones financieras fueron favorables para la obtención de recursos a través del mercado interno de deuda pública durante el primer semestre de 2005, la curva de rendimientos registró un aplanamiento⁴⁵, determinada principalmente por los buenos niveles de liquidez del sistema en pesos; la demanda de inversionistas internacionales por títulos de economías emergentes; la disminución de las expectativas de inflación; los buenos resultados de la economía; la estabilidad cambiaria y la apreciación del peso y demás monedas latinoamericanas.

Este año se caracterizó por la gran liquidez en el mercado y por la dinámica de captación de ahorro en el sistema financiero, que condujo a un aumento en las emisiones de Tes de corto plazo a 91 días, 98 días, 119 días etc. El Ministerio fijó la meta de darle mayor liquidez y rotación a esta parte corta de la curva, la cual exhibía una mayor volatilidad y era totalmente inoperante (Ministerio de Hacienda, 2005).

Termina esta primera parte de la década del nuevo siglo con una vulnerabilidad externa sustancialmente menor, cuando se comparan los porcentajes de la deuda externa neta como proporción de los ingresos en cuenta corriente en los estándares de la región (ver anexo 6), ello se debe entre otros factores de coyuntura económica, a que el país no ha tenido que recostarse en las fuentes externas de financiación en los últimos años, y al hecho relevante de que se tiene un mercado interno más desarrollado, capaz de absorber las necesidades de financiación del sector público, permitiendo que la razón deuda/PIB para el GNC se haya reducido de niveles de 47,59% en 2002 a 42,20% en 2005 (BANREP, 2011)

2006, 2007 y 2008, muestran una reversión en la proporción de deuda frente al PIB, mas no en términos nominales.

En el 2006 se ejecutó una estructura de colocaciones orientada a dar mayor certidumbre al mercado local, teniendo en cuenta que fue un año lleno de eventos políticos y económicos

⁴⁵ La tasa de los Tes más representativos del mercado para ese entonces –Tes tasa fija con vencimiento el 12 de septiembre de 2014–, disminuyó de 13% a 10% en ese periodo.

(elecciones). También logró darse un mayor dinamismo al mercado de Tes sobre todo en el primer semestre, gracias a la liquidez a lo largo de toda la curva de rendimientos.

Fue imperante la consolidación de la política de cobertura de riesgos y el gobierno continuó con las operaciones de cobertura de posiciones en moneda extranjera a través de contratos de *forwards* y *swaps* de corto plazo, que al mismo tiempo constituyeron una alternativa de financiación temporal en pesos a corto plazo sin necesidad de cerrar de manera definitiva la posición en moneda extranjera.

La deuda interna bruta calculada al 31 de diciembre de 2006 correspondió a \$97.964 miles de millones COP, de los cuales el 90% estuvieron representados en Tes, el 4% en TRD y el 2% en bonos Fogafín.

En 2007 la emisión en Tes es menor de acuerdo a lo estimado en el plan financiero, explicado principalmente por los procesos de privatización de algunos activos del estado que se llevaron a cabo a lo largo del año (Bancafé y Ecogas).

De igual manera, a pesar del evidente volumen de transacción en el mercado de títulos, respecto al año anterior la negociación disminuyó (en marzo de 2006, por ejemplo, se transó un promedio diario de \$7.0 billones, en tanto que para el mismo mes del 2007 el monto se redujo en 47% alcanzando tan solo \$3.7 billones), en gran parte es explicado por pérdidas en los portafolios de los distintos tenedores de deuda pública, dados los incrementos en la tasa de intervención del Banco Central y los depósitos impuestos a los inversionistas internacionales.

En 2008 la Subdirección de Financiamiento interno, en pro de consolidar medidas para equilibrar los efectos de la crisis –denominada de los países desarrollados–, y el posible desbalance en la consecución de recursos, programó un seguimiento especial a cada entidad estatal, conducente a garantizar el cumplimiento de la normatividad vigente en cuanto a la inversión de la liquidez, lo que es reflejado en un aumento de las colocaciones forzosas (ver gráfico 8).

A pesar de la volatilidad observada en 2008, el mercado reconoció las bondades de contar con el programa de creadores de mercado, ya que los participantes están obligados a cotizar precios de

compra y venta durante el 70% del tiempo que los títulos están transando en el SEN, asegurando la liquidez y permaneciendo las referencias en el mercado.

Para el año 2009 nuevamente el saldo de la deuda del GNC aumenta, y ambas fuentes de financiación lo hicieron paralelamente.

La deuda interna representó para este año el 25,6% del PIB (\$127.337 miles de millones COP). El monto de colocaciones de Tes en el mercado fue mayor al consignado en el plan financiero 2009, de una meta de \$22 billones COP pasaron a una recaudación real de \$25,8 billones, debido a la caída en los ingresos del GNC en el transcurso del año y a la necesidad de ejecutar una política contracíclica. El mayor recaudo estuvo durante los primeros meses y nuevamente el sector público a través de las operaciones convenidas y forzadas fue un gran motor de colocación de recursos.

En medio del deterioro económico mundial y local (el producto interno cayó 2,1%), bajo un escenario de menores tasas en el mercado de intervención que favorecieron la valorización de los bonos de deuda pública y la amplia liquidez de los agentes, condujeron a una preferencia por los activos de deuda del gobierno, considerados *cero default*.

Los establecimientos bancarios por ejemplo desaceleraron los canales crediticios, los cuales habían tenido una tendencia alcista desde 2002, y encaminaron sus recursos hacia instrumentos de renta fija, lo que propició el incremento de los montos negociados a través de los sistemas de negociación de Tes (Superfinanciera, 2010). La percepción favorable de la política monetaria, condujo a la preferencia por un portafolio con mayor duración.

Este flujo de recursos hacia el mercado de bonos del gobierno garantizó la financiación de la Nación y del presupuesto, pero por otro lado se desestimó el efecto del sistema financiero en la reactivación económica a través del canal del crédito, ya que cayó la inyección de recursos a los sectores productivos. Es decir, predominó la preferencia por inversión sobre la cartera, lo que advertiría un fenómeno de *crowding out* hacia los títulos de deuda pública.

Finalmente el saldo de la deuda interna del GNC para 2010 fue de \$145.075 miles de millones pesos COP, mostrando un crecimiento de \$17.738 miles de millones (13,93%), con respecto a los resultados de finales de la vigencia anterior. Este crecimiento fue superior al desempeño de la economía, expresado en términos del indicador del PIB de 4,31%, lo que no refleja un buen panorama de sostenibilidad de la deuda pública.

El aumento en la deuda interna provino básicamente de la emisión de Tes, cuyo valor entre operaciones convenidas, forzosas y subastas fue por \$26.479,1 miles de millones COP y dentro de estos el mas fortalecido fue la tasa fija (Ministerio, 2010).

Los Tes de corto plazo tuvieron un ascenso frente al año anterior de 35%, las subastas de TCO reportadas en 2010 fueron de \$6.374,1 miles de millones COP.

Un logro importante en la vigencia que impacta sobre toda la economía, es el grado de perspectiva positiva otorgado por las tres calificadoras de riesgo mas importantes, lo que aproximaba a Colombia al grado de inversión que se perdió hace doce años.

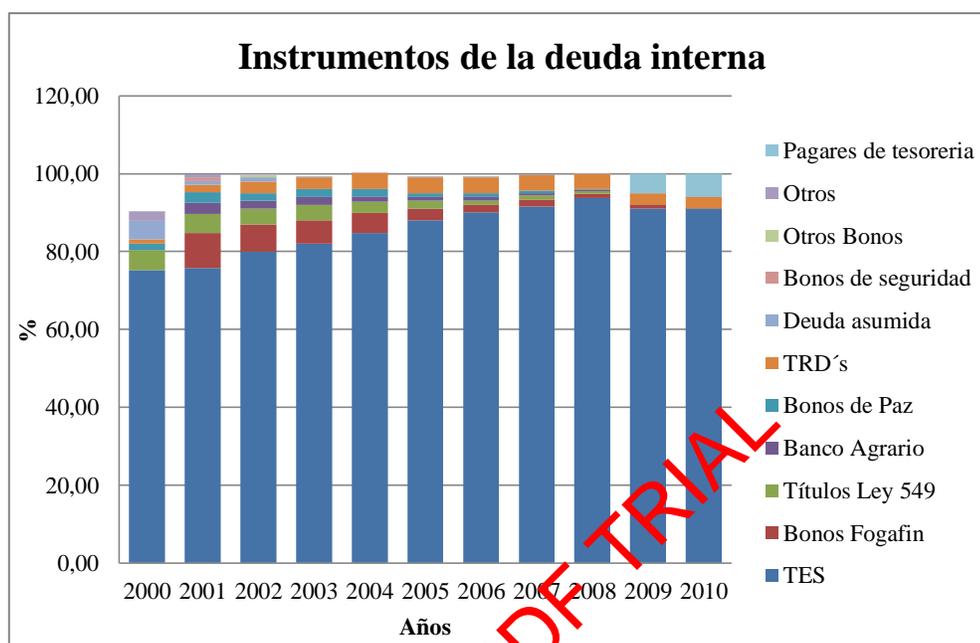
En conclusión en esta década, el saldo total de la deuda del GNC aumentó entre 2000 y 2005 de 36% a 42% del PIB, para luego tener un pequeño descenso y posteriormente ascender hasta alcanzar el 37,30% del producto en 2010.

El crédito interno fue la principal fuente de financiamiento del gobierno, acentuándose la política en 2005, cuando fueron enfáticas las operaciones con el fin de sustituir la deuda externa por interna, se realizaron voluminosas operaciones de canje y otras de manejo de deuda y se prolongó el proceso de apreciación cambiaria. Por este efecto, la deuda externa del GNC pasó del 16,30% del PIB en 2000 a 10,80% en 2010 y la deuda interna de 19,7% a 26,5% durante este mismo tramo.

Bajo los parámetros hasta ahora definidos por la nueva administración, seguramente mantendrá este esquema con el apalancamiento a través del mercado interno, pero quizás en búsqueda de cumplir con la regla fiscal fijada en 2011 de una forma más estricta, y disminuir el porcentaje de deuda frente al PIB.

2.5.3. Evolución de los instrumentos de financiación de la deuda interna del GNC

Gráfico 10



Fuente: Ministerio de Hacienda

*A partir de 2009, el Ministerio de Hacienda dentro de la estadística incorpora los pagarés de tesorería dentro del perfil de deuda interna, con el fin de homologar las cifras de deuda bruta que publica la Dirección General de Política Macroeconómica, la DGCPTN y el Banco de la República. Es importante ya que ello explica la caída en la participación de la fuente TES.

Frente a los instrumentos de negociación, tal como se discierne a lo largo del trabajo, el instrumento dominante de financiación del GNC son los títulos de tesorería Tes. En el gráfico anterior se observa que en la década su estado ha sido avasallador.

Durante la primera mitad del nuevo siglo podía percibirse el impacto de los instrumentos de salvamento emitidos en el año 1999 para rescatar el sector financiero después de la crisis hipotecaria (UPAC). Sin embargo, se han ido absorbiendo a través de los Tes de tesorería o venciendo sus términos, tal como Fogafín y Tes de ley 549 en el año 2010, dentro de este paquete de medidas están en circulación todavía los TRD y pendiente la amortización de la última cuota de deuda de la liquidada Caja Agraria para 2011.

El título de tesorería Tes clase B, es el instrumento público *premium* con el cual se cuenta para invertir. Existe una alta concentración de agentes del mercado en los bonos soberanos, sobre todo

después de la mitad de la década en donde la base inversora cree en las políticas gubernamentales lo que impulsa el apetito por este tipo de emisión (ver gráfico 12).

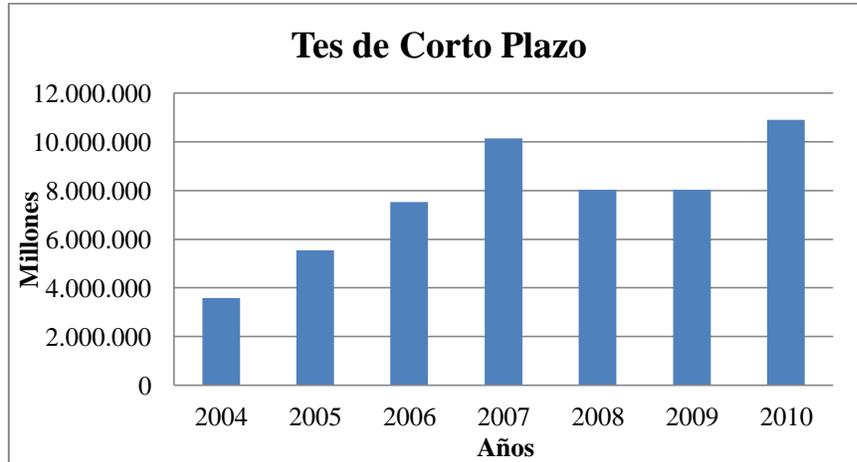
Los gestores de deuda reconocen que el portafolio ofertado es todavía muy estrecho. Se han emitido títulos que aunque no son de deuda interna, lo que busca es la diversificación, tal es el caso del Tes global. Colombia en ese sentido tiene una gran brecha, frente a un país como Brasil que posee un amplio portafolio de Tes con el cual puede hacer frente a la esterilización de largo plazo cuando lo necesitan.

Dentro de los Tes, los de corto plazo han mostrado una tendencia creciente (ver gráfico 11). Contablemente aparecen en 2004, año en donde su valor hace mella en las estadísticas, sin embargo, antes de este corte habían surgido algunas emisiones.

Vale recordar que estos se concibieron como títulos que deben ser cancelados dentro de la misma vigencia y son utilizados básicamente para solventar situaciones temporales de iliquidez del Tesoro Nacional. El Ministerio ha insistido en sus informes de deuda anuales, que dentro de los objetivos propuestos se encuentra fortalecer el tramo corto de la curva de rendimientos por medio de la apertura de nuevos plazos de colocación primaria, propendiendo por mejores niveles de transacción en el mercado secundario, a ello se debe su incremento.

Por otro lado la Contraloría (2010) advierte, que es un mecanismo que ya pasó a ser permanente y que se ha utilizado para obtener recursos financieros, especialmente para cubrir su propio *roll over* (colocaciones/pagos por intereses y amortizaciones), lo que a larga se traduce en una deuda permanente del gobierno nacional que genera unos costos financieros bastante significativos.

Gráfico 11

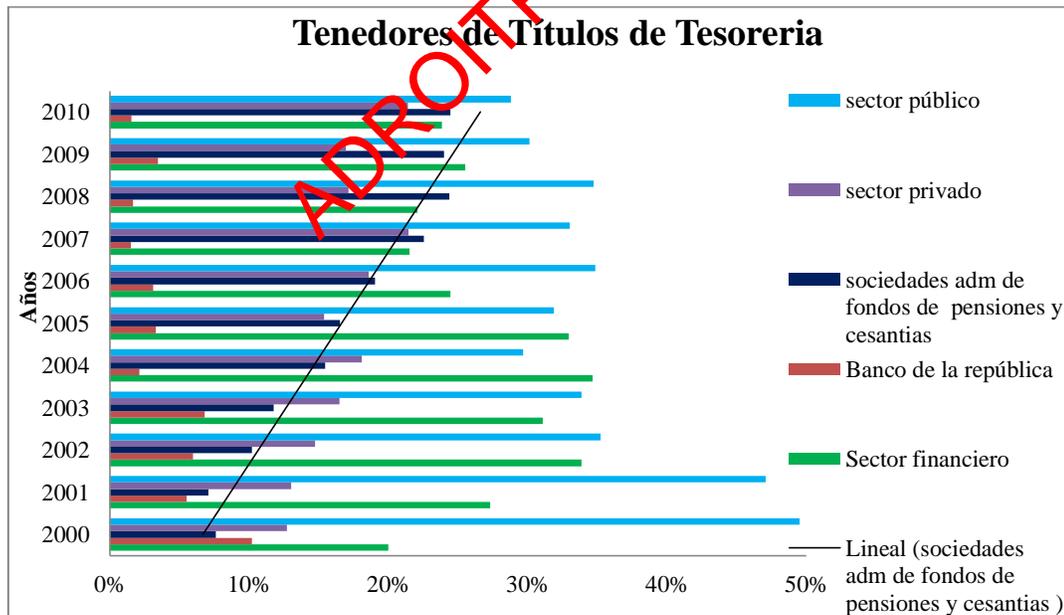


Fuente: Ministerio de Hacienda.

*Corresponde al valor nominal aprobado como emisión en cada vigencia. No es el saldo final, después de descontar al saldo anterior las amortizaciones.

2.5.4. ¿Quiénes son los tenedores de los Tes?

Gráfico 12



Fuente: Banrep

Las colocaciones de los títulos de la tesorería mediante los sistemas forzoso y convenido que se registró hasta 1998, implicó que fueran las agencias públicas distintas al gobierno central, las que en mayor proporción financiaran el déficit. Para 1999 el 58,1% de los Tes clase B emitidos estaban en poder del Instituto de Seguros Sociales ISS y las grandes empresas de Estado. Por su

parte, las instituciones financieras públicas tenían el 20%, en tanto el sector privado poseía el 22% (Lozano, 2002).

Entre 2000 y 2002, el ISS y otras entidades disminuyeron su participación notablemente, por ejemplo, el Instituto pasó de tener dentro de su cartera el 31% en Tes en 1999 a 18,3% en 2002, Ecopetrol por su parte, una empresa con una tradición de inversión en los Tes, entregó en administración fiduciaria en el año 2000, \$2,34 billones COP que tenía invertido en Tes para constituir un patrimonio autónomo y fondear su pasivo pensional. Por el contrario, otras entidades como Fogafín, Finagro y la Fen aumentaron apreciablemente su posesión de Tes durante este lapso.

Las entidades financieras, de pensiones y en general el sector privado también se volcaron hacia los títulos públicos, pasaron de tener el 22% de participación al 46% del total de Tes en circulación en estos tres años. Las entidades financieras aumentaron su portafolio en Tes de \$2,6 billones en 1999 a \$11,8 billones en marzo de 2002. La mayor parte de los títulos fueron adquiridos por el sistema de subasta (*Ibíd.*).

Este comportamiento para inicio de la década, estuvo relacionado con las buenas tasas de interés pagadas por el gobierno a los inversionistas, con el afán de hacer el título competitivo frente a otros papeles como los certificados de depósito CDT.

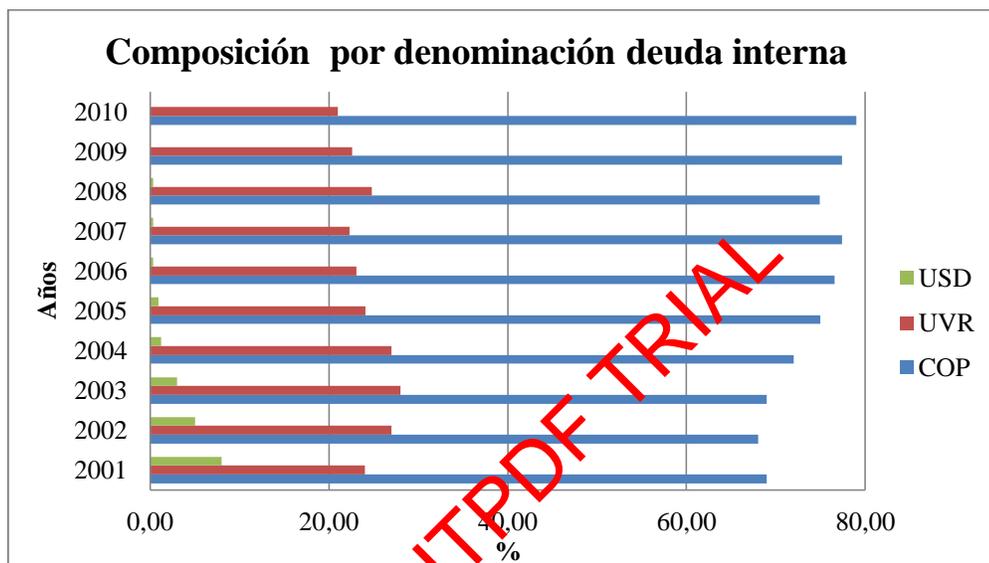
Tal como se observa en el gráfico, a partir de 2002 se percibe una tendencia creciente de absorción de Tes por parte de los fondos de pensiones (por su normal evolución en el recaudo de los aportes pensionales obligatorios de sus afiliados), la menor inversión del Banco de la República y un sector público con una concentración que no baja del 30%.

Algunas entidades del sector financiero público, tales como el Banco Agrario, La Caja de Vivienda Militar y el Fondo Nacional del Ahorro, particularmente han venido aumentando su participación en el mercado de bonos. La Caja de Vivienda por ejemplo, pasó de invertir 698 millones en 2002 y terminó 2010 con \$3.511millardos.

Las entidades no financieras públicas por supuesto a través de las operaciones convenidas y forzosas, fueron partícipes de la financiación y altas tenedoras de Tes.

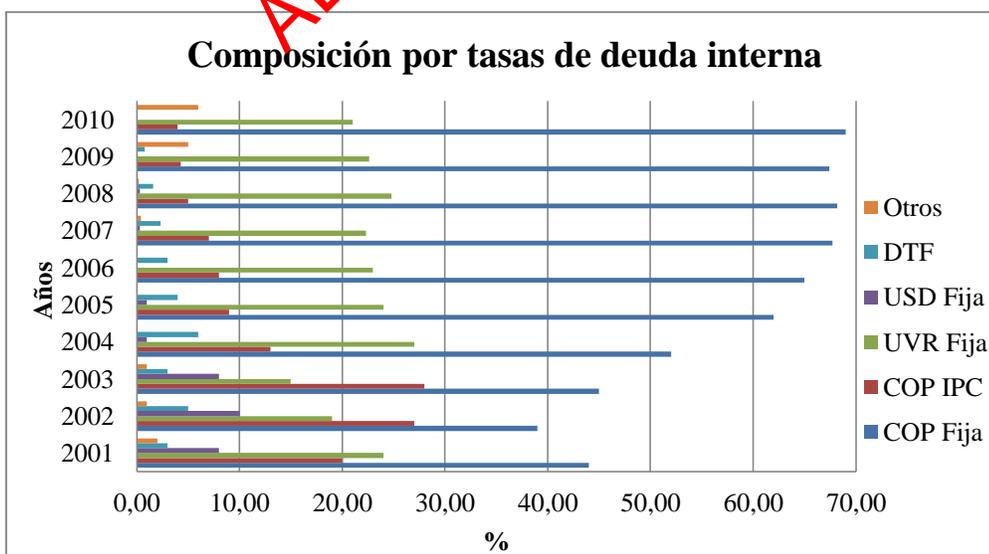
2.5.5. Evolución de la composición por tasas de interés y denominación de la deuda interna del GNC

Gráfico 13



Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 14



Fuente: Ministerio de Hacienda

El mercado local de deuda mostró cambios en su composición y liquidez, este cambio se produce en medio de una década de menor inflación y una política de ajuste de pesificación de la deuda y de indexación principalmente a tasa fija, tal como se observa en el gráfico.

Esta fue una marcada tendencia regional, en donde las estrategias de los países estaban alineadas. Una muestra de ello es que en 2001 cerca del 13% del *stock* promedio de la deuda de la región estaba emitida a tasa fija frente al 31% que presentó en el año 2009. Se destacó en este proceso Colombia, México y Perú, donde hay emisiones en renta fija a más de 15 años (Bancolombia, 2010).

En resumen esta década esta caracterizada por un incremento sustancial en las denominaciones en tasa fija en pesos, lo que claramente es la forma más segura de deuda, porque el costo del servicio está en gran medida predeterminado.

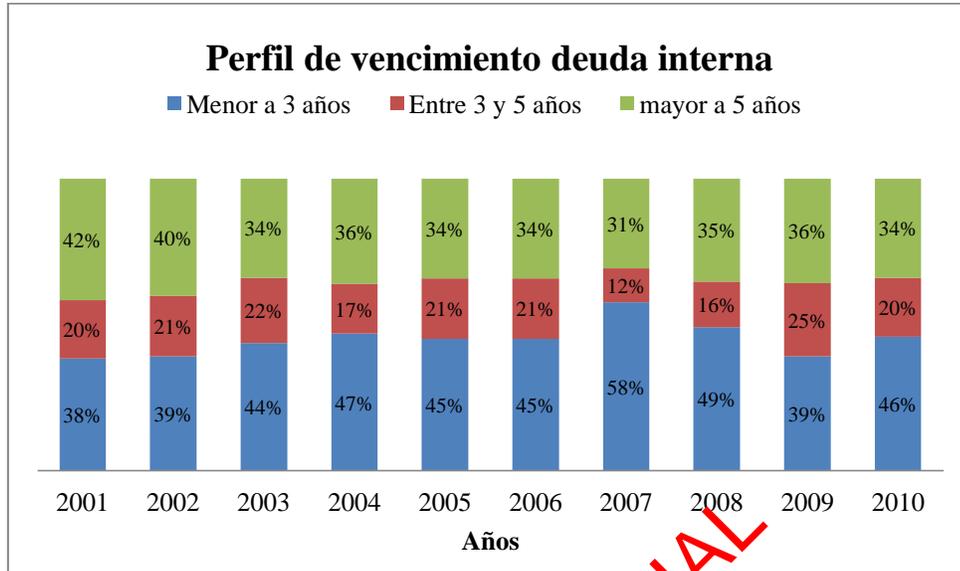
En 2001 la composición de la deuda interna bruta muestra que, por denominación, el 69% se encontraba en pesos colombianos, el 24% en UVR y el 8% en dólares; por tasa de interés, el 44% se encontraba en tasa fija en pesos, el 24% en UVR fija y el 20% en IPC en pesos.

En 2010 la deuda interna bruta esta distribuida en un 79% en pesos colombianos y el porcentaje restante en UVR, desapareciendo del mercado los Tes TRM en el año 2009. Por tasa de interés, el 69% se encuentra en tasa fija en pesos, el 21% en UVR fija, el 4% en IPC en pesos y un 6% lo representan los pagares de tesorería.

A partir de 2009, la composición estadística por tipo de interés se modificó, debido a la incorporación de los pagarés de tesorería, los cuales pagan intereses a la tasa de depósitos definida por el Banco de la República. Estos, al igual que los Tes de corto plazo, son instrumentos que permiten financiar las operaciones de la Tesorería, se emiten con plazos menores a un año y han permitido profundizar el mercado monetario.

2.5.6. Perfiles de vencimiento de la deuda interna del GNC

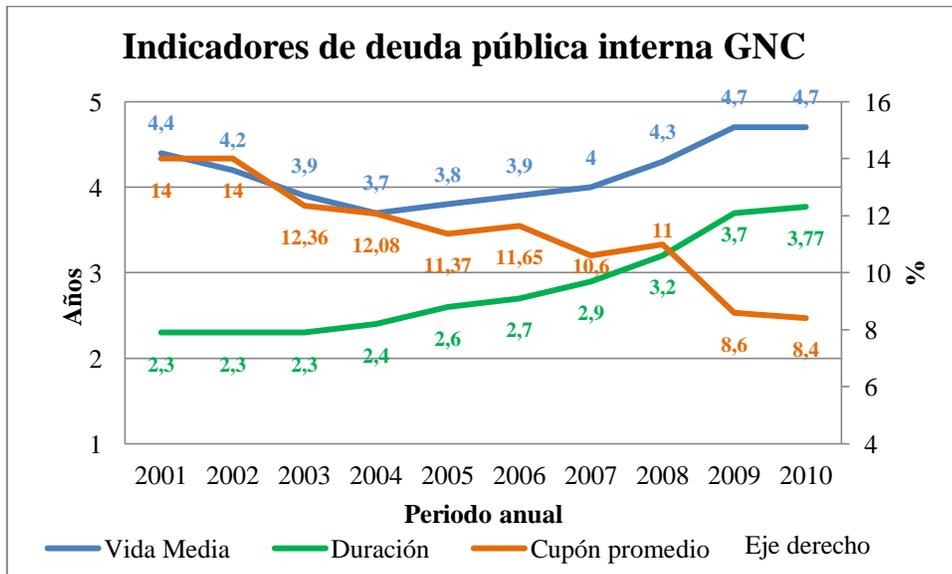
Gráfico 15



Fuente: Ministerio de Hacienda

Cumplíendose una década desde el cambio de política de financiación y con un avance sustancial en el mercado de deuda pública local, el perfil de vencimientos continúa siendo cortoplacista. Los esfuerzos de la política fiscal, las reformas administrativas y normativas en el manejo de deuda han propiciado una mayor duración y vida media, pero siguen existiendo vacíos para la formación de la curva de rendimientos.

Gráfico 16



Fuente: Ministerio de Hacienda

El hecho de mejorar en la duración indica un flujo con una extensión en el pago de cupones y una tasa de interés que ha venido disminuyendo, tal como se ha observado a lo largo de la evolución de la deuda. De todas maneras, el hecho de tener una duración baja implica que existe un mayor riesgo de refinanciamiento, ya que las autoridades tendrán que salir todos los años al mercado con grandes cantidades de títulos a buscar un *roll over*, inundando el mercado.

2.6. Conclusiones

- En una economía abierta y pequeña, en donde no se quiere sufrir tanto los vaivenes internacionales y compensar al menos en cierta medida el riesgo de paradas repentinas, la estrategia de financiación que primó fue sustituir deuda externa por interna, para no depender tanto de esa volatilidad y mitigar el riesgo cambiario, condición que exacerbó la deuda y por lo tanto el déficit al final de la década del noventa.

- Era imperante para la nación que incorporara una serie de reformas que proyectaran fortalecer el mercado local de deuda pública, dando respuesta por un lado a las disposiciones trazadas en la Constitución de 1991 frente a las limitaciones impuestas al Banco de la República, y por otra parte, atendiendo las recomendaciones y diagnóstico de política realizado por la Misión de Estudios del Mercado de Capitales. Además el país requería adaptarse a un nuevo esquema cambiario, dejando atrás las dudas cambiarias, una política monetaria con objetivo inflacionario y a un ajuste fiscal obligatorio.

- Las políticas adoptadas por el gobierno nacional con una fijación de disminuir los empréstitos denominados en divisas, un entorno económico aliciente para la región de Latinoamérica a partir de 2003, la apreciación del tipo de cambio por varios años y la liquidez en el mercado, fueron instrumentos perfectos para reducir el nivel de deuda externa, que en 10 años cayó 5,5 puntos con relación al PIB (recordemos que, en cuestión de solo un año 1999/2000 la deuda externa frente al PIB escaló en 4,5 puntos, por efectos de la devaluación y otros).

- La administración de la deuda interna y externa, permitió entrar en esta década en una senda de reducción de la misma con relación al PIB y en disminuir las presiones financieras sobre el presupuesto nacional. Es evidente en una mayor vinculación de las obligaciones a tasas de interés

fija, la desaparición para el año 2010 de los Tes vinculados al dólar y reducción de los papeles indexados a la inflación o a otra tasa variable.

- Dentro de los instrumentos financieros promulgados en el mercado, los Tes globales, como un papel que permite cubrirse del riesgo cambiario, actúa sobre los descalces en la moneda e inyecta cierta estabilidad financiera mitigando las concentraciones a nivel doméstico, es una alternativa altamente destacable. Este tipo de emisiones por parte de Colombia y de varios países de la región, se ha acercado a transformar la premisa del pecado original que ha caracterizado a los países emergentes.
- El mayor endeudamiento en el mercado doméstico, que a 2010 representa el 26% del PIB y en términos de proporción equivale al 70%, suscita interrogantes frente a los riesgos a los que se está expuesto.

Cuando vemos el panorama de la financiación, nos encontramos con una concentración por parte de los fondos de pensiones y entidades financieras como tenedores de títulos de deuda pública. Solo si pensamos en un momento de iliquidez, podríamos imaginar un operador grande de este sector solventándose a través de la venta de títulos afectando el precio, o por ejemplo, un alza en los tipos de interés que desvalorizan los papeles y encarecen la refinanciación o las nuevas colocaciones. O también podríamos centrarnos en los perfiles de vencimiento, que aunque es destacable que se ha buscado su ampliación, todavía tenemos una concentración en el corto plazo de 46%. Esto lo revisaremos en el capítulo IV.

CAPITULO III. LA GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN COLOMBIA

Una vez revisado el esquema normativo de la deuda pública en Colombia, el panorama del financiamiento interno y externo en la última década, y haber establecido los hechos puntuales que volcaron a la administración a gestar un apalancamiento financiero basado en el mercado doméstico, pasamos entonces a abordar de manera mas puntual las estrategias de gestión de deuda pública, tales como el *roll over*, los canjes de deuda, las recompras, los prepagos y los programas y avances que giran en torno al desarrollo del mercado de títulos públicos.

En este último aspecto, resalto la importancia de constituir un mercado de bonos públicos, el cual contribuye a la profundización y diversificación del mercado de capitales, así como a brindar una estabilidad en la financiación al gobierno nacional.

Abordamos en el tercer y cuarto punto, el ajuste fiscal y la reorganización institucional llevada a cabo en esta década, ya que son condicionantes del progreso logrado en el escenario de la administración de la deuda y del mercado de títulos públicos.

3.1. Manejo de la deuda pública

La principal característica de la administración central durante los últimos 10 años frente al endeudamiento del país, fue construir una estrategia que cumpliera el objetivo de financiar el presupuesto general, con el menor costo de fondeo en el mediano y largo plazo y con niveles adecuados y manejables de riesgo de activos y pasivos. La política se concentró en diversificar las fuentes de financiamiento (plazos, tasas) pretendiendo evitar el riesgo de refinanciamiento; mitigar el riesgo cambiario; el de liquidez; y obtener una mayor eficiencia en la curva de rendimiento, facilitando el funcionamiento del mercado de capitales doméstico.

En los primeros años de la década fue palpable el descenso del endeudamiento externo, siendo el deseo fiel del gobierno y el epicentro de sus políticas tener una menor exposición a posibles depreciaciones en periodos de turbulencia financiera, dando una mejor composición al endeudamiento desde el punto de vista del riesgo. Por supuesto, no hay que desconocer en absoluto los efectos que trajo el ambiente financiero regional muy positivo marcadamente entre 2002 y 2006.

Así lo reconoce la investigación de Acevedo P, Alberola E. y Broto C (2008), quienes revisan la contribución de la variación del tipo de cambio (apreciación) y de las políticas de gestión de deuda de los gobiernos, a la variación total en la proporción de deuda denominada en moneda extranjera para la muestra de seis países emergentes⁴⁶.

Toman como margen de referencia el año 2003 por ser una vigencia con niveles de deuda respecto al PIB considerablemente altos en Colombia y el año 2005 por el descenso.

Los resultados muestran que, pese a la fuerte apreciación del tipo de cambio que impactó acertadamente sobre el saldo de la deuda denominada en moneda extranjera, el efecto de las políticas de gestión dominó la contribución en el ratio de deuda, tal como se aprecia en el gráfico.

Gráfico 17. Efecto precio y efecto composición* de la variación de la deuda en moneda extranjera (Porcentaje de la deuda total)



*Efecto composición: identifica las políticas de gestión de la deuda por parte de las autoridades.

Fuente: Acevedo P, Alberola E. y Broto C. (2008).

Es evidente que el impacto de las políticas de gestión de la deuda juegan un papel preponderante en el desarrollo de la relación deuda /PIB que se ha gestado durante estos años. Los países han buscado caminos para plantear estructuras de endeudamiento que reduzcan su vulnerabilidad ante choques externos, lo que debería suponer una ganancia a largo plazo.

⁴⁶ El estudio se centra en seis economías emergentes tradicionalmente proclives a la inestabilidad financiera: Brasil, Colombia, Indonesia, la Federación Rusa, Turquía y Uruguay, que son una muestra representativa de las principales regiones emergentes.

Los gobiernos se han mostrado en la actualidad menos dispuestos a contraer deuda en moneda extranjera a pesar de las condiciones favorables que ofrezca el entorno internacional, y a robustecer su mercado doméstico haciendo relevante la consolidación de su posición y profundización financiera.

Con el objetivo de cumplir los objetivos señalados, Colombia se ha trazado metas y estrategias que abarcan horizontes temporales distintos, las estrategias de largo plazo tienen mayor conexión con la sostenibilidad y la política fiscal, las de mediano plazo apuntan al costo de la deuda y a cumplir con los compromisos crediticios y en el corto plazo se encuentran las de cobertura.

Sin considerar todos los señalamientos del orden fiscal que apuntan a la sostenibilidad de la deuda colombiana en el largo plazo, podemos concentrar las estrategias del gobierno de la nación en los siguientes puntos:

- Emisión de deuda pública en moneda local.
- Sustitución de deuda denominada en moneda extranjera por deuda en moneda nacional, la cual se gestiona principalmente a través de los canjes de deuda dados en procesos de triangulación; políticas de prepagos de deuda externa utilizando reservas internacionales o recursos del presupuesto; y la no ejecución plena del *roll over* a este tipo de deuda.
- Operaciones de canje de títulos indexados a tasa variable por tasa fija.
- Gestión de los perfiles de vencimiento a través de los *roll over* y recompras (canje de deuda interna por deuda interna).
- Colocación de Tes globales 2004, 2005, 2007, 2010 (diversificación).
- Y finalmente el pre-financiamiento, con los cuales se anticiparon cambios en las condiciones financieras de contratación de la deuda en años previsiblemente difíciles (riesgo de liquidez). Ello por supuesto depende de las condiciones del mercado.

3.1.1. Canjes de Deuda

Estas operaciones hacen parte de la administración activa de la deuda, cumplen las siguientes funciones:

- Disminuir las amortizaciones de Tes de pronto cumplimiento, desplazando los vencimientos a un mayor plazo y mejorando el perfil.
- Cambia las condiciones de liquidez y evita un posible *default*, reduciendo la vulnerabilidad fiscal.
- Anticipa el *roll over*, mitigando este riesgo.

Los canjes son las operaciones que tienen una mayor influencia presupuestal. En la medida en que disminuye la presión del pago de la deuda, no se requiere aumentar las colocaciones para cumplir con el *roll over*, ni realizar ajustes drásticos en las finanzas del gobierno.

Los resultados de este tipo de operaciones han permitido ver una ampliación en la *duration* de la deuda interna, la cual pasó de 2,3 al principio de la década a 3,77 en 2010 (continúa su ampliación revisando cifras posteriores), en el ámbito externo este indicador pasó de 3,79 a 5,8; también una caída en el cupón promedio que abarata el servicio de la deuda interna, de un 14% aproximadamente en 2001 pasamos en 2010 a 8,4%.

Para el Ministerio de Hacienda los logros obtenidos van mas allá del mejoramiento en el perfil de vencimientos, y estima que los canjes junto con el resto de las operaciones de deuda además han fortalecido la curva de rendimientos ajustándose a las expectativas de los inversionistas. Esto esta relacionado con el hecho que en promedio más del 50% de las operaciones de canje se realizan a través del programa de creadores de mercado, lo que inyecta mayor transparencia y parámetros para el mercado (en 2009 y 2010, el 80% de los canjes fueron transados a través de este programa).

Algunas entidades financieras dejan entrever en sus informes periódicos el positivismo frente a las operaciones de canje. Por ejemplo, el analista económico de Ultra bursátil, destaca que este tipo de política que apunta a mejorar el perfil de la deuda, transmite al mercado un mensaje claro de que se esta dando mayor solidez a la deuda nacional.⁴⁷

⁴⁷ No se realizó algún tipo de encuesta que validara la información, sin embargo, revisados los informes emitidos por algunas entidades financieras en Colombia una vez sale el comunicado de prensa de los canjes por parte del Ministerio de Hacienda, y considerando la entrevista realizada a la funcionaria de Corficolombiana, valoran este tipo de operaciones como positiva. http://www.portafolio.co/detalle_archivo/MAM-1819358

Con base en los informes anuales del Ministerio de Hacienda (2001-2010), la tabla 5 resume las operaciones de canje de deuda interna, que contempla la sustitución de deuda interna por interna con ampliación en plazos y modificación en la denominación del rendimiento y moneda, y canjes de deuda externa denominada en dólares y euros por interna con títulos de tesorería.

Tabla 5. Canje de deuda interna

Periodo	2001	2002	2003	2004
Instrumento	De Tasa Fija a Tasa fija COP	De TRM a tasa Fija COP	De Tasa Fija a Tasa fija COP y uno especial USD	De COP y dólares a Tasa fija COP
Monto (COP)	\$ 5,6 billones	\$1, 15 billones	2,1 billones + USD\$244,4	\$2,1 billones
Títulos con vencimiento en:	2001 a 2005	2002 y 2006	2003 al 2008 - TES en USD 2003	2004, 2006
A títulos con vencimiento en:	2004, 2006 y 2011	2012.	2005 al 2012 - TES en USD 2004	2007, 2014

Periodo	2005	2006	2007	2008
Instrumento	De Tasa Fija COP y UVR a esta misma denominación	De Tasa Fija COP y UVR a esta misma denominación	De Tasa Fija COP y UVR a esta misma denominación	De Tasa Fija a Tasa fija COP
Monto (COP)	\$3,7 billones	\$5,5 billones	\$6,8 billones	\$3 billones
Títulos con vencimiento en:	1 día, 2006 a 2012	2006, 2007, 2008	2007, 2008, 2009	2009 al 2014
A títulos con vencimiento en:	2008 y 2015	2009 y 2015	2009, 2020	2011, 2018

Periodo	2009	2010
Instrumento	De Tasa Fija COP y UVR a esta misma denominación	De Tasa Fija COP y UVR a esta misma denominación
Monto (COP)	\$13,6 billones	\$4,1 billones
Títulos con vencimiento en	2009 al 2018	2010 al 2018
A títulos con vencimiento en:	2012 y 2024	2013 y 2024

Si bien anualmente logra canjearse los montos de deuda programados y extenderse a mayores plazos evitando los impagos y manteniendo un equilibrio, vemos como son operaciones que se constituyen en una urgencia en cada ejercicio fiscal, en el sentido que revalidan la deuda del mismo año. Lo que podría exhibir un peligro en caso tal que no estén las condiciones dadas para realizar este tipo de operaciones dentro de un año en particular.

Este ha sido el instrumento clave por parte de los gestores de la deuda y es la base para realizar las refinanciaciones. Pero su popularidad ha promovido también fuertes críticas por parte del órgano de control fiscal, ya que consideran que este tipo de operaciones convierten a la deuda en un círculo vicioso de alargar los pagos efectivos, sin impactar en la reducción de los saldos definitivos en términos nominales (Contraloría, 2005- 2010).

Incluso en el informe del año 2005 y recurrentemente en el 2010, esta entidad expone los mayores costos en los que se incurre al realizar los canjes de deuda, en razón a que los intereses de los títulos nuevos superaron los títulos retirados entre 2002 y 2005 exceptuando la vigencia 2003, tal como se presenta en la siguiente tabla.

Tabla 6. Evaluación de los costos de los canjes de deuda interna
Cifras en millones de pesos

Año	Bono retirado			Bono Nuevo			Nominal
	Intereses	Plazo Promedio	Tasa cupón	Intereses	Plazo Promedio	Tasa cupón	
2002	1.524.507	4	8,95	1.926.412	4	13,65	401.905
2003	1.180.898	3	11,7	1.065.645	3	12,9	-115.253
2004	128.403	241	9,3	162.626	241	12,6	34.223
2005	164.677	141	11,25	173.943	141	12,07	9.266

Fuente: Contraloría General de la República

Es de aclarar que no cuento con la información precisa para dar estimaciones frente al costo de los títulos canjeados en cada vigencia y tampoco es uno de los objetivos dentro de la investigación. Sin embargo, me parece importante exponer las consideraciones de la Contraloría General frente a este tema.

3.1.2. Recompra

Las operaciones de recompra se realizaron básicamente en el contexto de la deuda externa, su objetivo es contribuir a evitar el riesgo de refinanciamiento y mejorar la curva de rendimientos de los bonos externos.

Para cumplir con este último planteamiento, en 2005 y 2006 se aumentó la recompra de los bonos de la parte corta, media y larga de la curva en dólares y euros que transaban a niveles ineficientes.

Esto fue producto principalmente del aumento en el canje de deuda externa por interna, lo cual condujo a la disminución significativa del saldo de algunos papeles reduciendo así su negociación en el mercado secundario (iliquidez), resultando en alzas de precios (bajas tasas de rendimiento).

La amortización de estos bonos comprendía periodos de vencimiento desde 2006 hasta 2033. Una vez ofertadas las recompras, aplicaban el mecanismo de canje con bonos con vencimientos en 2024.

Para mitigar el riesgo de refinanciación en 2003, 2005, 2006 y 2007 se anunciaron recompras en los mercados internacionales de títulos con vencimientos en el corto plazo (*Tender for cash*) y al mismo tiempo oferta de canje con títulos de mayor plazo.

A partir de la emisión de Tes globales, fueron comunes las operaciones de recompra, ya que dado el buen auge del instrumento, se ofertaba la compra de los bonos con pronto vencimiento y se buscaba el canje con títulos globales que habían sido de aceptación en el mercado, así, el Ministerio reducía la exposición de la deuda al riesgo cambiario y mejoraba la liquidez de los Tes globales para que en el futuro la Nación pudiera emitir a menores costos.

Este tipo de operaciones esta ligada directamente a la programación de canjes anualmente.

3.1.3. Prepago de deuda

Este ejercicio financiero se circunscribe a prepagos de créditos otorgados por la banca multilateral, comercial y tenedores de bonos en los periodos 2004, 2005, 2006 y 2007, afectando los saldos de deuda externa a la baja, pero también acrecentando el saldo de deuda interna, ya que en su mayoría fueron cubiertos con emisión de Tes. Por supuesto, estaban direccionados a aprovechar las tasas del mercado, reduciendo el costo en términos de la tasa de referencia de los bonos en dólares de la curva en Colombia, mantener la pesificación de la deuda y ejercer una estrategia de cubrimiento de tasa de cambio.

Tabla 7. Prepagos de deuda del GNC

Fecha de operación	Prestamistas	Valor pago
2004	Bid	USD\$ 1,2 millones
2005	Bid, tenedores de bonos, banca comercial	USD\$2.283 millones
2006	Banca multilateral (CAF) y comercial (Banco de Crédito, Corfinsura, Bancolombia, Societé Générale y Mizuho)	USD\$ 612,7 millones
2007	Banca Multilateral (BIRF y CAF) y Banca Comercial (Banco Santander Central Hispano y Credit Commercial du France).	USD\$ 506,94 millones

Fuente: Ministerio de Hacienda

La operación más grande de este tipo se ejecutó en el año 2005. La JDBR autorizó la venta de reservas internacionales al gobierno nacional central en un monto de US\$1.250 millones. Para llevar a cabo la transacción ambas entidades acordaron que el Ministerio emitiría Tes en el mercado primario a través del esquema de creadores de mercado y simultáneamente el Banco de la República compraría Tes en el mercado secundario a través del SEN. El fondeo que obtuvo la Dirección de Crédito a través de la emisión de deuda local lo destinó a la compra de dólares al Banco Central tomando como referencia la tasa representativa de mercado peso-dólar vigente al día de la operación. En estos términos, la operación no tuvo efectos monetarios y no impactó el mercado cambiario.

El diferencial de recursos para completar el prepagó respecto a la transacción, era parte de las disponibilidades incluidas en el presupuesto nacional.

3.1.4. Roll Over

Con fundamento en la teoría, las posibilidades de obtener recursos encajados en deuda a través del mercado interno o externo, da la posibilidad de no tener que sincronizar las rentas y los gastos en un país y así llevar a cabo los planes de gobierno y ejecutar las políticas públicas. Lo importante de la deuda es la disponibilidad para servirla de manera oportuna, tener armonizados los recursos para evitar su *default* y de esta manera mantener el esquema general de financiamiento.

El *roll over* se convierte entonces en un instrumento natural en el marco de la financiación, para que los países ante la imposibilidad de desembolsar a tiempo tengan una estrategia que les permita refinanciar, es decir, adquirir una deuda en nuevas condiciones reemplazando la anterior, ampliando el espectro de vencimientos y mitigando el riesgo de refinanciación.

Además con el *roll over*, se pueden aprovechar las situaciones coyunturales del mercado cuando el nuevo endeudamiento presenta mejores términos financieros.

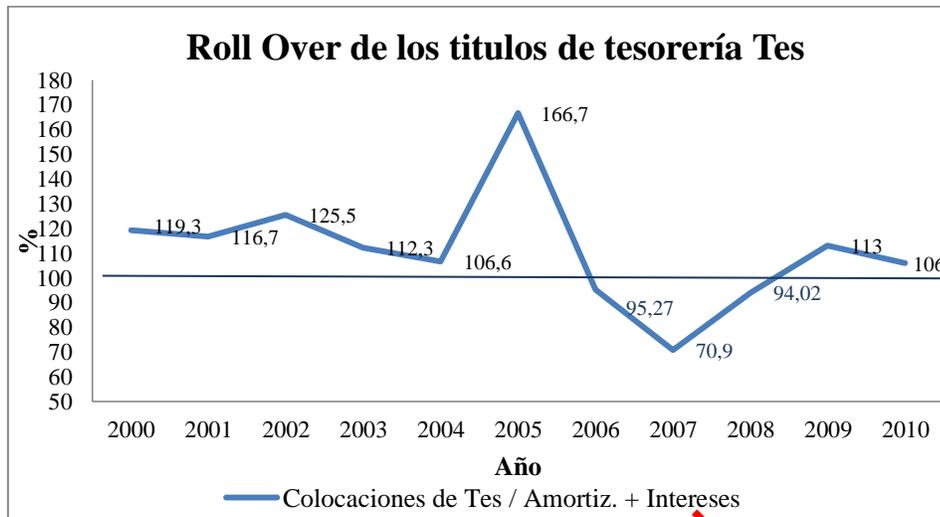
Otra posición más radical considera que el *roll over* es simplemente el mecanismo a través del cual estamos postergando la deuda e incluso en muchos casos a mayor costo, un aplazamiento neto del pago.

El indicador de *roll over* de los títulos, expresa la relación entre las emisiones de bonos públicos y los requerimientos financieros para cubrir los compromisos por amortización e intereses de las deudas adquiridas.

De acuerdo al gráfico 18, vemos como entre 2000 y 2005 la emisión de deuda a través de títulos de tesorería Tes fue superior a las necesidades de desembolsos del servicio de la deuda, al indicar un porcentaje que excedía el 100%, motivado en gran parte por el requerimiento de recursos para cumplir con la estrategia de pesificación de la deuda externa y de ampliar los perfiles de vencimiento para darle mayor movilidad al mercado. Por supuesto esta mayor emisión se refleja en un crecimiento en el endeudamiento interno.

Es de aclarar que este esquema no es positivo en el largo plazo, porque pasa a ser insostenible el endeudamiento de la nación. Pero se observan dos situaciones puntuales en Colombia, la primera es que el panorama fiscal en estos primeros años de la década tuvo un mejor desempeño (ver gráfico 28) y segundo se consolidaron unas mejores tasas de colocación, lo que representa mejores condiciones financieras. Vinculado a ello el gobierno nacional ha venido gestando otro tipo de políticas para apuntar a la sostenibilidad de la deuda que contempla el largo plazo.

Gráfico 18



Fuente: Ministerio de Hacienda

2005: Representa una connotación especial porque incluye la compra de reservas con emisión de Tes

Entre 2006 y 2008, el gobierno logró alivianar las presiones sobre la deuda, al emitir por debajo de los requerimientos para cumplir el servicio de esta.

El uso del instrumento de *roll over* por parte de los gestores de deuda, se percibe como una estrategia financiera que busca mejorar el entorno del endeudamiento y evitar el *default* que sería un gran riesgo considerando que es el mercado doméstico. Pero no debería constituirse en la estrategia permanente, existe un tramo de mediano plazo (2015) en donde aunado a otros esfuerzos de carácter fiscal, podría pensarse mejor en reestructurar la financiación y apuntar a una menor emisión de deuda, es decir, que retomemos la senda de un *roll over* inferior al 100%, en paralelo con una reducción en el saldo de la deuda.

3.1.5. Otras operaciones de manejo de la deuda

- Fueron sincronizadas las fechas de vencimiento de algunos créditos en moneda extranjera realizados con la Banca Multilateral, especialmente el BIRF, esto con el ánimo de organizar la estructura de pagos.
- Los contratos de *swap* de tasa de interés y de tasa de cambio como estrategia de cobertura también predominan en el contexto colombiano. En los acuerdos lograron cambiar los créditos de dólares a pesos e igualmente cambiar la tasa de interés.

A través de una operación *swap*, la Nación acuerda con la contraparte intercambiar los flujos asociados a una obligación determinada. Esta obligación se extiende desde el momento en que se ejecute la operación hasta el último pago que deba hacerse por concepto de la cobertura, que generalmente se trata del vencimiento del crédito o de la deuda.

Dentro de esta categoría el instrumento utilizado por los gestores de deuda es el *Cross Currency Swap Extinguible*. Bajo esta modalidad, las partes acuerdan que la obligación no se extiende hasta el vencimiento de la deuda o hasta un momento en particular, sino que se condiciona la vida de la operación a la ocurrencia de un evento de incumplimiento de deuda por parte de la Nación.

Considerando que si ocurre el evento de *default* la contraparte no debería asumir los pagos futuros que tenga la Nación por concepto de los créditos, esto le permite a la contraparte ofrecer una tasa más atractiva para el *swap*. Por lo tanto, la ventaja de realizar *swaps extinguibles* es que son mucho más atractivos en términos de costo y permiten ahorros de entre 40 a 100 puntos básicos frente a la tasa que podría obtenerse a través de un *Cross Currency Swap* convencional (*Plain Vanilla*) y de ahí que el gobierno optó por usar esta modalidad en las operaciones de cobertura de riesgo realizadas durante los últimos años (Ministerio, 2008).

La particularidad es la confianza que tiene el gobierno en que su probabilidad de incumplimiento es casi inexistente y que por lo tanto la cláusula de extingüibilidad no llegará a ser ejercida en ningún momento.

3.2. El desarrollo del mercado de títulos públicos en Colombia

La estrategia de endeudamiento diseñada por el gobierno, cuya esencia es financiar el presupuesto nacional bajo la moneda local, fue el punto de partida de la conformación de un mercado de títulos públicos.

Tal como lo vimos en el capítulo anterior, el modelo de regímenes financiero regulados presente en los ochentas y noventas, en donde los países podían cumplir con gran parte de sus necesidades de financiamiento simplemente obligando a los bancos locales a sujetar los papeles emitidos por el gobierno; a través de la inflación financiar parte del déficit público; o el instrumento más

relevante y característico de las economías emergentes, el endeudamiento externo, fue socavado por una progresiva liberalización de los mercados financieros y de los flujos de capital en todo el mundo y por la adopción de políticas anti-inflacionarias y de tipos de cambio flexibles, lo que condujo a que los gobiernos pidieran prestado en los mercados locales.

Pero contar con un mercado de deuda pública bien desarrollado traspasa las fronteras de cubrir las necesidades de financiamiento del gobierno (Turner, 2002; Bancolombia, 2010b). Para Colombia y otros países emergentes, el fortalecimiento de un mercado pobremente explorado en el siglo XX, se convirtió en un mecanismo que impulsó el mercado de capitales y contribuyó a la profundización financiera.

Países como Brasil, México, Perú y Colombia, se han caracterizado por tener un profundo avance en el mercado de bonos públicos en esta década (Echeverry, Navas, Gómez, 2008; Serge & Tovar, 2008b), asumieron que conocer y gestionar la estructura de la deuda, es realmente una clave para evitar este tipo de crisis y reducir los riesgos del financiamiento soberano.

Indudablemente, el mercado de deuda pública no se desarrolla con el solo hecho de la emisión de bonos por parte del gobierno, ello requiere todo un esquema organizacional y reglamentario y por supuesto estar inmerso en los lineamientos de la política de endeudamiento, es por esto que el objetivo del Ministerio de Hacienda no cierra en la consecución de recursos, si no que va en la búsqueda de generar el entorno mas adecuado para el desarrollo del mercado de capitales doméstico, tanto público como el privado.

El mercado de títulos de deuda pública en moneda local, ha crecido en tamaño, composición y profundidad (Maignashca, 2005). El saldo de Tes pasó de representar el 9% del PIB a finales de 1998 al 24,4% a diciembre de 2010. Para este mismo año las negociaciones totales a través de la Bolsa de Valores de Colombia –BVC– incrementaron frente al año anterior en 5,34% para un total de \$2.214 billones pesos COP, constituyéndose en la mas alta de la historia de la BVC a la fecha, y los títulos mas negociados de renta fija fueron los de deuda pública emitidos por el gobierno nacional (Tes), por un monto de \$722,65 billones (Superfinanciera, 2010).

3.2.1. La importancia del mercado de títulos públicos – referencia de autores

Miremos algunos referentes de diversos autores, que destacan la importancia del desarrollo de los mercados de deuda pública, haciendo relevante su injerencia en el fortalecimiento del mercado financiero cuando lo concebimos de manera sistémica:

La experiencia internacional muestra que el mercado de deuda privada esta estrechamente ligado al desarrollo del mercado de deuda pública. Una explicación de ello, es que la deuda pública representa un punto de referencia creíble para la valoración de deuda privada.

Ya que en la mayoría de países el gobierno es el emisor mas grande de deuda, ésta cuenta con el volumen y la liquidez para el desarrollo de un mercado secundario lo suficientemente amplio para la formación y consolidación de curvas de referencia *benchmark* (tipos de interés a plazo); además esta estructura temporal de tasas de interés de los bonos libres de riesgo, se convierte en un insumo obligado para la valoración y transacción de diferentes activos, y para determinar los tipos de descuento de los flujos futuros (Bancolombia, 2010b; Echeverry *et al.*, 2008).

Asimismo, el hecho de tener una forma de valoración transparente y aceptada por los jugadores del mercado, es condición *sine-qua-non* para las transacciones de títulos de deuda privada (Echeverry *et al.*, 2008)

Borensztein *et al.* (2007) en el marco del análisis de la deuda, cita una investigación realizada por Bolton y Freixas (2006) en donde “estudian los factores determinantes de la composición de los bonos soberanos, los bonos corporativos y la financiación bancaria, utilizando un modelo de equilibrio general de una economía emergente...” (2007:140). Introducen el rol del gobierno dentro del mercado de bonos y muestran que la presencia de un agente de esta magnitud, rebaja el costo de la emisión de bonos (por efecto de las economías de escala), de igual forma, al fortalecerse una parte de la estructura del mercado y propiciar el desarrollo de los bonos corporativos, se constituye en un mecanismo de ayuda para que las empresas se aislen del peligro de las crisis bancarias y de los posibles efectos por moratorias.

El Informe de Borensztein *et al.* (2007), también presenta los resultados de dos investigaciones que apuntan hacia este mismo concepto. El primero de Borensztein, Eichengreen y Panizza (2006), el cual sugiere que “para un nivel determinado de deuda pública, cuanto mayor es la proporción de financiamiento interno, mayor será el desarrollo del mercado de bonos privados” (2007:158).

Y Cowan y Panizza (2006), quienes a través de una serie de encuestas realizadas en 6 países latinoamericanos⁴⁸, buscaban estipular si los inversionistas institucionales valoraban los beneficios de un mercado más grande de títulos públicos. Los resultados indicaron que en Chile, Colombia, México y Uruguay, los inversionistas tendían a concordar con la idea de que un caudal considerable de deuda pública es importante para el desarrollo del mercado de bonos corporativos.

La misma encuesta indicó que en Brasil, Chile y Colombia, los títulos públicos no compiten con los títulos privados en la cartera de los inversionistas institucionales, a diferencia de lo reflejado en países como Uruguay y México. Esta misma apreciación mantiene la especialista en renta fija de Corficolombiana Salcedo C. (entrevista 31 de enero de 2012), quien considera que en Colombia no se presenta el fenómeno de desplazamiento dentro de la cartera de los inversionistas.

Turner (2002), expone una serie de razones fundamentales para que un país desarrolle el mercado de deuda pública, retomamos tres de estas: la primera es que el mercado de deuda, es esencial para la correcta transmisión de la política monetaria, especialmente desde que los bancos centrales han recurrido con mayor medida a instrumentos de control indirectos, como los encajes legales y las operaciones de mercado abierto (caso Colombia). De igual manera, los precios de los mercados de bonos a largo plazo, ofrecen una información valiosa sobre la probable evolución macroeconómica y sobre la reacción del mercado ante las decisiones tomadas por los agentes monetarios.

⁴⁸ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Uruguay.

Segundo, los mercados de bonos gubernamentales ayudan a financiar el déficit presupuestario de un modo no inflacionario, reduciendo la vulnerabilidad asociada al financiamiento monetario o al préstamo externo, de esta manera aumenta la eficacia de la política monetaria.

Y por último, evita que las instituciones bancarias se conviertan en la principal fuente de financiamiento a largo plazo en moneda local, es decir, reduce la concentración de riesgos de crédito y de vencimiento en el sistema bancario.

3.2.2. ¿Que trajo consigo el auge del mercado de bonos públicos como fuente de financiación para Colombia?

El impulso del mercado de bonos públicos en el país, implicó que en el transcurso de estos 10 años se tengan mejoras sustanciales en diferentes aspectos o la compensación en riesgos, antes inimaginables bajo el esquema que estaba concebido. Daremos una revisión a los puntos de mayor trascendencia, pero igualmente haremos relevante las deficiencias que persisten en el sistema.

3.2.2.1. Riesgo cambiario

Sin duda, el cubrimiento del riesgo a la variación de la tasa de cambio fue uno de los logros alcanzados a través de la financiación interna y del fortalecimiento de los títulos públicos. Fue la premisa inicial con la que partimos a finales de la década del noventa y se constituía en la mayor preocupación para las autoridades considerando que la deuda denominada en divisas es una de las principales fuentes de vulnerabilidad de la financiación soberana.

Colombia con la transición de tener un déficit financiado externamente a principios de los años 90, hasta llegar a una financiación cada vez mas con instrumentos locales que hoy representa el 71%, logró tener un descenso en la exposición al riesgo cambiario. Las posiciones netas en moneda extranjera frente a no residentes han descendido de forma sustancial, al tiempo que se ha

reducido la proporción de contratos e instrumentos financieros en divisas entre los residentes (créditos, préstamos, bonos)⁴⁹ (BIS, 2007; Maignashca 2005).

En la evaluación realizada por el Confis (2005) de las estrategias de financiación de las vigencias 2005-2006, el estimativo del ahorro por concepto de menor exposición del gobierno central a variaciones en la tasa de cambio era aproximadamente de US\$5.900 millones, conseguido a través de la compra de reservas y prepagos, las operaciones de *forward* y *swap*, el mecanismo de Tes global y los canjes de deuda externa por interna.

Retomando el estudio de Serge & Tovar (2008b) en donde como parte del análisis del impacto de los mercados de bonos sobre la estabilidad financiera, estudian en primera instancia la reducción en la vulnerabilidad de los países emergentes asociada con los descalces en las monedas, dada su cobertura con una financiación doméstica, podemos observar la reducción de este riesgo en Colombia.

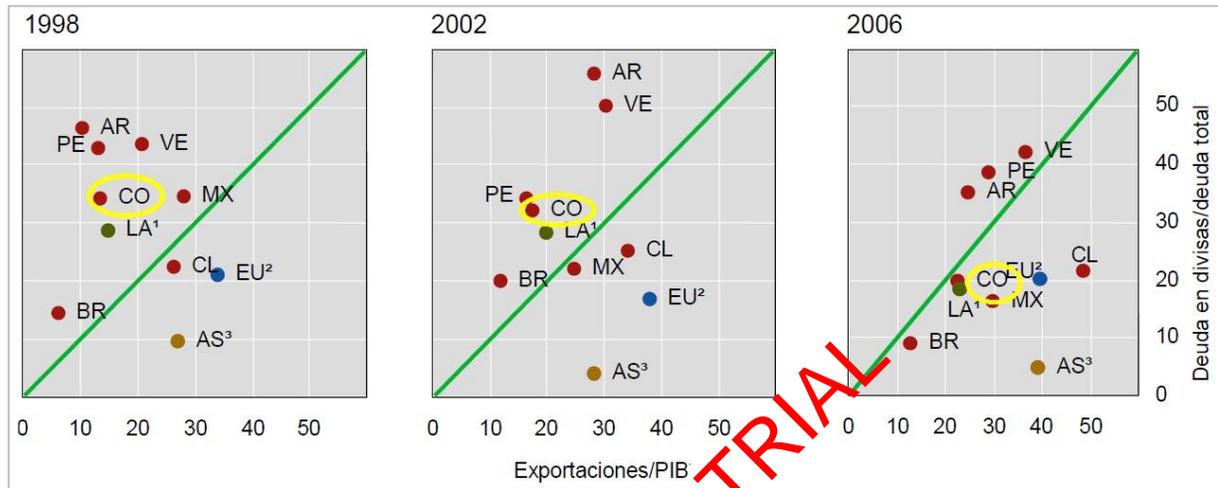
Toman como indicador clave el cociente entre la proporción de deuda denominada en divisas y la proporción de bienes comerciables con relación al PIB. Si este cociente es superior a 1, es decir, si la deuda en moneda extranjera sobrepasa los ingresos en esta misma denominación para financiarla, el país registra un descalce. La gravedad del problema crece conforme lo hace la posición deudora neta en divisas del país

De acuerdo al gráfico 19, el cual recoge los principales componentes de este indicador de descalce de monedas, muestra como hacia 1998 el indicador era muy superior a 1 en la mayoría de países de la región excepto en Chile, como refleja la posición media de los países latinoamericanos sobre la línea de 45°.

⁴⁹ Los saldos de deuda pública externa del GNC fueron ampliamente presentados en el capítulo anterior en donde es evidente el descenso. Frente al sector privado los saldos de deuda denominada en divisa con relación al PIB hacia el inicio de la década representaban el 15,5%, para el año 2008 lograron disminuir hasta alcanzar el 6,9%. Pero inician su etapa de ascenso justo en 2010, en donde escalan a 8,7%, la tasa de cambio apreciada y las tasas de interés externas con niveles históricamente bajos atraen al sector. Para mayor detalle de la información consultar informe de deuda externa de Colombia de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República abril de 2012 http://www.banrep.org/informes-economicos/ine_bol_deuex.htm.

En 2006, la mayoría de estos países ya habían abandonado esta peligrosa situación, como muestra su ubicación por debajo de la línea. Brasil, Chile, Colombia y México, registraron una posición mas equilibrada.

Gráfico 19. Descalces de Monedas



Fuente: Serge & Tovar (2008b). Cálculos originales del BPI. América Latina: media ponderada de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela, basada en el PIB y los tipos de cambio PPA del año 2000.

Maignashca (2005) y Mehl & Reynaud (2005), coinciden en que Colombia logró avanzar en la transición de su deuda sin caer en el denominado pecado original nacional, ya que pudo ampliar la curva de rendimientos, la vida media de los títulos y la *duration*.

Sin embargo, no hay que ser tan optimistas en este sentido, porque cuando nos fijamos en los perfiles de vencimientos de la deuda interna, nos encontramos con una concentración en el corto y mediano plazo, por lo que no podríamos perder de vista el tan riesgoso pecado original doméstico, y aun menos la tan alertada intolerancia a la deuda doméstica de Reinhart *et al.* (2002,2009), ante el exceso en el apalancamiento interno.

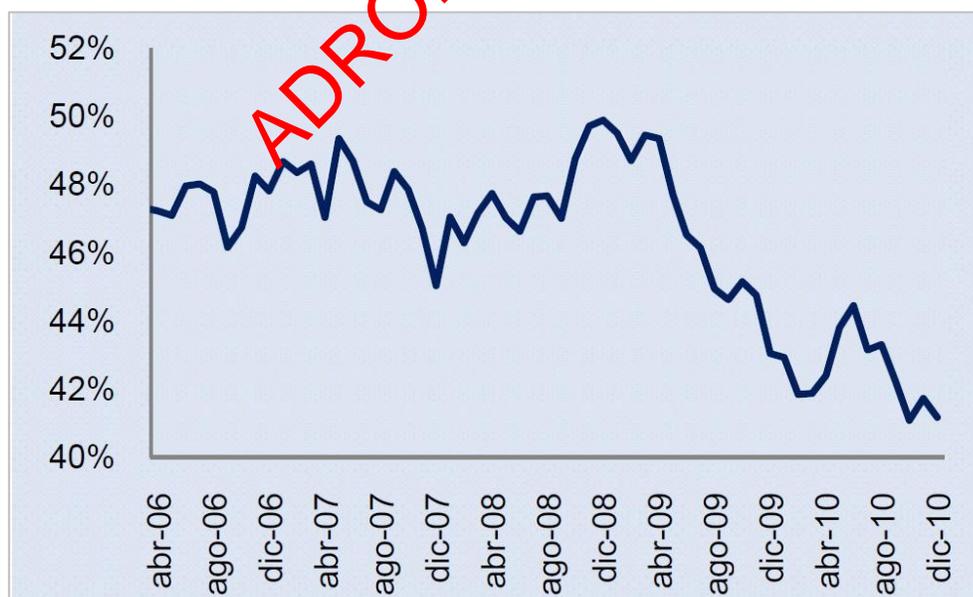
3.2.2.2. Canalización del ahorro

El tener un instrumento de deuda con mayor acogida por parte del mercado, como son los Tes, ha permitido que se absorba el ahorro privado. Este ahorro interno ha facilitado al país depender menos del endeudamiento externo y por lo tanto tener una menor exposición a los choques.

Este fenómeno está relacionado directamente con la canalización de recursos a través de las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías (AFP's), las cuales durante los primeros 6 años de la década mantuvieron una exposición a deuda pública (interna y externa) levemente por debajo del 50% (tope máximo autorizado por la Superfinanciera). Sus inversiones en Tes se incrementaron del 17% del valor del portafolio en el 2001 (\$2 billones) al 40% en el 2006 (\$15 billones), este incremento en títulos de deuda pública interna estuvo acompañado de una reducción de las inversiones en títulos de deuda externa colombiana, las cuales pasaron de representar el 22% en septiembre de 2003, al 5% en junio de 2006 (Gómez, Jara & Murcia, 2006)

En los años recientes el portafolio de los fondos ha presentado algunas reestructuraciones, vinculadas básicamente a los *shocks* externos ante la crisis internacional, sin embargo, el porcentaje de títulos dentro de sus carteras no fue inferior al 40%, como lo refleja el siguiente gráfico.

Gráfico 20. Participación de los títulos de deuda en los portafolios de los Fondos de pensiones 2006 – 2010



Fuente: Corficolombiana (2011)

Se esperaría a mediano plazo un cambio en el conjunto de inversiones de estas instituciones, con la entrada en vigencia de la nueva normatividad que creó los Multifondos⁵⁰, promoviendo la diversificación basándose en el riesgo.

Una breve descripción de la reforma es que los fondos de pensión ofrecerán a los afiliados un portafolio con diferentes regímenes de inversión (conservador, moderado y riesgoso), una combinación de retorno y riesgo que permite obtener diversas alternativas de rentabilidad. Ello implica que existan diferenciales en los montos expuestos a los instrumentos financieros disponibles en el mercado y por supuesto unas garantías mínimas que varíaran y serán vigiladas por la Superfinanciera.

Esta nueva administración implica que los fondos de pensión inviertan posiblemente en otros papeles o en papeles de diferentes plazos, y se reduzca la concentración en títulos públicos, que también forma parte de un riesgo importante dentro del sistema de financiación que será evaluado posteriormente.

En conclusión el desarrollo paulatino del mercado de bonos ofreció a este tipo de instituciones que se crearon desde 1994, unos activos que se adaptaran mejor a su estructura de pasivos de largo plazo; de manera recíproca, los fondos ofrecen unos recursos permanentes y dinámicos. Este acople ha ayudado a transformar el entorno de los mercados financieros y ha generado efectos positivos en el escenario económico del país, tales como una asignación más eficiente de recursos de ahorro e inversión (Gómez *et al.*, 2006).

3.2.2.3. Estabilidad en la financiación

El impulso del mercado de bonos, aseguró una fuente de financiación más estable en moneda local, al ser un espacio natural para la deuda.

Tres factores importantes entran en juego en este esquema:

⁵⁰ Ministerio de Hacienda y crédito público. Decreto 2955. Publicado en el Diario oficial No. 47793. Bogotá. 6 de agosto de 2010. Régimen de inversión de los recursos de los Fondos de Pensiones Obligatorias.

El primero es que el país por más de una década fue percibido como una nación con riesgo relativo (solo hacia mediados del 2011 Colombia recibe el grado de inversión pleno), por consiguiente, el mercado local es el sujeto activo de la financiación.

La muestra de la fidelización del mercado interno, tal como lo expresa Quintero (2012), es sustentable y creíble, cuando después de la caída de Lehman Brother (septiembre 2008), el mercado externo tenía un reducido apetito por el riesgo, en este sentido no había quien demandara deuda soberana con gran afluencia. Ello fue mitigado con el hecho que el mercado local tenía inversionistas dispuestos a asumir ese riesgo y efectivamente logró colocarse los recursos necesarios para cumplir con lo señalado en el presupuesto. El gobierno terminó el año 2008 con un respaldo importante por parte de las fuentes de inversionistas locales.

Con base en lo anterior, el segundo factor justamente es la implementación desde el año 1999 del esquema de creadores de mercado. Este grupo de entidades se constituyó en la plataforma de inversionistas en el mercado, influyendo tanto en el primario como en el secundario.

La ventaja de este grupo de *market makers* es que garantizan el éxito de las subastas al tener que comprar parte de las emisiones, promueven la liquidez ya que fijan posiciones en la compra y en la venta y disminuyen los potenciales conflictos de interés que se presentan cuando los bancos son los únicos que actúan como tales⁵¹.

A lo largo de estos años de existencia se han hecho ajustes en este sistema y hoy es reconocido como un modelo de referencia importante. Una gran ventaja que da confianza al mercado, es que anualmente los miembros de este grupo son auditados por el Ministerio de Hacienda frente a sus resultados en la vigencia, con el fin de reanudar o suprimir su condición. Mohanty (2002), hace mención a la delimitación de plazos para los creadores, ya que de no existir, se corre el riesgo de que estos no actúen de forma eficiente.

⁵¹ Los bancos podrían afectar las tasas de interés del mercado a través de su intervención en los mercados primarios de bonos. En la medida en que el rendimiento de los bonos del gobierno funcione como tasa de referencia del mercado, los bancos tendrán incentivos para comprar más o menos bonos para llevar las tasas de captación al nivel deseado (Echeverry *et al.*, 2008).

Y tercero, la percepción y confianza de los inversionistas nacionales sobre las políticas públicas fue favorable, sobre todo en el ámbito fiscal, manteniéndose cierta estabilidad⁵². Por supuesto acompañado por factores externos altamente prósperos para toda la región.

Es así como, una base de inversores más fortalecida inexistente en la década del noventa, unas políticas públicas más estables y un mercado interno como el mejor cliente, conduce a que la financiación tenga menores vaivenes.

El Ministerio de Hacienda apoyado sobre la estrategia de financiación trazada, emprendió una serie de medidas que eran necesarias para consolidar y posteriormente reforzar el mercado de títulos públicos, no solo con el interés de apalancar el presupuesto nacional, si no en un marco de largo plazo, que busca promover el mercado de deuda. Los principales logros obtenidos en este sentido son:

Para darle transparencia al mercado y previsibilidad, se diseñó e implementó todo el esquema de subasta holandesa y el calendario de emisiones de papeles⁵³.

A la par entró en operación el sistema electrónico de negociación SEN conducido por el Banco Central, en donde se administran, registran y tramitan los títulos públicos, facilitando considerablemente la fijación de precios transparentes a través de operaciones en tiempo real y obteniendo mayor eficiencia.

A diferencia de otros países cuyos centros de negociación son los mercados OTC, en Colombia más de la mitad de las transacciones de Tes son realizadas en este sistema electrónico, la ventaja de ello es que aumenta la cantidad de información disponible y disminuye el costo y tiempo de las transacciones.

⁵² Un factor que juega un rol importante, es que dentro del ciclo de estudio tenemos un fenómeno sin antecedentes en la historia de la democracia Colombiana y es la reelección presidencial, en un periodo que cubrió 2002 – 2006 y 2006 – 2010. Este hecho permitió la conducción de una política homogénea en un tramo importante, permaneciendo la estabilidad, viéndose reflejado en un aumento paulatino de la inversión y una sensación de menor riesgo.

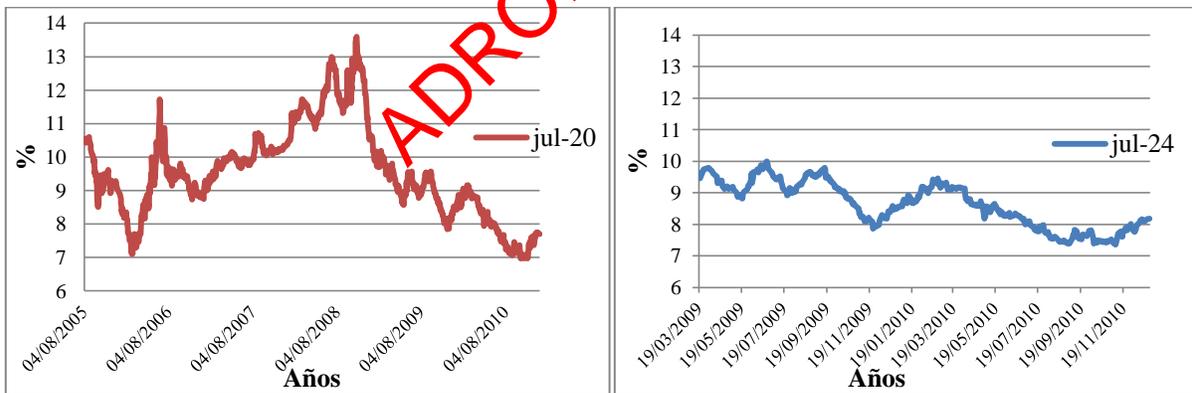
⁵³ Estructura del mercado primario: tiene una frecuencia de la emisión de bonos semanal, anticipan el tamaño de la emisión con un día de anticipación y el tipo de subasta es de precio único (Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Resolución 3782 de 2009, publicada en el Diario oficial No. 47.579. Bogotá. 31 de diciembre de 2009).

Con el fin de encontrar un balance entre los diferentes plazos, no perder liquidez y cubrirse del riesgo de refinanciamiento, se han venido colocando papeles en diferentes referencias buscando generar precios en varios segmentos de la curva, ello de acuerdo a la condición del mercado.

Por ejemplo en 2005 y 2006 durante el *boom* de los Tes, hubo una reapertura de papeles cuyo histórico había sido exitoso, reflejando una mayor liquidez los títulos de largo plazo, lo que contribuyó a extender la curva de vencimientos (Echeverri *et al.*, 2008). Pero al mismo tiempo y a medida que se ha hecho mas eficiente el mercado, se eliminan referencias de poca liquidez a través de recompra o canje, reduciendo de esta manera la concentración de vencimientos del principal y pago de cupones.

Para 2010, el mercado de títulos termina con 13 referencias abiertas en circulación⁵⁴, mientras que 3 años atrás exhibían 5 referencias abiertas únicamente. Se cuenta con papeles de tasa fija en moneda local con vencimientos en 2020 y 2024, siendo la primera una referencia *benchmark* en el mercado, dada su liquidez (ver gráfico).

Gráfico 21. Curva de rendimiento Tes Jul 20 – Jul 24 (2010)



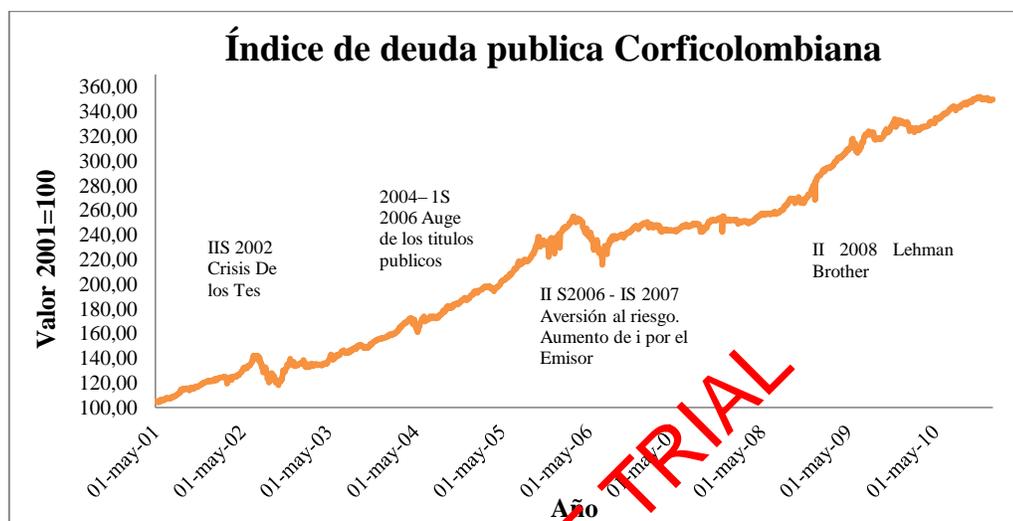
Fuente: Grupo Aval

En la década, los bonos de deuda pública vinieron ganando valorización en el mercado. Para medir esta evolución tomamos como referencia el índice de deuda pública IDP elaborado por Corficolombiana (ver gráfico 22). Este indicador fue creado en el año 2001 y busca reflejar la rentabilidad que tendría una inversión en determinado portafolio de Tes, toma como base una

⁵⁴ Una emisión abierta implica que la Dirección General de Crédito Público está en la capacidad de emitir nueva deuda bajo dicha referencia. Esto no ocurre con las emisiones cerradas, aunque estas últimas pueden reabrirse de considerarse rentable.

canasta de títulos a tasa fija y UVR que representen la mayor liquidez en el mercado (ver anexo 7 indicadores).

Gráfico 22



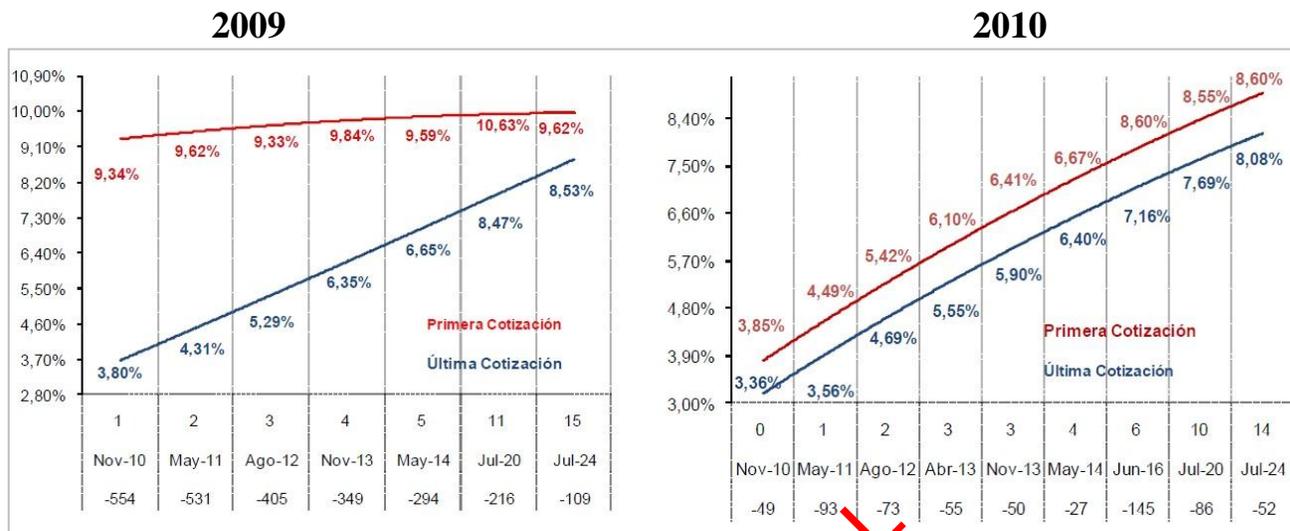
Fuente: Corficolombiana

Exceptuando algunos años de quiebre, los bonos lograron una valorización significativa en la década pasada.

En 2010 los rendimientos de la deuda pública alcanzaron niveles mínimos históricos (Bancolombia, 2010b), efecto de la alta demanda de nuevos compradores que entraron en el mercado secundario, después de un periodo de incertidumbre dado el impacto de la crisis financiera que sacudió al mercado, vaivenes en las políticas para contrarrestar estos efectos que incidieron sobre las tasas de los Tes, y de una tendencia inflacionista que fue cesando.

El gráfico 23 presenta la curva de rendimientos de los títulos con corte al 14 de diciembre de 2010, comparado con la evolución en el año 2009, reflejando el empinamiento de la curva y el diferencial en las tasas.

Gráfico 23. Evolución Curva de Rendimiento TES TF



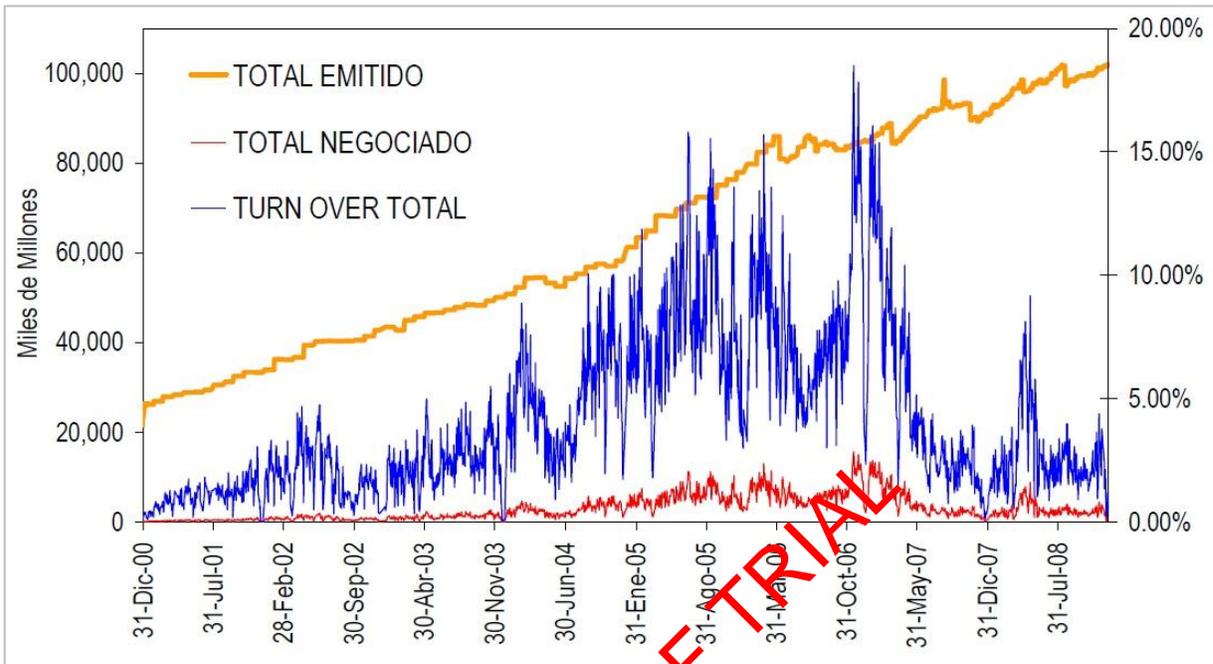
Fuente: Bancolombia (2010b)

Otro punto de referencia de la evolución del mercado de títulos, es la transaccionalidad de los papeles en el mercado. Tomando los indicadores presentados en los informes de endeudamiento público del Ministerio de Hacienda (2008, 2009) y el informe de SEN del Banrep (gráfico 24), vemos como la razón de rotación diaria de los títulos públicos Tes en SEN durante la década ha crecido de manera relevante, por supuesto ligada al incremento de la deuda interna.

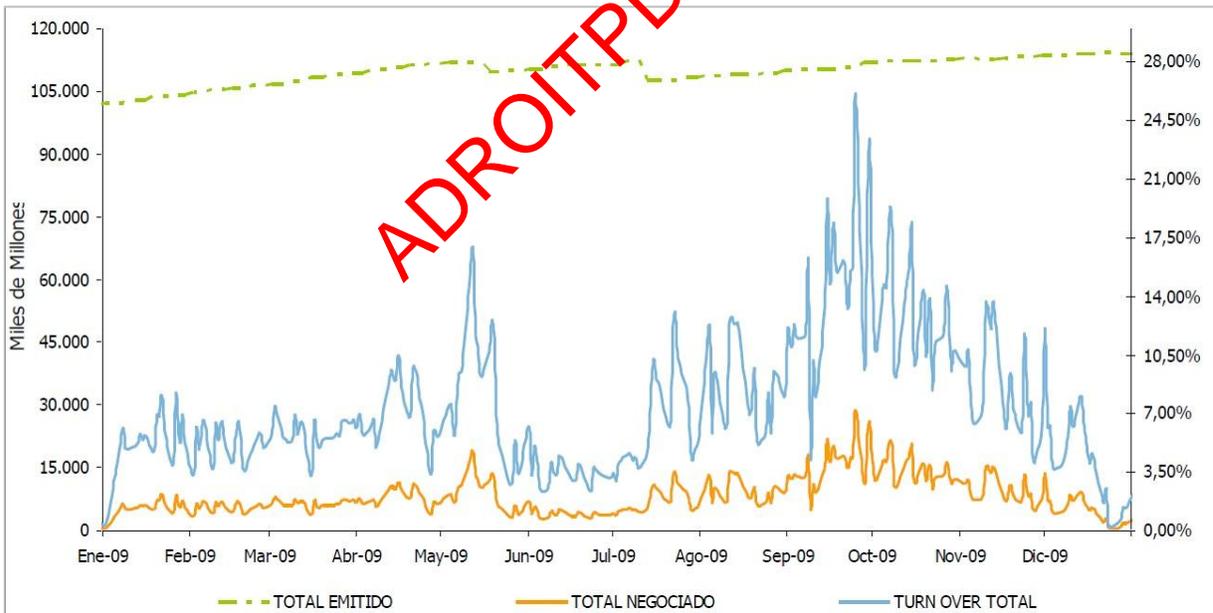
Entre 2000 y 2005 el promedio diario de negociación en el sistema electrónico era aproximadamente de \$1,1283 billones de pesos COP, entre 2006 y 2010 se eleva a un promedio de \$2,7440, con puntos extremos en el año 2009, como mayo y septiembre que presentaron transacciones diarias de \$19 billones de pesos COP y \$23 respectivamente (Bancolombia, 2009).

Gráfico 24. Turn over* Vs monto total negociado

2001 – 2008



2009



Fuente: Ministerio de Hacienda (2001 a 2010).

*Número de papeles transados sobre el total emitido.

El reporte es únicamente títulos de deuda pública Tes, no estima los otros instrumentos de renta fija como los bonos Públicos, CDTs entre otros

Reporta exclusivamente las transacciones en el SEN.

3.2.2.4. El desarrollo del sector corporativo

Tal como lo mencionamos inicialmente, el mercado de deuda privado esta muy ligado a la evolución del mercado de deuda pública. Sería óptimo que la emisión corporativa en los países emergentes, estuviera a la par con el buen auge que ha tenido el mercado de títulos públicos, pero ello no es una realidad.

El efecto del comportamiento de la deuda pública sobre el mercado de capitales es muy reciente en Colombia. Escasamente el país tuvo acceso al mercado de capitales internacionales sólo hasta la década del setenta y ochenta y la colocación de títulos de deuda pública en el mercado doméstico tan sólo se dio hasta los años noventa y con un desempeño representativo en este siglo (Echeverry *et al.*, 2008).

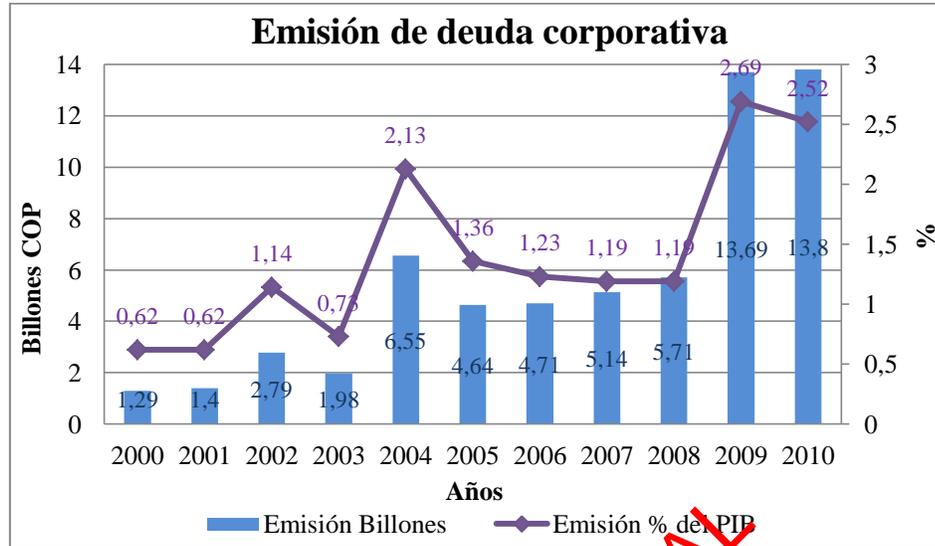
Incluso frente a otros países emergentes en Latinoamérica, Colombia a pesar de destacarse con unos buenos resultados en el ámbito público, en el aspecto corporativo de emisión de deuda no exhibe este mismo comportamiento. En términos absolutos, en una muestra del BIS (En: Echeverry *et al.*, 2008), México es el país emergente con el nivel de deuda corporativa total más alto, y Colombia el de nivel más bajo. Mientras en el primero los bonos en circulación en junio de 2007 llegaron a USD\$ 47,1 miles de millones, en el segundo fueron USD\$ 1,8 miles de millones (ver anexo 8)⁵⁵.

Una rápida mirada a la emisión de bonos corporativos muestra que sus resultados no han superado el 2,7% del PIB (gráfico 25). A partir de 2005 empezamos a ver un mercado un poco mas estructurado, con la emisión de la ley 964⁵⁶ que delineó acertadamente el marco regulatorio de un sector que estaba a la deriva (Anif & Deceval, 2010). Su reglamentación se tradujo en mayor seguridad jurídica, una reducción de costos operacionales, ganancias en transparencia y mayor profesionalismo al interior del mercado. Además, implicó avances importantes en lo referente a la autorregulación, coordinada a través del Autorregulador del Mercado de Valores (AMV).

⁵⁵ Al respecto es de aclarar que la mayoría de las transacciones se dan en bolsa, los mercados OTC en Colombia son poco transados dada la reglamentación.

⁵⁶ Ley 964 de 2005, publicada en el Diario oficial No 45.963. Bogotá. 8 de julio de 2005.

Gráfico 25

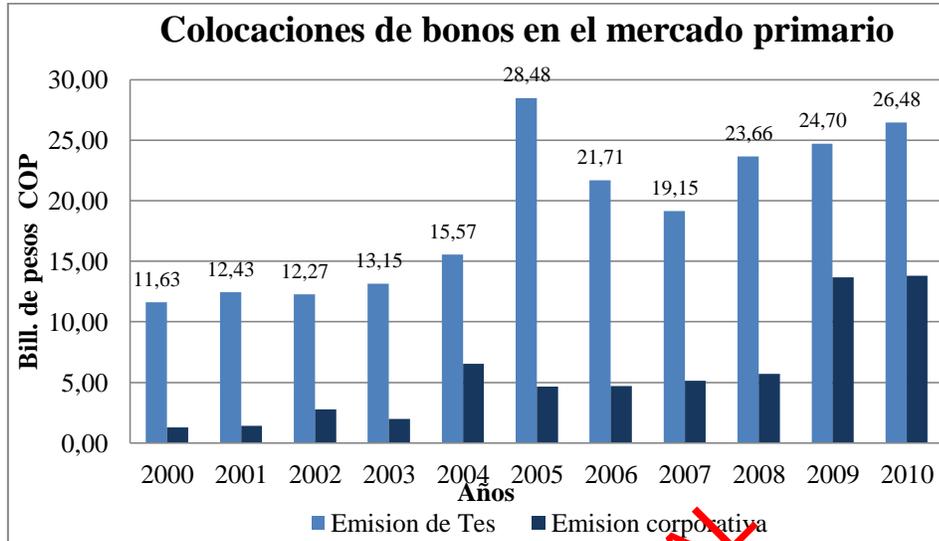


Fuente: Bancolombia

Más del 60% de los recursos por emisión están destinados para las entidades financieras, en su gran mayoría bancos, con los cuales muchas firmas han apalancado el crecimiento de la cartera. Pero el sector real ha venido ganando participación y en el año 2009 fueron los grandes protagonistas con el 53% del total de las emisiones, con relación al año anterior que era del 33%. La empresa estatal Ecopetrol, impulsó este sistema tras la exitosa colocación de casi \$6 billones COP correspondientes a su capitalización entre 2008-2009.

Aunque no se da un desempeño paralelo y se mantiene la supremacía del mercado de títulos públicos, ver gráfico 26 (casi un 80% respecto al PIB), la liquidez y la valoración de la curva de rendimientos de estos títulos es un parámetro de referencia para el sector privado. El estudio realizado por Echeverry *et al.* (2008), expone como el *boom* del mercado de deuda pública entre 2004 y IS2006 y su alta demanda, contribuyó a la eficiencia de la curva de rendimientos cero cupón, facilitando la valoración de otros activos dentro del mercado. En ese tramo las emisiones de deuda privada alcanzaron su pico en 2004, cuando el monto total de colocaciones ascendió a \$6.5 billones de pesos COP, lo que representaba una tasa de crecimiento de 230,8% con respecto a 2003.

Gráfico 26



Fuente: Bancolombia y Ministerio de Hacienda

Por el contrario hacia la mitad del año 2006 y principios de 2007, la reducción del dinamismo del mercado de Tes, su menor liquidez que hacia menos precisa la valoración de deuda pública, dado que la curva de rendimientos se tornaba más volátil y menos robusta, dificultó la valoración de deuda privada.

Nuevamente cambiamos el ciclo en 2009 y 2010, con emisiones por \$13,69 y \$13,8 billones de pesos COP respectivamente, resultados antes no vistos en el mercado Colombiano. Fueron dos años importantes del repunte de las emisiones privadas, en línea con el mercado de títulos públicos, el cual también presentó un record en el año 2009.

Este año fue excepcional para la renta fija local, promovida por: los recortes sucesivos en la tasa de expansión del Banco de la República (política contra cíclica); el comportamiento bajista de la inflación; el exceso de liquidez de los agentes y por último la percepción positiva del mercado respecto a la política fiscal.

Los agentes corporativos diversificaron sus fuentes de financiación, enfocando sus esfuerzos en la emisión en el mercado local, aprovechando la coyuntura de menores tasas y el apetito de canalizar el exceso de liquidez hacia activos de renta fija, en su mayoría de más duración. Lo anterior permitió a los emisores reestructurar sus acreencias, al ampliar el horizonte de

vencimientos y disminuir el costo de la deuda, optimizando así su estructura financiera (Bancolombia, 2009).

Gran parte de la liquidez en el mercado fue promovida por los vencimientos de los Tes, siendo la liquidez un aspecto importante para la consolidación de curvas de referencia.

Pese a los buenos resultados que hemos visto, y al avance progresivo del mercado de títulos públicos, con relación a su transparencia, eficiencia y el grado de operatividad, persisten brechas importantes principalmente en cuanto a la función de referencia que cumple la curva cero cupón en el mercado.

Echeverry *et al.* (2008), expone que de acuerdo a las encuestas realizadas en el sistema financiero, algunos actores ponen esta premisa como uno de los mayores limitantes para el desarrollo de los títulos del sector corporativo, considerando que existen problemas para llevar a cabo las valoraciones, lo que redundaría en una baja liquidez. Retomo principalmente dos aspectos, el primero son las falencias en la parte corta de la curva (plazos inferiores a 365 días), en donde se exhibe mayor volatilidad; y segundo la aglutinación de las emisiones en las referencias más líquidas.

El Ministerio de Hacienda es consciente de las deficiencias en la parte corta de la curva, y desde el año 2005 se ha convertido en una prioridad. Para incrementar la liquidez se han hecho emisiones en los tres plazos básicos 90, 180 y 360 días con más frecuencia y con mayores montos (ver gráfico 11). También fueron reglamentadas con el Decreto 4708 de diciembre de 2005 todas las operaciones relacionadas con repos y simultaneas, delineando el panorama para darle profundidad y formación de precios al corto plazo.

No obstante, a pesar de los esfuerzos en la parte de la oferta, la demanda es baja, esto es atribuible entre otros factores a deficiencias en la regulación para invertir en este horizonte de tiempo (*Ibíd.*).

Una muestra de ello es el impuesto a las transacciones financiera (GMF), el hecho de no querer incurrir en este costo en el momento del vencimiento, incentiva para que los inversionistas no

transen estos títulos justo cuando están próximos a liquidarse. Esto resulta en un descenso en el número de transacciones dentro del mercado, menor liquidez y por supuesto una reducción en las observaciones que permitan la estimación de una curva de rendimientos apropiada.

Por otro lado, hasta el año 2010, los fondos de cesantías no podían invertir en este tramo de la curva por ley, es así como había una fuente de recursos importante que no estaba activa en el mercado de corto plazo. Dentro de este esquema de reformas en el sistema financiero que he venido referenciando a partir de 2010⁵⁷, se abrieron las puertas para que los fondos de cesantías tengan dos portafolios de inversión, uno a largo plazo y otro a corto plazo, de esta manera se espera que ello impacte en la liquidez y mejore la perspectiva de referencia en este segmento.

Uno de los beneficios de lograr un desarrollo en la parte corta de la curva, es el impulso del mercado de derivados y las posiciones sintéticas (muy incipiente en Colombia), ya que el corto plazo es la referencia obligada para su valoración. Estos instrumentos necesitan de un mercado monetario líquido y profundo, con montos de emisión primaria amplios y fungibles, de lo contrario los precios son teóricos y pueden generar problemas de valoración.

El segundo aspecto que limita la curva cero cupón referenciado por Echeverry *et al.*, es la centralización en los papeles más líquidos. Esto hace que otras referencias sean menos atractivas y por ende poco transadas en el mercado secundario.

Acá yace un conflicto entre la financiación del estado y el desarrollo pleno del mercado de capitales. Hay que considerar que el mercado de títulos parte de las necesidades de financiación del gobierno, y estas deben ir en pro de reducir los costos financieros, por lo tanto, es una muestra del resultado de la restricción fiscal, es un fiel reflejo de cual es la prioridad en la balanza, que está entre apalancar el presupuesto e incentivar el mercado de capitales plenamente.

Es difícil extraer la fórmula única para tener un exitoso desarrollo del sector corporativo en el mercado de capitales y específicamente en la emisión de deuda, y aun más en los países emergentes que tienen antecedentes mucho más recientes. Sin embargo, existen unos elementos

⁵⁷ Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto Número 2555 de 2010, publicado en el Diario oficial No. 47.771. Bogotá. 15 de julio de 2010. A partir del título 7 - Régimen de las Sociedades Administradoras de Fondos de Cesantía

claves como son: 1) el desarrollo de un mercado líquido de deuda pública que sirva como referencia para valorar la deuda privada; 2) la participación activa del Banco Central en la generación de un mercado monetario eficiente; 3) la existencia de jugadores clave como los creadores de mercado y los inversionistas institucionales; y 4) un sistema de transferencias electrónico que mejore la transparencia en las transacciones y la cantidad de información disponible para los agentes (Echeverry *et al.*, 2008).

Estos cuatro puntos nos llevan a concluir que el abandono progresivo de la financiación transfronteriza a favor de la financiación local producida en este siglo y la estructuración de un esquema de mercado de títulos públicos, ha permitido tener un entorno más transparente, facilitando la construcción de curvas de rendimiento (bajo las limitaciones referenciadas), valoración y transacción, que favorece las operaciones del sector corporativo y permite construir una senda hacia un sistema más diversificado, integrado y profundo.

Tabla 8. Comparativo de los avances en el mercado de títulos públicos

Variable	1998	2010
Precios	Falta de cotización en firme para todos los títulos	curva de rendimientos hasta 14 años
	Inexistencia de ambas puntas (Compra / venta)	Cotización obligatoria permanentemente en las puntas de compra y venta en la pantalla de manera simultánea, como mínimo el setenta por ciento (70%) del tiempo que permanezca abierto el mercado de deuda pública durante la semana. Dirigido a Creadores de Mercado.
Liquidez	Emisiones pequeñas y no homogéneas	Emisiones que oscilan entre 2 y 5 billones de pesos COP. Volumen de transacción promedio diario en estos últimos cinco años de \$2.7 billones con repuntes sin precedentes en el año 2009 a través del SEN
Agentes	Falta de entidades especializadas.	Programa de creadores y aspirantes a creadores de mercado. Integrado por Bancos, Corporaciones Financieras y Sociedades Comisionistas de Bolsa
	Ausencia de inversionistas institucionales	Fondos de pensiones y cesantías, aseguradoras, fiduciarias, sistema financiero. La nación con operaciones

		convenidas y forzosas.
Estructura transaccional	Altos costos transaccionales	SEN: Sistemas electrónicos de negociación, robusto y seguro para la transacción de títulos. SEBRA: sistema encargado de crear los usuarios y verificar los perfiles de acuerdo con los niveles que defina cada agente para el acceso al SEN. DCV: Deposito Central de Valores, responsable de la custodia y administración de los títulos valores que emita, garantice o administre el Banco Central.
	Títulos físicos e inseguridad	Títulos desmaterializados
Instrumentos	Poca diversidad de instrumentos	Emisión de títulos de corto, mediano y largo plazo y Tes globales.
		Presencia de títulos con vencimiento al 2024. Tes de corto plazo con varios cortes de tiempo hasta los 364 días
Estadísticas y herramientas de gestión y riesgo	Información reportada por el Banco de la Republica frente al componente de deuda	Informes y series estadísticas en la base del Ministerio desde 2001, con análisis del comportamiento de la deuda
		Reportes mensuales de investigación sobre la evolución y perspectivas del mercado de títulos de deuda pública, elaborados por los creadores de mercado, el cual debe ser suministrado con esta misma periodicidad a sus clientes y a la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional. La subdirección de riesgo maneja una herramienta para definir la estrategia de endeudamiento con un modelo matemático, que permite conocer la estructura óptima de la deuda basada en el portafolio de referencia

3.3. El ajuste fiscal paralelo al auge del financiamiento público doméstico

Cuando hablamos de emitir deuda en el mercado doméstico, consecuentemente debemos pensar en sostenibilidad fiscal intertemporalmente ¿Como quiero yo que la emisión de deuda de hoy

tenga consideraciones de sostenibilidad fiscal?, por lo tanto, necesariamente esta reforma en la financiación que se gestó a lo largo de una década, esta ligada a una planificación fiscal que limita la acumulación de deuda.

Borensztein *et al.* (2007) indica que para ganar credibilidad en el mercado, es necesario que el entorno perciba que la deuda pública no es un pasivo al que se le presta servicio en épocas buenas y al que se reestructura en épocas malas, sino una obligación a la que se dará servicio en todas las circunstancias razonables. Una reforma en el ámbito presupuestal que incremente la probabilidad de que la deuda de un país se limite a niveles prudentes, puede mejorar esta percepción.

Es por ello que Colombia paralelo a la implementación de una estrategia de financiación interna soportada en títulos públicos, fue consecuente con delimitar su panorama fiscal el cual tuvo un desplome sin precedentes hacia finales de la década del noventa.

Los expertos consultados dentro de esta investigación, han coincidido en afirmar que el manejo prudente y responsable de las políticas fiscales y su avance en los últimos 8 años, han sido dinamizadores del mercado de deuda pública, afectando los saldos de la deuda.

A partir de 1999 el gobierno diseñó un programa de ajuste con el fin de reducir el déficit y recuperar la viabilidad de las finanzas públicas. Con el efecto de la crisis financiera de finales de los noventa, fue necesaria la liquidación y fusión de algunas entidades haciendo posible aumentar el flujo de caja y aliviar la carga de gastos del aparato estatal, sin embargo, estas liquidaciones trajeron para el gobierno central la asunción de otro tipo de deuda, tal como fue descrito en el capítulo II.

A lo largo de los últimos 15 años, se han establecido leyes que apuntan a ordenar las finanzas de la casa, destacándose las leyes 358 de 1997, 617 de 2000, 819 de 2003 y finalmente la regla fiscal lograda en julio de 2011.

Mediante la Ley 358 de 1997, comúnmente conocida como la Ley de semáforos, el gobierno estableció un conjunto de medidas cuantitativas para restringir el endeudamiento de los gobiernos territoriales de acuerdo con su capacidad de pago.

La ley 617 de 2000 (Ley de responsabilidad fiscal territorial), en primer lugar, impuso límites al crecimiento del gasto corriente de las entidades del SPNF, teniendo como medida la meta de inflación anual establecida por el Banco de la República. En segundo lugar, fija límites cuantitativos al gasto corriente de las entidades territoriales, de acuerdo con sus ingresos propios y la categorización que señala la norma para los departamentos y municipios del país.

Dicha Ley se dio luego de haberse emitido otra norma que fortaleció los ingresos propios de las entidades territoriales (Ley 488 de 1998) y de haber creado el Fondo de Pensiones de las Entidades Territoriales –Fonpet– (Ley 549 de 1999), para reconocer y fondear este tipo de obligaciones.

Finalmente la ley 819 de 2003, la cual compila las directrices orgánicas en materia de presupuesto, responsabilidad y transparencia fiscal. Su objetivo fundamental es racionalizar la actividad fiscal y hacer sostenible la deuda pública, generando estabilidad económica que permita al país obtener los niveles de desarrollo necesarios.

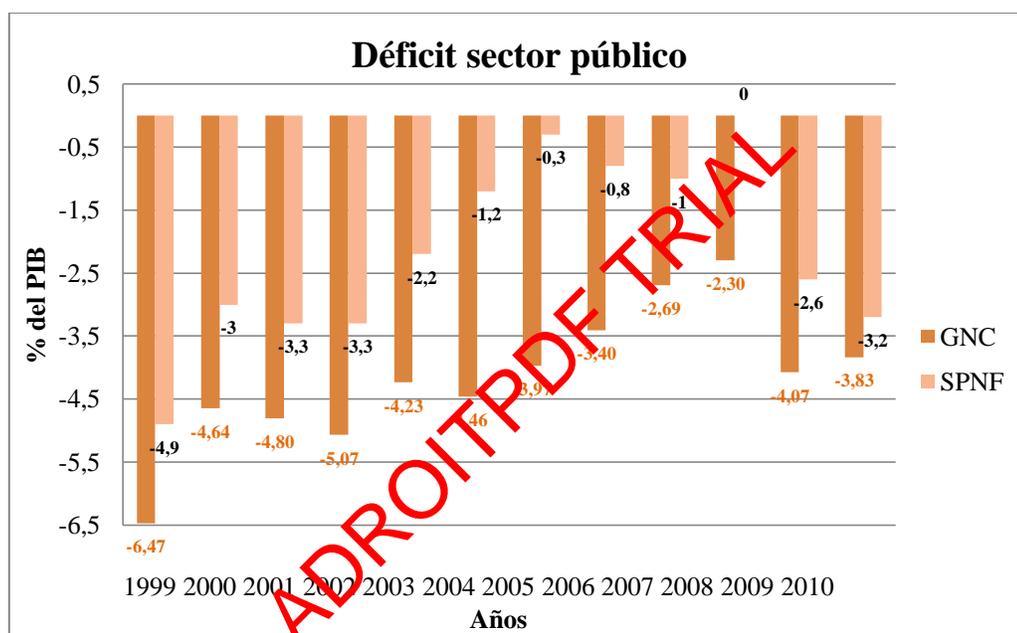
Esta normativa contempla la fijación de metas anuales del superávit primario (Marco fiscal de mediano plazo MFMP), la presentación del plan financiero anual, la contabilización de los costos fiscales por diversos conceptos y los pasivos contingentes, y definió un Marco de Gasto de Mediano Plazo⁵⁸ (MGMP), que se presenta en cada vigencia fiscal con una proyección de 4 años.

Las leyes 358 y 617 permitieron sanear y equilibrar las finanzas de las entidades territoriales y mantener controlado el crecimiento de sus gastos. Con la ley 819 se dio un mayor avance en las finanzas públicas consolidadas y gran parte de los logros obtenidos en materia fiscal en Colombia son atribuidos a este marco directriz, por la fijación de metas para el SPNF, por trazar un camino para los diez años posteriores y en general por ser una guía de las acciones de la política de mediano plazo (Banco de la República, Ministerio de Hacienda y Crédito Público & Departamento Nacional de Planeación - Comité Técnico Interinstitucional, 2010).

⁵⁸ Presidencia de la República. Decreto 4730 de 2005, publicado en el Diario oficial No. 46.135. Bogotá. 28 de diciembre de 2005.

De esta manera podemos ver como durante la última década los indicadores fiscales de Colombia registraron un mejoramiento sustancial. El balance fiscal del SPNF⁵⁹ pasó de un déficit de 4,9% del PIB en 1999 a una situación de equilibrio en 2008, apalancado por el desempeño superavitario de los gobiernos territoriales, las entidades descentralizadas y las empresas públicas, ya que el gobierno nacional central mantuvo su situación de déficit, aunque en mejores condiciones, en dicho período el déficit del GNC se redujo de 6,4% a 2,3% del PIB, tal como se aprecia en el gráfico.

Gráfico 27

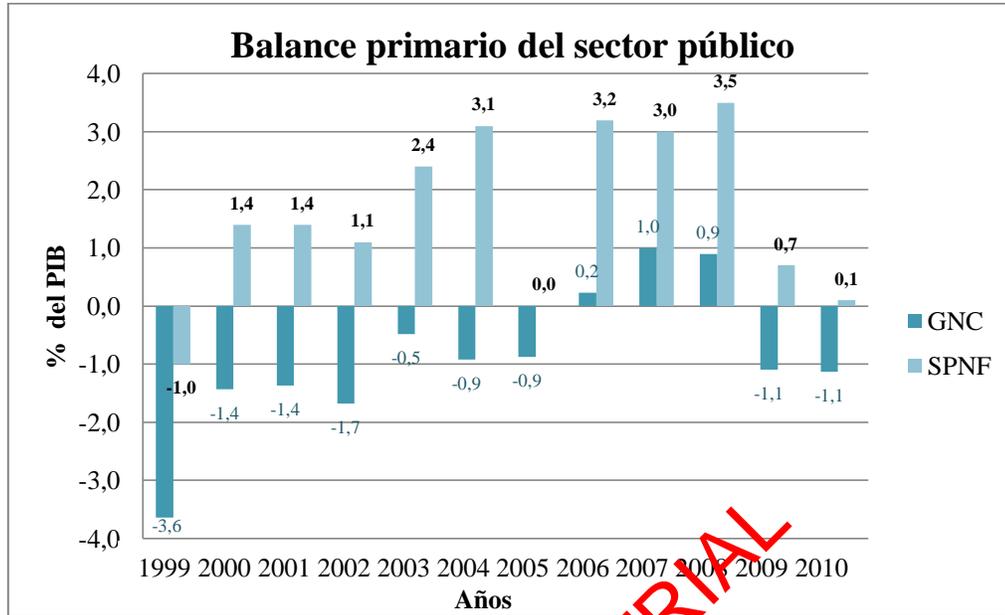


Fuente: Ministerio de Hacienda

El ajuste fiscal logrado durante los últimos años es más evidente cuando se observan las cifras del balance primario (gráfico 28). Entre 2004 y 2008 el SPNF registró un superávit que osciló entre 3,0% y 3,5% del PIB. Por su parte, el GNC obtuvo superávit tres años consecutivos que tímidamente bordearon el 1%, teniendo un retroceso drástico en 2009 con los efectos de la crisis.

⁵⁹ SPFN: estos resultados incluyen los balances del gobierno nacional central, las entidades descentralizadas, gobiernos territoriales y empresas públicas.

Gráfico 28



Fuente: Ministerio de Hacienda

El desempeño fiscal a lo largo de estos diez años es producto de factores internos y externos que impactaron directamente en una mayor dinámica económica, implicando un aumento en la generación de ingresos corrientes, lo que se tradujo en un menor peso sobre la deuda, así como a un manejo macro más responsable y ortodoxo que evitó que el país se endeudara exageradamente y que cumpliera con los pagos de la deuda de manera oportuna, ello se ve reflejado en una reducción de los *spread* que abarataron los costos de financiamiento.

Para la primera parte de la década Colombia registraba un EMBI promedio de 500 puntos básicos, entre 2006 y 2010 este indicador registró una media de 234 pb lo que equivale a una reducción del 50%, incluyendo el periodo de crisis financiera que disparó los *spread*.

A pesar de que el panorama no fue muy alentador para el final de la década, la autoridad fiscal ha mantenido su compromiso de retornar a balances primarios positivos en el mediano plazo y recuperar la senda decreciente de deuda, así lo ha expuesto el líder de esta cartera en el nuevo gobierno y fue relevante con la emisión del documento soporte de la regla fiscal presentada en el año 2010 y aprobada en julio de 2011 (BANREP *et al.*, 2010).

El desempeño fiscal dado en este nuevo ciclo y los aciertos o desacierto alcanzados, instaron a que el gobierno nacional planteara una verdadera regla fiscal, una medida de tipo cuantitativa en todo su rigor, que comprometa a las autoridades a cumplir con unos compromisos explícitos de balances primarios plurianuales, por lo menos en el nivel de las cuentas de la administración central sobre las cuales tiene discreción. De hecho los entes territoriales ya habían efectuado grandes esfuerzos con la sujeción de las anteriores normas y esto es palpable en el plano fiscal.

La evidencia mostró que el alcance de lo hasta ahora planteado era aun limitado, con una naturaleza estructural del desequilibrio fiscal del gobierno central y una inflexibilidad presupuestal que dificulta el manejo contra-cíclico de la política fiscal.

En concordancia con Brasil, Chile, Perú y México, Colombia acoge una regla fiscal para conducir el manejo de sus finanzas públicas, buscando entre muchos otros objetivos una mejor coordinación entre las autoridades fiscales y monetarias en la dirección macroeconómica. Esta interacción de la política económica, permitirá mayor credibilidad de los mercados, acceso a nivel local e internacional, así como una menor volatilidad macroeconómica, apuntando a gestar un mejor ambiente para la inversión (se anexa un documento con mayor detalle de los parámetros de la regla fiscal que entró a regir a partir del 1 de enero de 2012, anexo 9).

Finalmente podemos decir que la expansión de los mercados de títulos, reflejó el compromiso del gobierno nacional de mejorar la demanda de la deuda local y de la introducción de políticas macroeconómicas más estables.

3.4. Los pilares institucionales del manejo de la deuda

El desarrollo y fortalecimiento de una estrategia de corto, mediano y largo plazo para la administración de la deuda pública y la implementación de buenas prácticas para su gestión en búsqueda del equilibrio entre el costo y el riesgo, además de las decisiones de carácter político de una administración, deben estar respaldadas por un esfuerzo y reforma institucional en términos de tiempo, recursos humanos y físicos.

Las instituciones deben poder lograr estructurar objetivos claros, marcos regulatorios adecuados (incluyendo la legislación secundaria o reglamentaria del poder ejecutivo), concertación en la definición de roles y responsabilidades de las entidades involucradas, definición y consolidación de las funciones para la administración de la deuda en una sola dependencia, entre otros aspectos (Fernández, 2007).

La tendencia de la mayoría de los países de la región de Latinoamérica, fue la constitución de unidades especiales que administraran la deuda. Es así como, de acuerdo a la encuesta realizada por el Banco Mundial en el marco del Foro sobre Administración de la deuda realizado en el año 2006 (87 países participantes), mientras en 1999 el 54% tenía una *middle office* para este concepto, en 2006 el porcentaje alcanzaban el 81% (Banco Mundial, 2006. En: Fernández, 2007). Un aspecto positivo que surgió de esta encuesta es que los países al adoptar la gestión de deuda como una política pública, tenían dentro de sus objetivos primarios además de la financiación del gobierno (58%), promover el desarrollo del mercado de deuda (54%) y estar sujetos a un nivel dado de riesgos (48%).

Colombia en este aspecto presentó una transformación importante con cambios sustanciales en la estructura organizacional dentro del Ministerio de Hacienda, que buscó estandarizar las funciones y darle mayor claridad a la política y a los agentes del mercado público y privado.

Un giro importante fue la integración de la Dirección de crédito con la Dirección de tesorería, que le dio origen a la denominada Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional – DGCPTN–, ambas tenían funciones diferentes pero en búsqueda del mismo objetivo, que no alcanzaban a realizar el enlace necesario, generando distorsión en los procesos. Asimismo se segmentaron los mercados y quedó claramente definida la función de Mercado de capital interno, Mercado de capital externo y las Multilaterales, las tres áreas interactúan coordinadamente en el desarrollo del financiamiento en el mercado local e internacional.

De esta manera se avanzó hacia lo que hoy es un *staff* mejor delimitado, coordinado, que tiene planteamientos y objetivos precisos.

De acuerdo con la última reforma llevada a cabo en el año 2008 (Decreto 4712⁶⁰), El Ministerio, a través de la DGCPTN, es responsable de la administración óptima y eficiente de los recursos líquidos del presupuesto general de la Nación y del adecuado manejo de la deuda pública.

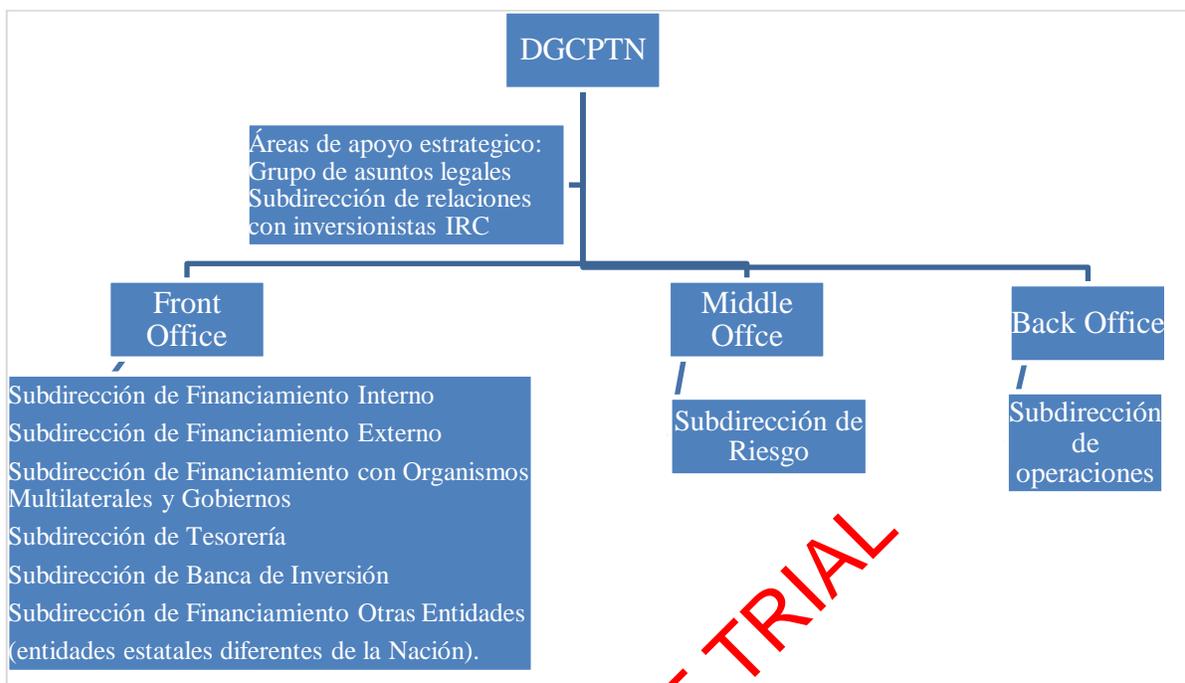
La DGCPTN como administrador de la deuda, fija las políticas de endeudamiento público, teniendo como prioridad la sostenibilidad de la misma y el adecuado balance de los riesgos. Por otro lado, bajo la responsabilidad de gestión de los recursos del presupuesto vela por colocar en los mercados financieros nacional e internacional los excedentes de liquidez, con criterios de máxima rentabilidad y mínimo riesgo, para coadyuvar con la estabilidad de los mercados monetarios y cambiarios domésticos.

La estructura organizacional esta parametrizada como *front, middle y back office*, lo que facilitó delimitar las funciones específicas de cada frente de trabajo. En el año 2009 se incluyó al *staff* el grupo *Investor Relations Colombia –IRC–*, cuya función es acercar a la Nación hacia agentes del mercado de capitales, inversionistas y otros participantes interesados en concurrir esquemas de financiamiento de la Nación.

La DGCPTN es totalmente independiente del Banco de la República, pero se ha procurado mantener la coordinación con el fin de facilitar la ejecución de la política fiscal, monetaria y cambiaria. Esta convergencia es positiva en el sentido que busca equiparar las estrategias que cada entidad tiene en función de su objetivo, sin embargo, como revisaremos en el capítulo siguiente existen divergencia que implican que los lineamientos establecidos para salvaguardar alguno de los objetivos, desestabiliza la contraparte, es el caso del dilema entre el financiamiento público doméstico (riesgo de mercado) y la política monetaria (riesgo inflacionario).

⁶⁰ Reformas en la estructura organizacional del Ministerio de Hacienda y Crédito Público: Decreto 4712 de 2008, publicada en el Diario Oficial No. 47092. Bogotá. 22 de Agosto de 2008, Decreto 4646 de 2006, publicada en el Diario Oficial No. 46.494. Bogotá. 27 de diciembre de 2006, Decreto 246 de 2004, publicada en el Diario Oficial 45.445. Bogotá. 28 de enero de 2004, Decretos 1133 de 1999, publicada en el Diario Oficial No. 43.624. Bogotá. 29 de junio de 1999.

Gráfico 29. Estructura de Gestión de la deuda de la nación



Fuente: Ministerio de Hacienda

El fortalecimiento institucional ha logrado la continuidad en la estrategia de gestión de la deuda, a través de varios años, de los ciclos económicos y de los gobiernos. Esto permite que se palpén los resultados en cuanto a una mejor ejecución, mayor transparencia, procesos más sólidos e inclusive han permitido que sean parte de la estructura regional que se gesta en Latinoamérica a través del Grupo de Actividades de Deuda LAC⁶¹, en donde la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional de Colombia, ejerce la Vicepresidencia del Comité Ejecutivo.

Este grupo de especialistas en gestión de deuda pública buscan establecer la cooperación y el intercambio continuo de experiencias e información, a través de discusiones técnicas entre analistas y especialistas que trabajan en aspectos de *back*, *middle* y *front office*. Todo ello con el fin de lograr una mayor transparencia, coordinación e interacción de las oficinas de gestión de deuda (OGD) de los países participantes.

⁶¹ Mayor ampliación acerca de las funciones, planteamientos, reuniones del grupo revisar el sitio web http://www.iadb.org/lacdebtgroup/about_us.cfm?language=spanish&id_sec=2.

3.5. Conclusiones

- Los principales mecanismos avalados para la administración de la deuda interna y externa en busca de una mayor pesificación, se concentran en: canjes en moneda, en tasa, en vencimientos, refinanciación de deuda interna, recompras, Tes globales y prepagos.
- Históricamente, el comportamiento del mercado de deuda pública ha estado ligado directamente con las finanzas estatales, en pro del financiamiento del déficit fiscal. Sin embargo, las políticas diseñadas por el gobierno nacional, las estrategias de manejo de deuda, las medidas reglamentarias tanto en la parte de oferta como en la demanda para mejorar la liquidez, la transparencia y la profundidad del mercado de títulos públicos, ha ido mas allá de tener un simple sistema de financiación y se ha convertido en un punto clave para el impulso del mercado de capitales.
- La disponibilidad de un conjunto de papeles del orden público que ha ganado mayor confianza y rotación, permite una canalización de recursos importantes con el fin de apalancar la financiación de una manera más estable.
- Continúa en deuda por parte del gobierno mejorar las estrategias e instrumentos que impacten sobre el corto plazo de la curva de rendimientos, pretendiendo subsanar las distorsiones que generan para consolidar un punto de referencia para el sector privado y para el desarrollo del mercado de derivados y posiciones sintéticas.
- Las políticas macroeconómicas de estabilización apuntando a un descenso sostenido en la inflación y del déficit fiscal, jugaron un papel preponderante para generar un ambiente estable y permitir que el mercado recobrarla la confianza y dispusiera los recursos en el mercado domésticos. Se espera que la regla fiscal implementada a partir de 2012, que se compromete a un manejo sostenible de las finanzas públicas, sea un motor aun más influyente en el desarrollo del mercado público y privado de emisión de deuda.
- Sería importante actualizar el estudio de Cowan y Panizza (2006), acerca del desplazamiento del mercado de deuda pública frente a la emisión del sector privado, dado el aumento sustancial en la fuente de financiación doméstica. Ya que así como se ha constituido en un beneficio para el

sector público por la obtención de los recursos, es importante mirar hasta donde esta atomizando el mercado y quizás impidiendo el desarrollo de las emisiones privadas, obligándolo a financiarse en el exterior.

- Consecuente con lo anterior, la inversión en renta fija pública fue el refugio del sector bancario desplazando la cartera de crédito en 2009 y 2010. Quizás sea también un síntoma de desplazamiento o mejor conocido como *crowding out* y nos estaríamos remontando a una visión neoclásica del endeudamiento público.

- Logros obtenidos como prolongar la *duration* de los bonos, bajar el cupón promedio de las emisiones, ampliar la vida media y valorizar los papeles, son un reconocimiento a los esfuerzos de hacer una administración ajustada de la deuda; lograr una financiación sin caer en el denominado pecado original doméstico tal como lo presentan los teóricos, también es un panorama alentador. Pero advertencias hechas por la Contraloría en el sentido de los frecuentes *roll over* que superan el 100%, y los costos de la refinanciación ante los movimientos en las tasas, son situaciones que deben ser valoradas.

ADROITPDETRIAL

CAPÍTULO IV. ANÁLISIS DEL RIESGO FINANCIERO DE LA DEUDA INTERNA

El capítulo III nos acercó a contextualizar la importancia del mercado de títulos públicos en la economía Colombiana, una vez que el entorno nacional e internacional nos condujo a la financiación centralizada en el mercado doméstico y hacer de la gestión de la deuda una herramienta financiera importante de política pública.

En este escenario fue presentado el gran avance obtenido en el engranaje del mercado de bonos públicos, pero fue relevante también los vacíos que todavía permanecen en el sistema.

El desarrollo de mercados de bonos en moneda local, aporta sustanciales ventajas a los prestatarios y a los inversionistas, se constituye en un motor importante para el mercado de capitales del país y puede catalogarse como un logro el hecho de haber desincorporado el temido riesgo de la tasa de cambio que conducía la deuda denominada en divisa.

Sin embargo, este esquema de gestión de deuda positiva que alivió la carga y proyectó un estándar más estructurado de la financiación del país, no quiere decir que dado que se encuentra en un entorno doméstico sea en sí más seguro, si no que la configuración del riesgo es diferente, porque como cualquier evolución financiera acarrea riesgos y el acelerado crecimiento de este mercado en cuestión de una década, no es la excepción.

Si lo miramos desde la perspectiva del riesgo de *default*, es menos probable que un país incumpla el pago de su deuda cuando ésta está denominada en moneda local, no obstante, se han producido estos casos en el pasado, un ejemplo es Rusia quien suspendió pagos de su deuda en moneda local en agosto de 1998 (BIS, 2007). O si vamos a un caso más reciente, nos abocamos a la tentativa de impago de Grecia como parte de la crisis soberana de la eurozona.

Otro tipo de riesgos que están adheridos a la financiación con títulos de deuda en moneda local, son el riesgo de liquidez y el riesgo de mercado, riesgos a los que están sujetos tanto el emisor como los tenedores de títulos, e incluso en este contexto surge una presión sobre el Banco Central por su margen de maniobra de la política monetaria para el control de precios, y por su objetivo

de estabilidad financiera, lo que conduce a generar una disyuntiva entre el costo de financiar a la nación y la meta inflacionaria.

En la primera parte revisaremos el riesgo de liquidez en el mercado Colombiano, enfocándonos básicamente en la derivación de este riesgo como consecuencia de la concentración de la tenencia de títulos en el gremio financiero y su perfil de vencimientos en el corto y mediano plazo. El delimitar y entender este riesgo nos permitirá aproximarnos en el segundo segmento al riesgo de mercado, producto de la fluctuación en las tasas de interés.

4.1. Riesgo de Liquidez

Cuando hablamos de deuda pública, nos estamos refiriendo por lo general al activo más seguro, pero por lo mismo al menos rentable. Los principales agentes del mercado acuden a los títulos de deuda pública en búsqueda de activos libres de riesgo garantizando sus inversiones, y aun más cuando se presenta cierta aversión al riesgo. Es un mercado de referencia para los diversos sectores y es el llamado a tener la mayor operatividad.

Bajo esta configuración, los papeles públicos son los candidatos natos de una economía a ser los más líquidos en el mercado, dada la facilidad y velocidad para convertirlos en efectivo.

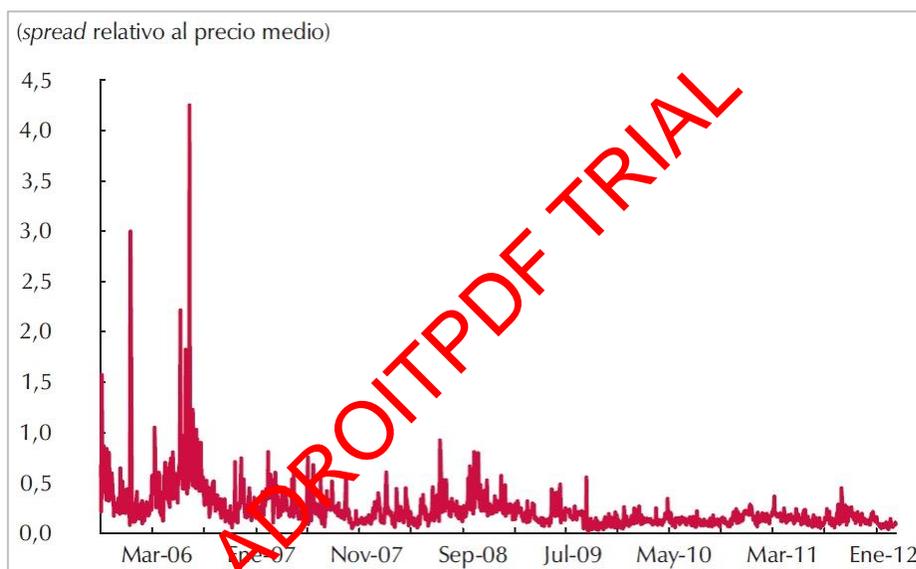
Colombia logró dentro de la consolidación del mercado de títulos públicos a través de la década pasada, darle mayor liquidez a estos instrumentos, gracias a una serie de estrategias implementadas (ver capítulo III). De hecho, a pesar del reducido tamaño del mercado gubernamental frente a los grandes de la región como Brasil y México, pudo construir un mercado relativamente líquido (Serge & Tovar, 2008b).

Un indicador asociado con el riesgo de liquidez de los activos, es la distancia entre las puntas registradas para oferta y compra conocido como el *bid ask spread* (Bas). Un mayor Bas está relacionado con un mayor riesgo de liquidez, indicando más dificultad para que ocurra una transacción.

Como consecuencia de las restricciones de información sobre las puntas de referencia de los títulos de deuda pública, para ejemplificar el estado de liquidez de estos papeles en el mercado, tomamos el indicador expuesto en el informe de estabilidad financiera del Banrep (2012).

Este indicador contiene el *spread* relativo al precio medio de los títulos de deuda transados desde marzo de 2006 a enero de 2012, siendo evidente la liquidez que permanece en el sistema desde el año 2006, año particular que será revisado con mayor detalle mas adelante.

Gráfico 30. Bid Ask Spread promedio



Fuente: Banrep (2012)

Frente a la transaccionalidad en el mercado, los títulos de deuda tanto en pesos como UVR presentan un volumen diario transado en 2011 de \$2,45 billones de pesos COP a través del sistema SEN del Banrep y lo que va recorrido a mayo de este año el promedio transado asciende a \$4,3 billones COP.

El otro sistema operacional administrado por la BVC, el MEC, presentó un promedio diario en 2011 de \$1,6 billones de pesos y lo corrido a la fecha expone un valor similar de \$1,505 billones de pesos. El porcentaje de participación de las negociaciones de Tes frente al total negociado de

renta fija en la BVC, ha representado aproximadamente el 70% de las transacciones en estos tres últimos años⁶².

Partiendo de la apreciación de la caída en el *spread* y al importante flujo transaccional de los títulos de deuda en este último tramo de finales de la década y la que cursa, que revisamos con mayor detalle en el capítulo anterior, da muestra de un mercado con signos evidentemente sustentables de liquidez.

Pero analizaremos el riesgo de liquidez asociado con las pérdidas que se generan cuando mis proveedores de recursos entran a liquidar los papeles de forma anticipada generando presión en el mercado, ya que se está expuesto a descuentos importantes en los precios, incidiendo sobre las nuevas colocaciones o las renovaciones de las colocaciones vigentes. El determinante para la configuración de este riesgo es la concentración en la tenencia de los títulos en un reducido grupo de inversionistas, en el caso de Colombia es el financiero.

Por otro lado, tenemos la estrechez en los plazos de vencimiento principalmente en el tramo corto, que para nuestra estructura de plazos lo establecimos en los próximos tres años, siendo un factor que incide sobre la liquidez y que promueve la ejecución obligatoria del *roll over*, no siempre asociada con los mejores costos financieros.

4.1.1. Riesgo por concentración de los tenedores de los títulos

Es complejo desligar el riesgo de liquidez basándonos en la concentración de los tenedores de los títulos, con las variaciones en la tasa de interés y por ende el riesgo de mercado, ya que la tasa de interés y los precios son las variables móviles que actúan sobre los portafolios de los agentes. Pero el impacto de la fluctuación de la tasa es un tema que será abordado en la siguiente sección.

Por ahora nos enfocaremos en esta primera parte, en resaltar el escollo que podría suscitar para la estabilidad de la financiación de la Nación un panorama de iliquidez o de inapetencia por los papeles públicos, en donde existe una alta concentración de tenencia de títulos por parte de las

⁶² La fuente de información es el sistema transaccional SEN disponible en la página del Banco de la República http://www.banrep.gov.co/sistema-financiero/sip_sen_defini.htm, y los informes de mercado dispuestos en la Bolsa de Valores de Colombia <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/informesbursatiles?action=dummy>

instituciones del sector financiero, lo que se traduce en afirmar que existe una base estrecha de inversores. Por un lado, porque pueden actuar en cadena liquidando posiciones de Tes, por otro, porque cualquier decisión que se llegare a tomar al respecto, tiene implicaciones que van mas allá del efecto financiero, adquiere una connotación social importante dada la fuente de los recursos.

De acuerdo al informe de actualidad del sistema financiero colombiano emitido por la Superintendencia financiera a diciembre de 2010, el 40,53% del portafolio de las entidades financieras estaba representado por títulos de deuda pública interna, equivalente a \$130,32 billones de pesos COP. El sector financiero esta integrado por los establecimientos de crédito y las instituciones financieras no bancarias⁶³, principalmente abordaremos los bancos comerciales en el primer grupo y las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías (AFP's) y sociedades fiduciarias, en el segundo.

Las AFP's han sido unas canalizadoras totales de recursos, es indudable el impacto que los fondos han tenido en el desarrollo y crecimiento del mercado de capitales, especialmente en el auge del mercado de deuda pública (Gómez *et al.*, 2006). La concentración de su portafolio a diciembre de 2010 es explicada en 41,2% por sus inversiones en títulos públicos Tes (\$32.101,1 miles de millones pesos COP) y en el transcurso de la década este ha sido el porcentaje promedio de participación.

Seguidas en este sector no bancario, por las sociedades fiduciarias, las cuales administran recursos de fideicomisos tanto públicos como privados, sus inversiones en Tes al 31 de diciembre de 2010 alcanzaban un valor cercano a los \$28.000 miles de millones pesos COP (BANREP, 2011b; Superfinanciera, 2010b)⁶⁴.

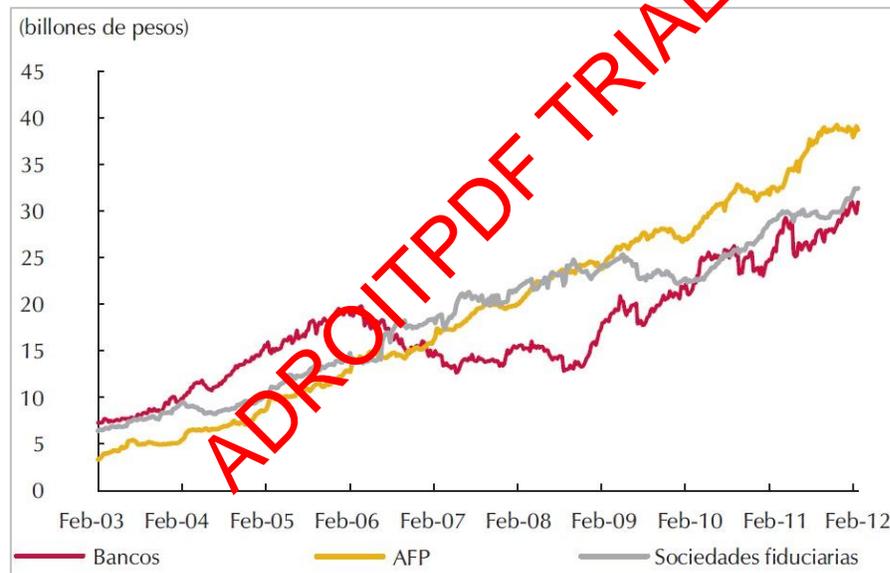
⁶³ *Establecimientos de crédito*: bancos, Cía. de financiamiento, entidades cooperativas de carácter financiero. *Instituciones financieras no bancarias*: intermediarios de valores; pensiones, cesantías y fiduciarias; portafolios de inversión. Clasificación de la Superfinanciera. Banrep. (2011b).

⁶⁴ La información sobre la inversión en Tes por parte de las sociedades fiduciarias, difiere con lo reportado en el capítulo II en el aparte de tenedores de títulos públicos. La fuente de información utilizada en ambos casos es el Banco de la República, pero el informe de estabilidad financiera elaborado por la Subgerencia monetaria y de reservas toma como base la distribución de las entidades y datos de la Superfinanciera. Las entidades privadas financieras son clasificadas como tal, a diferencia de la estadística de la deuda del Banrep que la clasifica como sector privado en conjunto. Es notorio en el caso de las sociedades fiduciarias cuyo reporte de tenencias de Tes es muy bajo en el informe de estadística, mientras que en el informe de estabilidad tienen en cuenta su función de administradora de recursos públicos y privados.

Dentro de las entidades de crédito, los bancos comerciales son los mayores acumuladores de títulos públicos, para el mismo año de referencia reportaban \$25.625,6 miles de millones pesos COP, equivalente al 41% de su portafolio de inversión (*Ibíd.*).

El gráfico 31 presenta los saldos en billones de pesos en poder de estas entidades desde el año 2003. Como se visualiza, el comportamiento de tenencia de títulos es totalmente ascendente, con turbulencias en algunos meses ante la volatilidad del mercado, principalmente durante la última crisis financiera.

Gráfico 31. Saldo de Tes en pesos y en UVR de los bancos comerciales, las AFP's y las sociedades fiduciarias



Fuente: Banrep (2012)

Las sociedades de fondos de pensiones y cesantías administran el ahorro de aproximadamente 10 millones de trabajadores colombianos activos. Tienen una regulación supervisada por la Superfinanciera la cual exige una rentabilidad mínima en los portafolios, con el propósito de que estos cuenten con la requerida seguridad, rentabilidad y liquidez; define el universo de inversiones admisibles; establece límites máximos por tipo de instrumento y acota el riesgo crediticio, definiendo calificaciones básicas por emisor y emisión. Entre estos se contemplaba, un tope máximo para activos externos y garantías para estos, un límite en la tenencia de activos del sector privado, así como un porcentaje de títulos públicos que no supere el 50%, entre otros.

Los direccionamientos normativos –que presentaron modificaciones en el año 2010–, también buscan cubrir posibles especulaciones, proteger el ahorro en el sector doméstico y minimizar las posibilidades de que el Estado deba financiar alguna partida en el evento de la liquidación de un fondo (Reveiz *et al.*, 2008).

Estas delimitaciones normativas aunadas a unas escasas oportunidades de inversión atractivas por parte del sector privado, condujeron a que las AFP's presentaran y aun presenten el mismo patrón de comportamiento en términos de sus inversiones, generando un sesgo hacia los títulos de deuda y siguiendo un portafolio de referencia (Borensztein *et al.*, 2007; Echeverry *et al.*, 2008)

Ello inevitablemente conduce a una convergencia en el tipo de inversiones y en consecuencia a una homogenización de los portafolios, y de esta manera actúan en un efecto manada.

Reveiz & León (2008b), dentro de varios estudios realizados al sistema de pensiones del país, consideraban que el modelo (vigente hasta 2010) generaba una restricción a la capacidad de los fondos de pensiones y cesantías de maximizar el beneficio de diversificación, al limitar en forma específica los activos y riesgos a los que pueden acceder.

Hago énfasis en el año de corte de esta discusión, dado que como lo he venido mencionando a lo largo del documento, cursa un periodo de transición hacia ajustes en el marco de inversión de estas entidades, con base en el nuevo sistema Multifondos, permitiendo que se flexibilice el tipo de inversión que se realiza de acuerdo a la calidad de riesgo de cada grupo de ahorradores. Lo que posiblemente reduzca la concentración de los portafolios totales de las AFP en los títulos de deuda.

Esto no desecha la vigilancia y las acotaciones en las inversiones mencionadas anteriormente, simplemente se amplían o reducen los porcentajes de recursos que serán invertidos en determinados instrumentos de acuerdo al riesgo

Es de señalar que a la fecha con base en los informes emitidos recientemente frente a la situación del mercado de deuda, se mantuvo la solidez de las inversiones de las AFP en títulos públicos, tal como se aprecia en el gráfico 31 que extiende la valoración hasta febrero de 2012.

2011 por ejemplo, terminó con una concentración del 40,9% (\$142 billones de pesos COP) en títulos de deuda pública dentro del portafolio de las instituciones financieras en conjunto; los fondos de pensiones aumentaron 166 puntos básicos su tenencia de Tes frente al año anterior. Lo que continúa mostrando la exposición del emisor frente a los agentes tenedores (Superfinanciera, 2011).

Es prematuro evaluar la nueva estrategia de inversión para los fondos de pensión que tendrán impacto sobre el desempeño del mercado de deuda. Expertos del gremio, consideran que se necesitará aproximadamente una madurez de tres años, para que los ahorradores tomen confianza y cambien la estructura del portafolio, por lo tanto el efecto será seguramente mas moderado. En lo corrido del año de transición –2011–, la Superfinanciera (2012:46) concluye que “ha habido una baja participación de los afiliados en su elección de las distintas opciones que las sociedades administradoras de fondos de pensiones ponen a disposición, mostrando la necesidad de profundizar en la educación financiera y en mejorar la información disponible”.

El otro grupo de inversionistas fuerte perteneciente a las entidades no bancarias son las sociedades fiduciarias. El tema clave de estas entidades más que sus recursos propios, los cuales ascendieron a \$1,66 billones pesos COP a 2010 y las inversiones en Tes finalizaron en \$382.405 millones de pesos, son los recursos que administra del sector público y privado, los porcentajes de participación son de 28,3% y 71,1% respectivamente, los cuales tienen un gran componente de recursos por salud y pensión.

El monto de recursos administrados a diciembre de 2010 fue de \$168,3 billones de pesos COP. Como se observa en el gráfico 33, el 34,2% de los activos administrados proviene de fondos de pensiones voluntarios y fideicomisos que administran recursos de la seguridad social (pasivos pensionales y recursos del sector salud), el 14% esta representado por carteras colectivas y el porcentaje restantes incluye fiducias por administración⁶⁵, inversión, inmobiliaria y garantía.

⁶⁵ Administración: son todas aquellas en las cuales se entregan bienes con o sin transferencia de la propiedad, para que los administre y desarrolle la gestión encomendada por el constituyente y destine los rendimientos, si los hay, al cumplimiento de la finalidad señalada. Tiene concentrado un gran volumen de concesiones. (Superfinanciera, 2010b).

Gráfico 32



Fuente: Superfinanciera

De estos recursos de terceros, \$101,4 billones de pesos COP fueron dispuestos en inversión, el 34,9% estuvo concentrado en instrumentos de deuda pública al finalizar 2010 (BANREP, 2011b). Como lo refleja el gráfico 31, desde el año 2005, ha venido incrementando su tenencia de títulos públicos, lo que forma un peso importante en el equilibrio del mercado.

Con base en estas cifras, podemos ver la concentración de la posesión de Tes por parte de ciertos grupos de inversionistas y su dominio en el mercado. Tenemos dos agrupaciones que presentan un análisis diferente, dado el origen de los recursos y la razón de ser de su institucionalidad.

Por un lado los bancos y demás entidades de crédito quienes generan una mayor distorsión porque operan de acuerdo a una realidad financiera y entran y salen del mercado de deuda, aumentando o disminuyendo su exposición e incidiendo en la liquidez del mercado.

En la primera parte de la década, hacia 2004, el comportamiento en masa de las entidades de crédito, fue muy evidente. En abril de este año, el repunte del empleo en Estados Unidos, así como del precio del petróleo, originaron fuertes expectativas sobre alzas en las tasas de interés en ese país, lo que se acentuó a finales de abril con los anuncios realizados por la Reserva Federal, esto influyó directamente sobre los Tes, llevando sus tasas al alza e incrementando la aversión al riesgo, así el mercado de deuda pública registró una fuerte reducción en los volúmenes negociados, principalmente por parte de estas entidades crediticias.

En 2006 nuevamente la restricción de liquidez en el mercado internacional, propiciado por los incrementos de tasas de la Reserva Federal, generó una venta masiva de deuda pública que resultó en un incremento importante de las tasas de interés de los Tes, aunado con las políticas monetarias contractivas del Banco de la República.

Los bancos comerciales que para diciembre de 2005 contaban con el 25,85% del total de Tes emitidos, se volcaron hacia la desacumulación de Tes, pasando de \$20.146,6 miles de millones pesos COP en 2005 a \$16.459,8 miles de millones pesos COP en diciembre de 2006, restándole liquidez al mercado de Tes y generando un limitante para el gobierno nacional en cuanto a su financiación. Los agentes del mercado financiero comenzaron a deshacerse de Tes a una velocidad más alta de lo que lo podían absorber tenedores más estables o de largo plazo, como son los fondos de pensiones.

Por otro lado tenemos las AFP's cuyas inversiones son más constantes y de largo plazo, lo que puede generar mayor retardo en su accionar, pero de igual forma actuaron en cadena.

En el año 2006, a diferencia de la reacción inmediata de las entidades de crédito, las AFP's liquidaron títulos pero no a la misma celeridad, decreciendo la rentabilidad de los fondos (Reveiz *et al.*, 2008). Pero la desvalorización de los portafolios es parte del riesgo de mercado, el cual analizaremos posteriormente y así podremos comprender aun más el impacto de la tenencia de títulos por parte de un conglomerado.

El punto crítico bajo esta coyuntura, es que además del riesgo para el emisor ante la necesidad de responder a la demanda por iliquidez, lo que impacta en sus colocaciones y en la fluidez del mercado secundario, es que la desvalorización en los portafolios de pensión tanto obligatoria como voluntaria, recae directamente en la cuenta del ahorrador final, un ciudadano quien acorde a ley dispone sus recursos en un horizonte de largo plazo en pro del bienestar, por lo tanto, entramos en una connotación distinta en donde entra a jugar un conflicto del orden social.

La presencia de participantes muy grandes puede generar distorsiones, implica que cuando estos jugadores realicen compras o ventas, van a tener efectos sobre las tasas y los precios, quizás no

del todo deseable; pueden colisionarse para obtener los precios que ellos requieren (Echeverry *et al.*, 2008)

Incluso cuando una sola institución representa un gran volumen de tenencias, un requerimiento de solvencia por parte de esta entidad puede derrumbar el precio de los títulos. Con la venta de los papeles puede producirse una sobre oferta cayendo el precio en el mercado, generando una caída en el valor del portafolio, lo que desata un efecto contagio en el resto de los intermediarios (Estrada D. Director del departamento de estabilidad financiera Banrep, entrevista personal, 31 de enero de 2012)⁶⁶.

Los resultados dan muestra de una base inversora institucional muy importante, con avances sustanciales a lo largo de la década que imprimieron transparencia y liquidez, pero aun muy sesgada, concentrada básicamente en tres corrientes que mueven el mercado. Es contradictorio pensar que estas entidades que han sido un motor para el desarrollo del mercado de deuda, al mismo tiempo impriman incertidumbre en la financiación para el estado, dada la supremacía frente a la posesión de estos papeles.

No quiere decir que sean un riesgo los inversionistas institucionales, de hecho son un componente fundamental en los mercados financieros, el pecado esta en tener un reducido grupo que está cautivo a demandar bonos del estado. Su presencia puede ser positiva o negativa en un país emergente como Colombia en donde este mercado apenas esta surgiendo, y hay una premisa fundamental que es la necesidad de recursos, un déficit que requiere ser cubierto y unas finanzas públicas con rezagos para obtener la sostenibilidad necesaria.

Desde esta perspectiva, la centralización de los tenedores de títulos de deuda en un 40% aproximadamente en el sistema financiero, implica un desequilibrio para la financiación de la

⁶⁶En la investigación de Morales M. Miguel Ángel (2011), denominada Concentración y Estabilidad Financiera: el Caso del Sistema Bancario Colombiano, exponen entre otras la siguiente conclusión: los resultados sugieren que en Colombia la concentración bancaria ha tenido una relación directa con la estabilidad financiera, en el sentido que mayor concentración ha generado mayor estabilidad. Pero mayores niveles de concentración parecen no haberse traducido en grandes cambios en la competencia del sistema. El sistema bancario colombiano continúa ubicándose en un nivel de competencia monopolística (en el cual cada entidad tiene cierto poder de mercado) a pesar de los cambios importantes que este ha presentado en términos de concentración. http://www.banrep.gov.co/documentos/publicaciones/report_estab_finan/2011/Tema1_sept2011.pdf.

En el análisis del riesgo de mercado, haremos mención a las perdidas por parte de las entidades de crédito, ante hipótesis en las variaciones en la tasa interés, dada la concentración en títulos de deuda. Estas pérdidas están concentradas en unos cuantos dada la situación de monopsonio.

nación, ante la iliquidez del mercado, ante inapetencia por títulos de deuda o el *stress* financiero que conduce a un efecto manada por parte de los inversionistas.

Un riesgo tanto para las nuevas emisiones por la presión en la tasa, independientemente que se cuente con los creadores de mercado quienes obligatoriamente cotizan, como para la renovación de la deuda actual, cuyo antecedente en esta operación es permanente.

El hecho de tener como fuente de financiación el ahorro pensional o recursos de la seguridad social y en general recursos domésticos, implica que los gestores de deuda enfrentan una serie de restricciones nuevas que exigen mayor prudencia, información, transparencia e institucionalidad, evitando las reacciones en manada.

4.1.2. Vencimientos en el corto Plazo

Es de vital importancia para el manejo de la deuda soslayar una dependencia excesiva de deuda a corto plazo, por los riesgos que ello implica ante una negativa de los inversionistas a refinanciarla. Incluso puede presionar a los bancos centrales a abstenerse de elevar las tasas de interés para hacer frente a la inflación o respaldar el tipo de cambio, por temor al impacto a corto plazo de la situación financiera del sector público, aun cuando esas medidas puedan ser apropiadas desde el punto de vista de la gestión macroeconómica. Siendo un poco más pesimista puede generarse una crisis de confianza frente a la capacidad de reembolso del sector público (FMI & BM, 2002).

A medida que se fueron implementando ciertas políticas de endeudamiento con el objetivo de reemplazar el financiamiento externo por el interno, pudimos observar un mejoramiento sustancial en los plazos de la deuda externa, correlativamente al minimizarse el porcentaje de deuda externa frente al PIB su concentración en el corto plazo también se fue reduciendo, llegando a representar un 8% del perfil de vencimientos en el 2010, frente a un 85% de los vencimientos en el largo plazo.

Situación contraria se presentó en la deuda interna. El hecho de volcar la deuda a través de los canjes, recompras, prepagos y otros mecanismos a la moneda doméstica, los vencimientos se

fueron apiñando en el corto plazo. En el capítulo II tomamos como referencia la deuda de corto plazo aquella menor a tres años y la de mediano plazo entre tres y cinco años, los porcentajes de la concentración en cada uno de los vencimientos fue de 46% y 20% respectivamente en el 2010, quiere decir que en un término de cinco años esta representada el 66% de los desembolsos por concepto de deuda.

Si nos desplazamos dos años mas para revisar el perfil de vencimientos, realmente el panorama no es muy diferente, entre 2012 y 2016 esta concentrado el 62% de los pagos del servicios de la deuda, mientras que hay años en los cuales no se presentan vencimientos (ver gráfico 33). Esto muestra no solo la concentración si no una deficiente planificación en las emisiones.

Gráfico 33



Fuente: Ministerio de Hacienda

Afortunadamente esta década fue muy positiva en términos económicos para Colombia, las condiciones han sido favorables y las bajas tasas de inflación que se sostienen constituyeron un factor beneficioso para la renta fija, manteniendo los volúmenes de reinversión en títulos de deuda a medida que surgen los vencimientos. Los inversionistas mostraron optimismo en el grado de inversión de este tipo de títulos.

Pero las circunstancias no siempre van a ser benévolas, tanto en las tasas de refinanciación como en la condiciones de estabilidad económica, por lo que depender de ese corto plazo implica estar

expuesto a presiones excesivas en las finanzas públicas al tener una no óptima distribución, caso tal en que un año de una alta concentración de vencimientos coincida con una caída en el ciclo económico.

Recordemos que una de las estrategias más comunes usada en la gestión de deuda es el *roll over*, la que además de representar un mecanismo para mejorar los términos de la deuda, también da muestra de una necesidad latente de extender los vencimientos, dada la concentración en plazos muy inmediatos.

Desde esta perspectiva el emisor está sujeto al riesgo de liquidez, cuando hay una estacionalidad en los plazos de vencimientos, más aun cuando se encuentra represada en el corto plazo como es el caso del mercado de deuda en el país.

Frente a la liquidez se puede asumir que a medida que los instrumentos se han estandarizado, se han eliminado las referencias de menor operatividad, se ha dado mayor transparencia con la plataforma tecnológica y con las exigencias impuestas a los creadores de mercado, el riesgo por liquidez ha disminuido, como lo indica el *spread* o el *turn over* del mercado, pero si persiste la concentración en vencimientos y en tenedores que son determinantes del riesgo de liquidez o variables adversas para llevar a cabo las renovaciones de deuda.

Recientemente – mayo 2012 – la DGCPTN, con base en esas deficiencias que son claras para esta institución, emitió unas directrices preliminares con relación a la emisión primaria de Tes, buscando previsibilidad y transparencia en los próximos años, por supuesto que apuntará a contrarrestar el riesgo de liquidez y de refinanciación, resultado de la compresión en los plazos de vencimiento.

El recuadro 2 resume los aspectos relevantes de la estrategia de colocación de Tes (ECT).

Recuadro 2

- Las emisiones de Tes UVR se realizarán a 5, 10 y 20 años.
- Las emisiones de Tes pesos se realizarán a 5, 10 y 15 años.
- Habrá aperturas de nuevos títulos de largo plazo, es decir, 15 y 20 años, cada dos años.
- Oferta Inicial: los Tes emitidos se ofrecen en subasta durante dos años consecutivos.
- Reaperturas: Los papeles se ofrecen por dos años más cuando el vencimiento del título emitido corresponda a los puntos de referencia establecido.
- Para los plazos menores se realizarán reaperturas de títulos anteriores.
- Los Tes UVR vencerán en años impares, mientras que los Tes pesos vencerán en años pares.
- Al comenzar con una nueva emisión de largo plazo se concentrarán las subastas primarias en dicha emisión hasta lograr un monto mínimo emitido cercano a \$1 billón de pesos COP. Con esto se busca que dichos títulos tengan una adecuada liquidez en el mercado secundario lo más rápido posible.

El siguiente gráfico muestra el resultado pretendido con la estrategia en la distribución de vencimientos por parte del Ministerio. Una mayor uniformidad.



Fuente: Ministerio de Hacienda

4.2. Riesgo de Mercado

El riesgo de mercado de los títulos de deuda pública se constituye en las pérdidas que pueden llegar a tener estos activos ante las volatilidades adversas en variables financieras que determinan el valor de mercado de la posición en ese activo, afectando el resultado final del portafolio.

Las condiciones financieras de las colocaciones de deuda soberana dependen en gran parte de la situación de liquidez de los mercados externos e internos, es decir, de las tasas de interés establecidas por la Reserva Federal de los Estados Unidos (referente libre de riesgo) y el Banco de la República, incidiendo igualmente las expectativas de depreciación y la percepción del riesgo país que se materializa en los *spreads*.

Si bien la tasa de interés real de la deuda interna responde a diversas variables, la tasa de intervención del Banco de la República es fundamental en su comportamiento. Es así cómo ante una política monetaria contractiva como respuesta a los choques externos e internos que afectan la inflación y la tasa de cambio, o por el contrario laxa, aumenta o disminuye la tasa de los títulos de deuda.

El alza en la tasas repercute de forma negativa tanto en el emisor, como en el portante de los títulos de deuda.

Básicamente para el gobierno nacional como emisor, un incremento en la tasa de los títulos se revierte en un sobrecosto en la colocación de deuda nueva y en las operaciones de *roll over*, lo que tiene impacto sobre su balance y sobre su desempeño fiscal.

De entrada, cuando la nación decidió apalancarse financieramente en el mercado doméstico, ya implicaba que esta colocación en pesos iba a tener una mayor tasa de financiación que la que se obtiene en un ámbito externo o en dólares – siempre y cuando estemos en un entorno estable–, incorporando los efectos del tipo de cambio. El costo más alto frente al referente internacional, obedece al esquema de tasas de la nación, al rezago de la inflación alcista durante tantos años y a las condiciones vulnerables y menos estables de la economía local, propia de un país emergente.

Solo por citar un ejemplo, si nos centramos en la emisión de deuda en pesos colombianos de un título a 10 años en diciembre de 2010, la tasa estuvo en promedio en 6,90%, mientras la emisión en dólares estuvo aproximadamente en 3,29%. En junio de 2012 el bono a 10 años estadounidense bordea la tasa de 1,66% y el título de deuda local en 6,15%. Esto permite darnos un referente de cual sería el costo de emitir en pesos o en dólares⁶⁷, por supuesto ello adhiere la prima de riesgo. El Ministerio de Hacienda concluye en entrevista, que este es el principal riesgo para las emisiones soberanas en moneda local de nuestro país.

⁶⁷ La información de la tasas fue consultada en la página web del Tesoro de los estados Unidos <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2010> y en la página del grupo aval en Colombia <https://www.grupoaval.com/portales/jsp/historicoindicadores.jsp?indi=4108>

Es de abonar que las políticas macroeconómicas más eficaces que apuntaron a la reducción de la inflación, un mejoramiento fiscal y la favorable coyuntura internacional que observamos en la década (ver capítulo II y III), contribuyeron a moderar sustancialmente las tasas de interés a mediano y largo plazo en Colombia y en general en los países emergentes. Este cierre de la brecha entre las tasas de interés para títulos internos y externos ha hecho más atractiva la financiación en moneda local. Sin embargo, el sostenimiento de este círculo virtuoso exige constante disciplina fiscal y monetaria (BIS, 2007).

En los últimos 10 años hemos observado un mejoramiento en la tasa de colocación de los títulos de deuda colombiana. El título con vencimiento en 2020 por ejemplo, siendo uno de los de mayor referencia en el mercado, cuya apertura en 2005 inicio con una tasa de 10,47%, en 2010 observamos una tasa de corte de 7,7% y para 2012 se encuentra sobre el 6%. Pero tuvo ciclos ascendentes que impactaron sobre los costos de la financiación para el gobierno entre 2006 y 2008 con incrementos que se aproximaron al 13%, este último año se optó por acudir al mercado externo, contó con el soporte de los creadores de mercado y hubo un mayor control en las operaciones convenidas y forzosas realizadas por las entidades descentralizadas y mixtas, para compensar el esquema de financiación doméstico en el mercado.

4.2.1. Efectos sobre los tenedores de los títulos

Paralelamente a la recomposición en las estrategias de financiación por parte del sector público en la pasada década, los balances de las instituciones financieras presentaron una transformación; factores de tipo institucional y económico propiciaron la elevada preferencia por los valores gubernamentales, principalmente en las AFP's, sociedades fiduciarias y bancos comerciales. Como lo señalamos en la primera sección, a 2010 este sector había invertido el 40,53% de sus recursos de inversión en títulos de deuda, para finales de los noventa, el porcentaje no superaba el 7% (BANREP, 2005 – 2011b).

Este cambio en el portafolio, redujo la exposición de las instituciones financieras al riesgo de crédito⁶⁸, ya que contribuyó a la diversificación, pero por otra parte aumentó la sensibilidad de éste a cambios en las tasas de interés de las inversiones, lo cual podría traducirse en importantes

⁶⁸ Para ampliación del tema de riesgo de crédito, ver los informes de estabilidad emitidos por el Banco de la República desde 2005.

pérdidas si sobreviene un cambio adverso sobre los precios de estos activos y no se cuenta con los requerimientos de capital adecuados para enfrentar dicha situación.

Resulta complejo para la estabilidad financiera la posición larga en Tes por parte de las instituciones financieras frente a posibles *shocks*, dado que las pérdidas en las que puede llegar a incurrir ponen en peligro a todo el sistema financiero. Tenemos por un lado a las entidades crediticias que son un motor de la producción económica a través de canales de crédito, y por el otro, a inversionistas que administran flujos de recursos provenientes del mercado doméstico de carácter pensional y los impactos negativos se trasladan al afiliado; a ello se adhiere la baja participación de inversionistas extranjeros en renta fija pública, lo que sesga aun mas la diversificación.

En el gráfico 34, apreciamos la evolución de los fondos extranjeros en deuda pública. Vale la pena destacar los avances memorables en los últimos años, influenciado en gran parte por la apreciación cambiaria y el diferencial de tasas de interés. Con base en el informe de actualidad de la Superfinanciera a 2010, los fondos de capital extranjero en portafolios de títulos de deuda eran de \$3,45 billones COP a diciembre, con un incremento frente al año inmediatamente anterior de 158% para el mismo mes de referencia.

Gráfico 34



Fuente: Superfinanciera

*No incluye las inversiones de extranjeros que pueden realizarse a través de derivados con entidades locales (por ejemplo, derivados no estandarizados - *NDF* de TES), ni las de aquellos que ahora pueden hacerlas sin tener que constituir un fondo de capital extranjero (luego de la reforma al régimen de inversión extranjera a través del Decreto 4800 de 2010).

Durante los años 2006 y 2007, se presentó una materialización del riesgo de mercado al que están expuestos los tenedores de Tes con alta concentración, dado el efecto que generan los cambios en la tendencia de la tasa de interés de intervención sobre el desempeño agregado, ello a través del impacto de movimientos en la tasa sobre el precio de los Tes.

En mayo de 2006 el Emisor empieza a elevar las tasas para atenuar el ritmo de inflación que surgía dado el cierre de la brecha del PIB, al estilo de una regla de Taylor, con lo cual la tasa de la deuda interna se incrementó, con cierta volatilidad. La tendencia al alza en las tasas de negociación de los Tes propulsó un empinamiento en la curva de rendimientos (afectando los títulos de mayor duración), seguido de un incremento en la parte corta de la curva y finalmente desplazándose de forma paralela. Dichos movimientos afectaron sustancialmente el portafolio de inversión de las entidades financieras, generando importantes pérdidas por valoración (Contraloría, 2010).

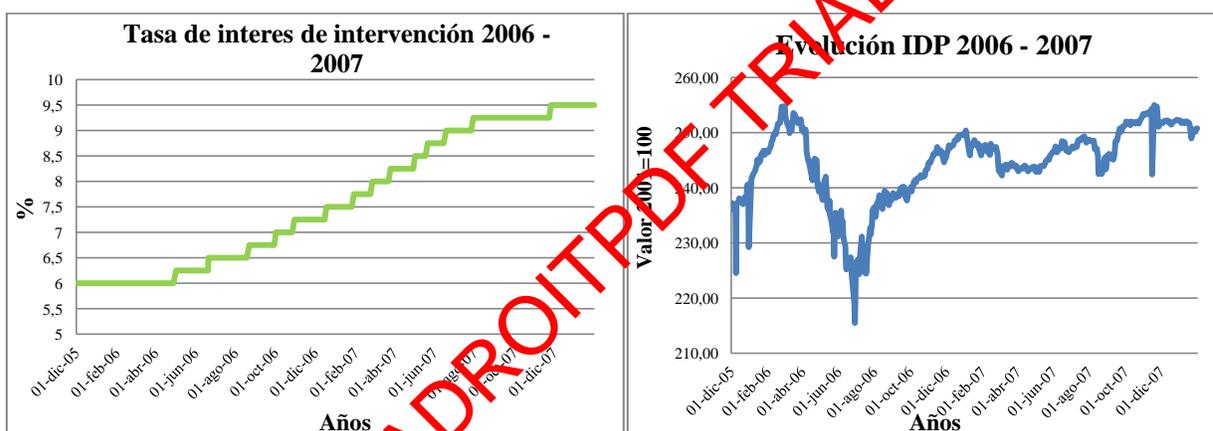
La caída en la valoración de las inversiones tuvo como consecuencia en los establecimientos de crédito un descenso en las utilidades, que redujo la rentabilidad del activo del sistema de 2,8% en diciembre de 2005 a 2,3% en junio de 2006 y terminó esta vigencia con una rentabilidad del 2,5%; de igual manera la participación en este tipo de inversiones presentó un retroceso entre diciembre y junio de 2006 de 4 puntos porcentuales pasando de 32% a 28%, los establecimientos de crédito liquidaron cerca de \$3,6 billones de pesos en su posición en Tes (BANREP 2005 – 2010b).

Fenómeno similar se registró en un amplio número de instituciones financieras no bancarias (IFNB), cuyos portafolios se encontraban expuestos de manera importante a cambios en la valoración de las inversiones de los títulos de deuda pública. La incertidumbre por el comportamiento futuro de los precios llevó a importantes liquidaciones de estos activos, lo cual se tradujo en una reducción de 1,2% en el valor del portafolio frente a 2005. Aunque la reacción de las IFNB durante dicho período no se dio de manera homogénea dentro del grupo, su alta concentración en instrumentos internos hizo que el efecto adverso sobre su rentabilidad fuera generalizado.

Los fondos de pensión y cesantías mostraron una clara tendencia decreciente en la rentabilidad de sus carteras, incluso obtuvieron retornos negativos en términos reales. En su momento se llegó a exponer que esa significativa reducción en la rentabilidad, así como su alta volatilidad, constituyeron señales de la existencia de deficiencias estructurales en la gestión de los activos por parte de las AFP's (Reveiz *et al.*, 2008).

En el gráfico 35 vemos el comportamiento de la tasa de intervención del Banco de la República y el indicador de deuda IDP de Corficolombiana entre 2006 y 2007, caracterizando el aumento en tasas y el desplome de la valorización de los títulos de deuda.

Gráfico 35



Fuente: Banrep y Corficolombiana

En el año inmediatamente siguiente, 2007, el efecto de riesgo de mercado para los tenedores de Tes se atenuó, sobre todo para las entidades crediticias, dada la liquidación de títulos de deuda hacia finales de 2006 y el volcamiento a otro tipo de inversión o ha un aumento en cartera en el caso de los bancos. Sin embargo, el 2007 muestra un reflejo de las implicaciones en el mercado financiero y en el mercado de bonos públicos ante las decisiones tomadas por el Banco Central para controlar simultáneamente la tasa de inflación y la apreciación de la moneda, razón de ser de su institucionalidad.

Durante un buen trayecto de 2007 el Banrep utilizó políticas de esterilización; de una parte inyectaba pesos a la economía, a través de la acumulación de reservas internacionales dirigida a limitar la apreciación del tipo de cambio; y de otra, a medida que el Emisor intervenía

activamente en el mercado cambiario, incrementaba su tasa de intervención, vendía Tes y mantenía abierta la ventanilla de contracción, mediante la cual realizó subastas de depósitos remunerados no constitutivos de encaje de 7 a 14 días, y habilitó la captación limitada de recursos a siete días mediante depósitos remunerados no constitutivos de encaje. También implantó un control de capitales a través de un depósito no remunerado equivalente al 40% de las inversiones de portafolio por un periodo de seis meses.

Estas medidas de control de capitales y de encajes redujeron la liquidez del mercado y el número de tenedores de deuda y por ende la demanda de bonos, afectando la movilidad en el mercado de capitales para todos los inversionistas y por supuesto la colocación por parte del gobierno central.

Al respecto hubo señalamientos muy enfáticos en concluir que las medidas adoptadas no habían tenido los efectos deseados sobre el control de capital diferente a inversión extranjera directa, en aras de frenar la apreciación de la moneda y controlar el nivel de precios, por el contrario si implicaron perturbaciones en el mercado, causando volatilidades y pérdidas (Echeverry *et al.*, 2008). Clements & Kamil (2009) expusieron posteriormente bajo los resultados econométricos, que las medidas tomadas en el periodo 2007 – 2008, fueron ineficaces para controlar el flujo de capitales, no se presentó evidencia estadística de que los controles dieron lugar a un tipo de cambio más depreciado, o se redujo la sensibilidad del tipo de cambio a los diferenciales de tasas de interés.

Los anteriores párrafos nos muestran solo una reseña de un episodio de riesgo de mercado que es palpable dentro del mercado de bonos públicos y cuya tendencia no ha tenido un revés, manteniéndose el ascenso en este tipo de inversiones por parte de grupos reducidos.

El Banco central en sus informes de estabilidad financiera desde el año 2005, le ha dado gran importancia al riesgo de mercado, considerando que es un riesgo latente en los balances del sistema financiero que atenta contra la estabilidad y en el caso de repetirse fluctuaciones tan bruscas se continuará experimentando caída en los ingresos y en la rentabilidad de los portafolios, poniendo en peligro su solvencia. Lo cual implica la necesidad de mantener adecuados niveles de

capital o fortalecimiento del patrimonio técnico que permitan a los establecimientos enfrentar las pérdidas por valoración (BANREP, 2005 – 2011b)⁶⁹.

4.2.1.1. Pérdidas de los inversores ante ejercicio de sensibilidad de la tasa de interés

Con el fin de ilustrar las pérdidas a las que están sujetas las entidades financieras, dado que sus inversiones están valoradas a precios de mercado, por lo cual su importe es muy sensible a cambios en las tasas de interés, tomamos como base los informes de estabilidad financiera emitidos semestralmente por la Subgerencia Monetaria y de Reservas del Banco de la República.

En cada informe registran un ejercicio de sensibilidad con el fin de analizar la exposición al riesgo de mercado de las diferentes entidades del sistema financiero. Consiste en calcular las pérdidas en el valor del portafolio ante un aumento hipotético de 200 puntos básicos en todos los plazos de la curva cero cupón de Tes tanto en pesos como en UVR, el cual es el choque sugerido por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para países distintos a los del G-10.

Dos aclaraciones importantes al respecto: para los Tes UVR se supone un aumento en el margen real sobre la tasa de referencia UVR. Si se tratara de un aumento en las expectativas de inflación, las pérdidas se darían únicamente en los Tes tasa fija, pues el retorno real del título en UVR no cambiaría.

Segundo, el efecto del choque sugerido no se acumula en el tiempo, sino que corresponde a las posibles desvalorizaciones si ocurriese uno en cada momento del tiempo.

La tabla 9 y el gráfico 36 es un resumen de las pérdidas generadas a partir de 2005 después de realizar un ejercicio de sensibilidad para los bancos comerciales, las AFP's, y sociedades fiduciarias⁷⁰. Tal como se supone a medida que van incrementando los saldos invertidos en títulos de deuda sometidos a cambios en las tasas de interés, su pérdida se acrecienta ante el *shock* expuesto.

⁶⁹ La circular básica de administración del riesgo de mercado emitida por la Superfinanciera es la Circular Externa 100 de 1995 en su capítulo XXI y presenta consecuentes modificaciones: circular externa 051 de octubre de 2007, circular externa 042 de Noviembre de 2010, circular externa 018 de abril de 2012.

⁷⁰ Las sociedades fiduciarias a diferencia de las otras instituciones no presentan un informe semestral de sus pérdidas por valoración, este valor empezó a ser incluido a partir del informe emitido en febrero de 2011 (comentario de referencia página 78), ello a pesar de ser un administrador de recursos importante e inversores en deuda pública. Por lo tanto se da uso al gráfico expuesto en el informe.

Después del remesón financiero como consecuencia de los desequilibrios en los Estados Unidos, hubo un gran volcamiento hacia los títulos de deuda en el mercado doméstico, vemos como entre 2009 y 2011 las pérdidas se incrementan y estas están correlacionadas con el aumento de la inversión en Tes tasa fija que observamos en el gráfico 31 al inicio del capítulo.

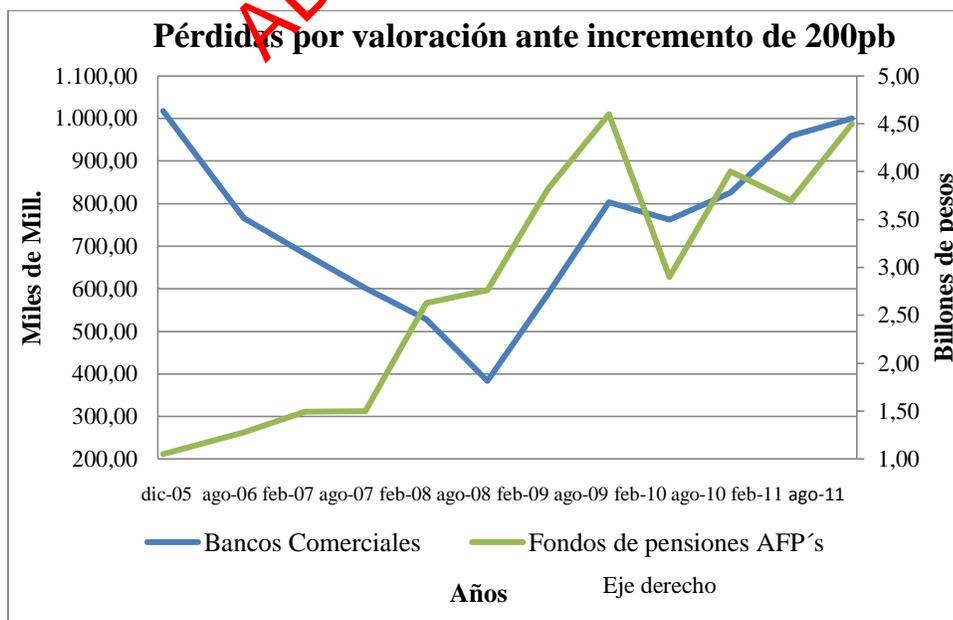
Tabla 9. Pérdidas ante un incremento de 200 puntos básicos (pb)

Fecha de corte	Pérdidas	
	Bancos Comerciales (Miles de Mill)	Fondos de pensiones AFP's (Billones)
ago-11	1000,0	4,50
feb-11	959,50	3,70
ago-10	825,10	4,00
feb-10	761,60	2,90
ago-09	803,78	4,60
feb-09	587,96	3,82
ago-08	383,46	2,76
feb-08	528,16	2,63
ago-07	602,00	1,50
feb-07	683,00	1,50
ago-06	765,32	1,28
dic-05	1017,7	1,05

*Sociedades fiduciarias: la pérdida reportada en el ejercicio de agosto de 2011 ascendió a 2,1 billones.

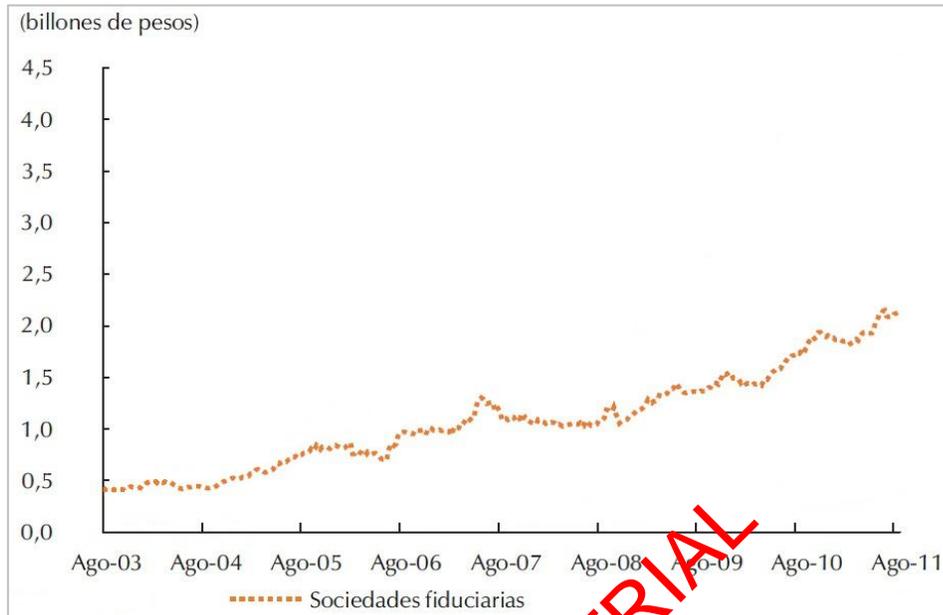
Fuente: Banrep

Gráfico 36



Fuente: Banrep

Pérdidas por valoración en Sociedades Fiduciarias



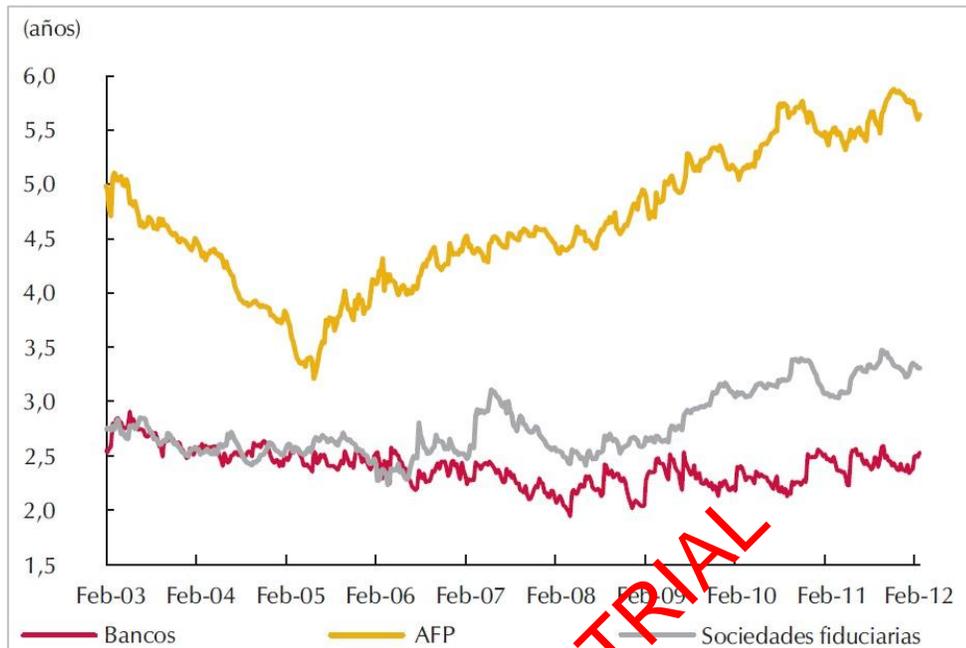
Fuente: Banrep (2011b)

El grado de sensibilidad de los portafolios de los tenedores de Tes y de cualquier otro portafolio de inversión sometido a la valoración de precios de mercado, está estrechamente relacionado con la duración. Al ser la duración una medida del cambio en el valor de un título ante variaciones en las tasas de interés, las entidades con una mayor duración tienen un cambio más alto en el valor de su portafolio ante eventos negativos en los retornos de los Tes.

Las AFP's y las sociedades fiduciarias principalmente, además de los abultados porcentajes de inversión en el mercado de bonos, han venido ampliando el término de duración de los títulos en los que se invierte (ver gráfico 37).

El objeto financiero bajo el cual están constituidos los fondos de pensiones implica que la *duration* de su portafolio sea significativamente mayor al resto de inversionistas del sistema financiero, convirtiéndolas en el grupo con mayor vulnerabilidad al riesgo de mercado.

Gráfico 37. Duración del portafolio de Tes en entidades financieras



Fuente: Banrep (2012)

4.2.1.2. Volatilidad de los precios de los Tes

La estabilidad de los precios de los papeles de renta fija públicos en el mercado, se interpreta como una mitigación de los efectos que las alzas en las tasas de interés de intervención por parte del Banco central puedan trasladar a los precios de los títulos públicos y por ende a la valoración de sus portafolios y el subsecuente riesgo de mercado.

Lo vemos mejor ejemplificado en dos escenarios del tiempo:

Posterior al episodio del año 2006 que sacudió los portafolios de las entidades financieras y las continuas alzas de la tasa de interés de intervención por parte del Banco central entre 2007 y 2008, que trajo contracciones en los portafolios de los tenedores de Tes en mayor o menor medida y su efecto sobre la liquidez del mercado, prosiguió una interesante caída en las tasas de interés que empezó en 2009 y perduró hasta el primer bimestre de 2011 (ver gráfico 38).

Gráfico 38



Fuente: Banrep.

Esta medida de política monetaria expansiva, que es una reacción al cambio en la tendencia de la inflación y la reducción en las expectativas de crecimiento a nivel local e internacional fruto de los efectos de la crisis financiera de Estados Unidos, vino paralelamente acompañada desde finales de 2008 por una alta volatilidad en la curva de referencia en pesos de los bonos públicos, con mayor incidencia en el corto plazo, muy cercana a la volatilidad que vimos en el 2006.

La parte media y larga de la curva, tuvo una ampliación hacia el segundo semestre de 2009, pero no a los niveles registrados en los ciclos de mayor volatilidad. Octubre de 2008, mayo y octubre de 2009, y enero de 2010 fueron los períodos de mayor volatilidad dentro de este tramo de referencia.

Podemos observar este comportamiento en el gráfico 39 de volatilidad diaria anualizada y el indicador IDXTES de los títulos en pesos⁷¹.

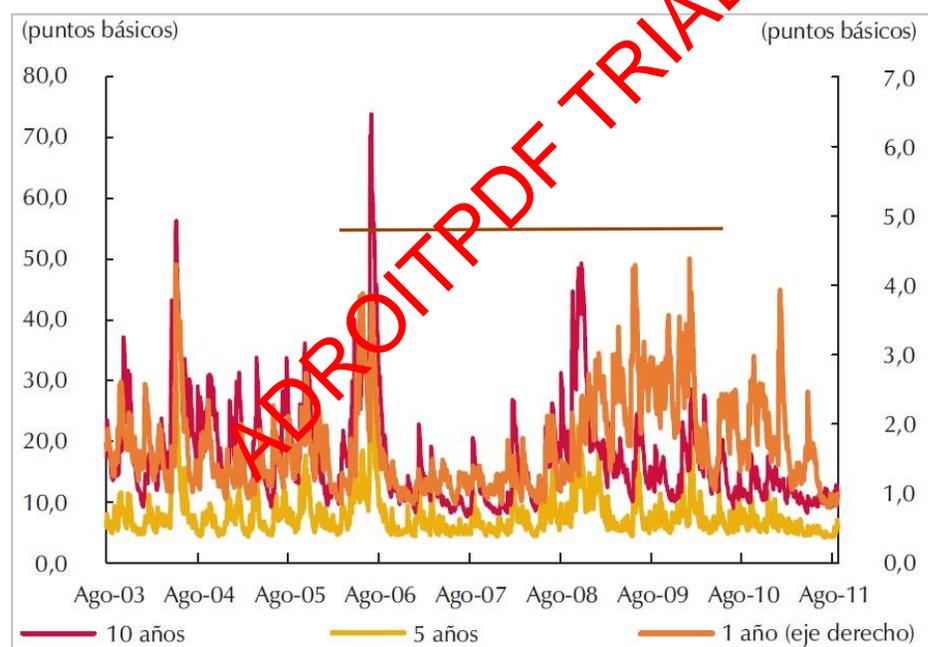
Pese a la exhibición de una menor tasa de intervención que derivó en mejores precios de títulos públicos y por consiguiente una valoración positiva en los portafolios, el aumento en la

⁷¹ IDXTES: Es un indicador de retorno de los títulos de tesorería en pesos, con base en el precio sucio, emitido por el Banco central. Ver anexo 7.

volatilidad en todos los tramos de la curva denominada en pesos, combinada con el gran porcentaje de títulos en los portafolio⁷², sugirió un aumento significativo en el riesgo de mercado.

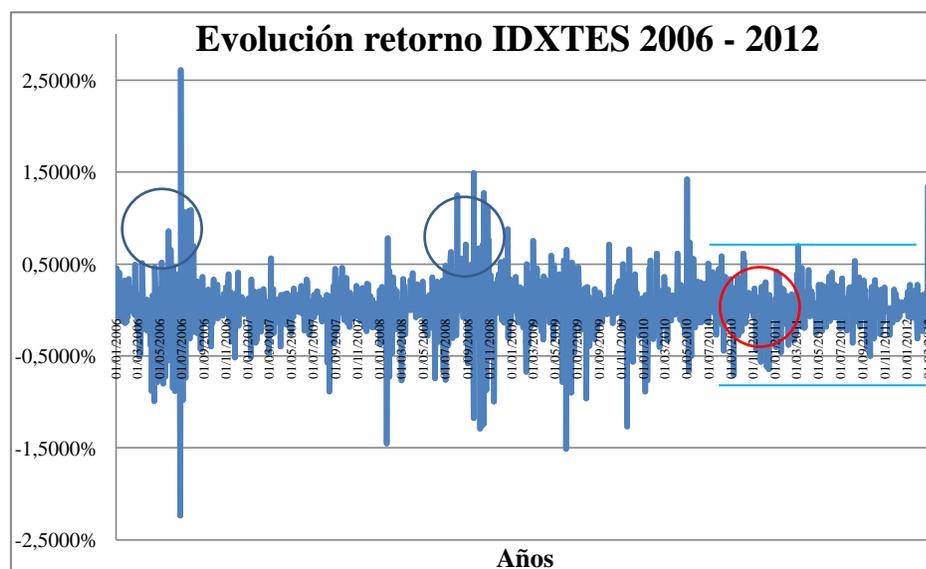
De acuerdo a las diferentes medidas de Valor en Riesgo *Ver*: correlaciones y varianzas históricas, correlaciones condicionales constantes y varianzas condicionales dinámicas (modelos CCC), y correlaciones y varianzas condicionales dinámicas (modelos DCC). El promedio semestral de estas medidas en agosto de 2008 fueron de 0,86%, 0,67% y 0,65% respectivamente y pasaron en febrero de 2009 a 0,93%, 1,10% y 1,06% para los bancos comerciales, evidenciando la exposición al riesgo de mercado (BANREP, 2005 – 2011b).

Gráfico 39. Volatilidad diaria anualizada de la curva cero cupón de Tes en pesos



Fuente: Banrep (2011b)

⁷² Los bancos comerciales entre 2008, 2009 y 2010 con corte a agosto de cada vigencia, reportaron un saldo en Tes de \$13,86, \$21,14 y \$25,8 billones COP respectivamente y las AFP's en esta misma fecha exponen \$24,88, \$27, 22 y \$31,8 billones (Banrep, 2005 – 2010b).



Fuente: Banrep.

Si nos enfocamos en un análisis más reciente, hablamos de finales de 2010 y 2011, hacia febrero de este último año la autoridad monetaria local comenzó un proceso de normalización de la política monetaria haciendo incrementos en la tasa de intervención, retirando gradualmente el estímulo monetario inyectado a la economía dos años atrás. Entre enero y diciembre de 2011 la tasa aumentó en 175 puntos básicos.

Esta política monetaria activa en función del ajuste de la tasa de intervención, estaba en procura de lograr el rango propuesto de inflación del 4% para esa vigencia.

Los aumentos en las tasas de interés han conducido a evitar una ampliación positiva en la brecha del producto, así como a impedir un desbordamiento en la demanda interna que en el año 2011 en términos reales creció en un 8,8% frente a un 5,6% del año 2010, superando el promedio registrado desde el 2000, solo comparable con el año 2006 que fue el año de auge para la economía. El incremento en la demanda estuvo acompañado de una mayor confianza en los agentes del mercado, unas primas de riesgo bajas y un abundante flujo de inversión extranjera directa (IED), que obtuvo en el año 2011 US\$13.234 millones, un crecimiento que representó un 92% en dólares de IED bruta (BANREP, 2012b).

A diferencia de lo reportado entre 2008, 2009 y el primer semestre de 2010 que vimos anteriormente, el segundo semestre de 2010 y 2011 presentaron una baja volatilidad en los

retornos de los Tes en todos los tramos de la curva, principalmente en el de mayor plazo, lo que ha jugado un papel a favor para no materializar el riesgo de mercado, ello puede obedecer a la estabilidad en la inflación y a sus expectativas de mediano y largo plazo.

La atenuada volatilidad de los instrumentos de deuda, es la razón que explica el hecho que el incremento en la tasas de intervención escasamente haya afectado a los títulos de corto plazo y reducido su apetito, pero de una manera muy moderada, manteniéndose la demanda activa por los Tes.

Sin embargo, se mantiene la exposición a este riesgo considerando el aumento en el saldo en títulos de deuda y/o la ampliación en los plazos de los portafolios de las entidades financiera⁷³.

La estabilidad en los precios de los activos es la variable que sostiene en calma el riesgo de mercado que persiste en los tenedores de Tes y permite mantener la valoración en los portafolios de los inversionistas. Pero esta marea estable de los últimos años, no se traduce en que no se vayan a presentar fluctuaciones en los retornos de los Tes y del mercado de bonos públicos en general, y un cambio en la volatilidad unido a mayores tenencias de títulos, podría tener resultados adversos sobre el balance de las entidades financieras, y por supuesto un peligro para las finanzas públicas.

4.2.2. Estimaciones que inciden en el riesgo de mercado

Con base en el contenido anterior, la conclusión se traslada a que desde la adopción de una política de financiación en el mercado doméstico con mayor sustento a partir de 2005, los tenedores de bonos públicos que mas le apuestan a este tipo de instrumentos han mantenido el riesgo de mercado en sus portafolios y han sido sujetos a pérdidas ante los ajustes de tasa, por supuesto también a importantes valorizaciones de acuerdo al ciclo.

El hecho que el riesgo de mercado no haya inclinado la balanza a su limite, a nivel interno se ha soportado en el comportamiento estable de la economía, la cual ha tenido un crecimiento sostenido incluso después de la crisis financiera de 2007 – 2008 (ver anexo 10 PIB), y una

⁷³ En agosto de 2011 el VeR a un día para los bancos comerciales se ubicó en 0,33% del valor del portafolio, para las AFP se ubicó en 0,65%, para las compañías de seguros en 0,41% y para las Sociedades fiduciarias en 0,46%.

inflación equilibrada de un solo dígito que tiene como meta de largo plazo el 3%, dando credibilidad al Banco central.

También es de resaltar que el gobierno nacional a través del Ministerio de Hacienda, ha buscado solventar con diversas estrategias y normas reglamentarias los desfases que se presentan en el mercado de bonos públicos y le ha impreso mayor certidumbre a la política fiscal. Este conjunto de variables son fundamentales para darle menor volatilidad al mercado.

De acuerdo a la tendencia, no es muy claro que vaya a haber una reversión voluntaria en el corto plazo de desinversión en títulos públicos de las instituciones financieras. Quizás acelerar el cambio en los portafolios de inversión por parte de las AFP's sí tenga un efecto porcentual importante, aunque como lo mencionamos en el análisis de riesgo de liquidez, estas medidas apuntan a tener efectos en un mediano plazo.

Por lo tanto, el riesgo persiste y es pertinente revisar algunas variables para instar plantear un panorama para la colocación de deuda por parte del emisor y sus tenedores, y establecer que tan propensos están a la materialización del riesgo.

2011 se caracterizó por finalizar con un entorno económico internacional con un alto grado de incertidumbre, propiciado por los problemas de deuda pública o privada en un buen número de países industrializados. Colombia por su parte en medio de la turbulencia internacional mostró un comportamiento favorable con un crecimiento de 5,9%, situación que no se registraba desde 2006 y 2007.

Con base en los reportes del Banco Central (2012b) y del sistema financiero (Bancolombia, 2011; Corficolombiana, 2011b), los analistas consideran que para el 2012 en términos de crecimientos rondaremos un intervalo de 4% y 6%, lo que da muestra de una perspectiva alentadora.

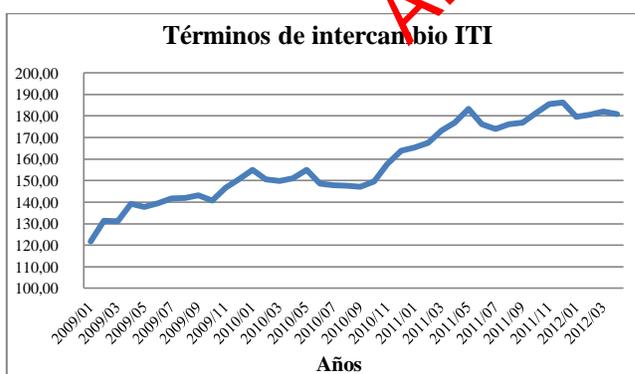
Esta consistencia económica y optimismo por lo menos en una visión de corto plazo, se presume estará respaldada por unos niveles ascendentes en los términos de intercambio (ver gráfico 40), los cuales han venido siendo auspiciados por el buen comportamiento de los precios de las exportaciones colombianas y la persistente reducción de los precios de los bienes de consumo en

las economías desarrolladas, lo que se prevé continuará. Esta mejora sostenida en los términos de intercambio, se interpreta como un mayor poder de compra para adquirir importaciones, lo cual ha presionado su incremento y explica los déficits presentados en la balanza comercial.

Otra variable que permitirá mantener el equilibrio y que según analistas es muy probable su sostenimiento dado el incremento en la confianza del país, es la inversión extranjera directa IED (ver gráfico 41), ésta se ha convertido en una de las principales fuentes de financiamiento y por lo tanto en un determinante importante de la cuenta corriente, de la cuenta de capital y del mercado cambiario de divisas.

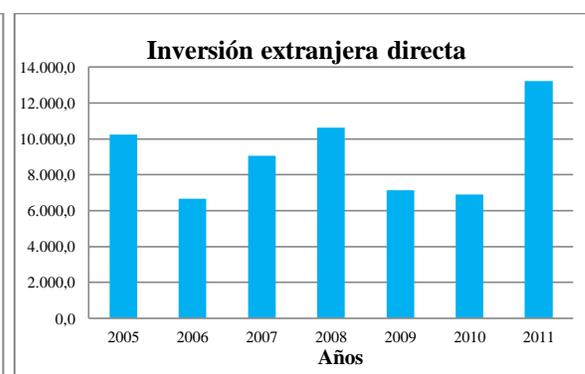
La dinámica robusta de la IED de largo plazo en el país, esta dominada por flujos hacia el sector minero y de petróleos. Los pronósticos no son tan desbordantes en el sentido de alcanzar un porcentaje de crecimiento del 92% como el logrado en 2011, representando aproximadamente el 5% del PIB, pero sí se estiman resultados prometedores, que de acuerdo a proyecciones de Bancolombia (2011) podrán estar en 3,1% del PIB, inclusive ante un escenario adverso en la economía global. En lo corrido de 2012, las cifras provisionales revelan un crecimiento a mayo de 28,9% respecto a igual periodo del 2011.

Gráfico 40



Fuente: Banrep

Gráfico 41



En cuanto a riesgos, la principal amenaza es la profundización de la crisis de Europa, lo que se traduciría en una recesión más fuerte en este continente y una menor dinámica a la esperada en el resto de economías avanzadas y emergentes y podría exacerbarse la aversión global al riesgo, todo lo cual afectaría la economía colombiana.

Uno de los impactos importantes ante la desaceleración de los países industrializados en Colombia se sentiría mediante un menor ingreso en transferencias corrientes cuyo principal componente son las remesas de trabajadores (2011 represento 1,5% del PIB según cifras del FOMIN⁷⁴), y su comportamiento depende del desempeño de las economías desde donde dichos recursos provienen (Estados Unidos, Venezuela y España). Desde 2007 se ha presentado una desaceleración de este componente y en los dos primeros meses de 2012 registraba una caída del 2.9% (Banrep, 2012b).

Con base en lo anterior, a nivel interno se advertiría un sostenimiento en el crecimiento y estar en el margen señalado. Si parte de ello es la continuidad en los buenos precios de los principales productos de exportación, entonces cabría esperarse un mayor dinamismo en la demanda, combinado con un alza en los créditos de las empresas y los hogares (el contexto de tasas de interés reales del crédito han sido históricamente bajas), tal como fue la tendencia en 2011, lo que podría generar presión sobre la capacidad.

Un crecimiento excesivo tanto del crédito como del precio de los activos, básicamente de la vivienda nueva y usada que mostraron un índice de precios alto con relación a la década⁷⁵, pueden ser fuente de desequilibrios financieros en el largo plazo, con consecuencias negativas sobre la sostenibilidad del crecimiento del producto y el empleo (Banrep, 2012b).

Es decir, podría continuar la brecha positiva entre el PIB potencial y el observado, aunque es moderada, esta indicaría presiones inflacionarias provenientes de la demanda. Como lo vimos en el primer trimestre de 2012 (ver gráfico 38), el incremento en la tasa de intervención por parte del emisor aumentó 50 puntos básicos desde diciembre a la fecha y se han extendido los programas de la compra de dólares por parte del central hasta noviembre de 2012.

Manteniéndose los riesgos que persisten sobre la inflación desde el lado de la demanda, la proyección de tasa para 2012 es de 5,50% según el estimativo del sector financiero (Correval,

⁷⁴ Para ampliación ver. Fondo multilateral de inversiones miembro del grupo BID - FOMIN. Reporte 2011 Estudio de flujos de remesas a Latino América y el Caribe. (2012). <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getDocument.aspx?DOCNUM=36723444>

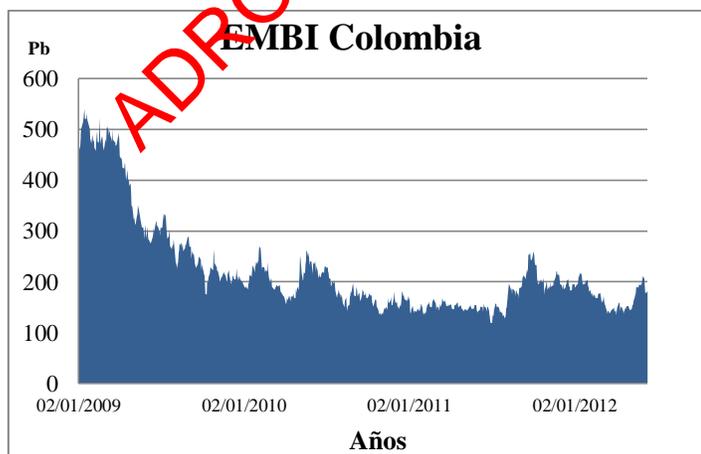
⁷⁵ En los últimos cuatro años se ha registrado un crecimiento real promedio de los precios de la vivienda nueva y usada cercano al 5% anual. Solo entre 2010 y 2011 la tasa de crecimiento del índice de precios creció en 9,4% para vivienda nueva (DANE).

2012). El factor puntual de una presión en la inflación, lo veríamos reflejado en una demanda mayor a la que se esta proyectada, quizás incitando a mayores alzas.

Como lo mencionamos anteriormente el aumento de la confianza en el país y la percepción de menor riesgo del mercado Colombiano, han permitido obtener ganancias en términos de menor volatilidad y crecimiento. Los ajustes fiscales que han reducido la brecha y facilitan las maniobras para ejercer política, los importantes avances en la institucionalidad monetaria y otros elementos de orden social y jurídico, son parte promotora de este fenómeno.

El reflejo de la reducción en el riesgo lo podemos observar en la caída en el indicador de EMBI, como estimativo de medida de riesgo de crédito de los títulos públicos, y a través del *Credit default swap* (CDS), cuya valoración tiene una relación directa con el nivel de aversión al riesgo de los inversionistas, incluso se ha afirmado que este indicador percibe la estimación del riesgo soberano de manera mas directa, dado que no incorpora primas de liquidez considerando que la tasa de retorno de referencia del contrato corresponde a la tasa *swap* en dólares en EE.UU.

Gráfico 42



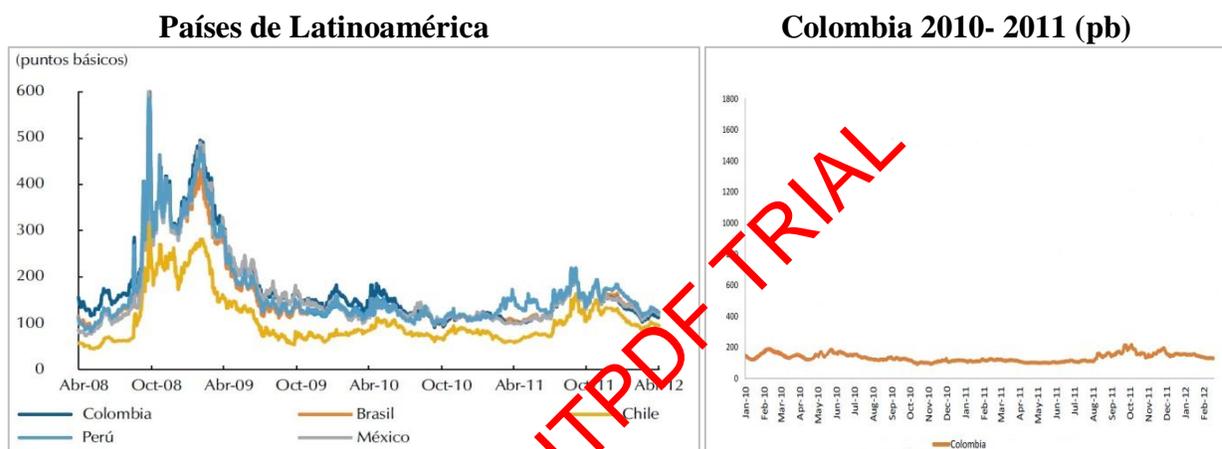
Fuente: www.ambito.com

La captación del riesgo que se incorpora en los *spread* de deuda, son un termómetro para concebir como nos ve el resto del mundo y que tan sostenibles somos en el corto plazo, lo expongo en términos cortoplacista porque además del componente interno como la política fiscal, gran parte de la injerencia en esta variable viene dada por factores externos que escapan al control de las autoridades económicas nacionales, como vemos en el gráfico en solo un año (oct.

08-09) pasamos de una prima de riesgo de 500 puntos a una que no superaba los 200, ante los choques externos.

Después de este rezago, en los últimos dos años más lo transcurrido de la vigencia actual, el promedio del EMBI se estima en 178 puntos básicos, lo que representa una menor sobretasa por la inversión en el país y una menor apreciación de incumplimiento.

Gráfico 43. CDS a 5 años



Fuente: Banrep (2012b)

Fuente: Ultra bursátil (2012)

La posición de riesgo que tienen las economías emergentes latinoamericanas en los mercados internacionales muestra una tendencia decreciente, tal como lo podemos apreciar en el gráfico de CDS. Al 2012 Colombia tiene una prima por incumplimiento que no supera los 150 puntos básicos y el mejor desempeño lo expone Chile.

Este escenario señala un momento propicio de la deuda soberana en el entorno global, y al igual que ocurrió en los dos años recientes, se augura mayor participación por parte del sector externo en el mercado de renta fija pública en la economía colombiana. Influenciado además por un contexto que predice que va a continuar las políticas monetarias laxas en las economías avanzadas, incluso podría haber mayores estímulos en caso de deteriorarse el marco internacional, generando diferenciales en las tasas (Banrep, 2012b; Corficolombiana, 2011b).

Esto sería favorable para dispersar la concentración de la tenencia de títulos en el mercado colombiano y liberar recursos hacia otros sectores, sería un logro importante en la diversificación

y en el resarcimiento del pecado original doméstico de deuda interna vaticinado para las economías emergentes.

En conclusión, la perspectiva es que existen variables consistentes que juegan a favor de mantener una economía estable y una tasa de inflación que se acerca a cumplir con los objetivos de largo plazo, esta podría estar amenazada en principio ante un mayor dinamismo de la demanda interna, por el afluente de recursos. Sin embargo, el emisor como garante de este objetivo, mantiene una política de riesgo moderado, lo que es muy válido en términos de prever los efectos negativos que se derivarían de mayores desbalances en el ámbito internacional, ya que nuestra economía no deja de ser vulnerable a las abruptas salidas de capitales y vaivenes del entorno.

Dentro del enfoque fiscal y sus alcances que fueron expuestos en el capítulo III, podría considerarse que si avanza el equilibrio propuesto dentro de la regla fiscal que converge hacia una senda decreciente anual del déficit en el balance fiscal estructural en el corto y mediano plazo, esto impactaría firmemente en la prima fiscal⁷⁶ que determina los rendimientos de los bonos en aquellos de mayor duración, combinado con esa percepción de riesgo país positiva.

El riesgo de mercado para el emisor está adherido al hecho de optar por una financiación local, y la variable de tasa de interés es un instrumento que estará a la disposición de la política monetaria ejecutada por el indelegable banco central.

Para el tenedor de los títulos persiste el riesgo de mercado en sus portafolios, el mayor problema reside en la alta concentración en estos instrumentos que podría devenir en contra de la estabilidad financiera tal como lo advierte el Banrep. La menor volatilidad reciente e incluso la que se estima se mantendrá en el contexto interno, aislando los fuertes choques adversos que en cualquier momento podrán acaecer, es el factor que mitigaría la cristalización del riesgo.

El tema clave vendría desde un mayor auge de los títulos públicos en medio de inversionistas extranjeros; la continuidad de equilibrar el financiamiento de la nación con otros instrumentos

⁷⁶ Bajo un panorama de deterioro fiscal, los tenedores de títulos exigirán mayor rentabilidad por tener exposición a un emisor más riesgoso. El deterioro fiscal impulsa el incremento en las tasas reales de los bonos del gobierno, lo que implica un encarecimiento del costo del endeudamiento.

como los Tes globales, lo que flexibiliza las emisiones a nivel interno e imprime liquidez para otro tipo de inversión por parte de los nacionales; generar menor presión a la deuda cumpliendo a cabalidad con la regla fiscal aprobada; y por último incorporar la modalidad de Multifondos en el mercado con mayor celeridad para promover la diversificación de las inversiones.

Bancolombia (2011b) estimó una proyección de las tasas de la curva de rendimientos de los títulos de deuda para los próximos 5 años, basadas en variables monetarias, expectativas inflacionarias y la condición fiscal, que vale la pena mostrar como pronóstico.

Tabla 10. Proyección curva de rendimientos - Tes tasa fija

		Actual*	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tasas Nominales	TES 2yn	5,69%	5,93%	5,12%	5,20%	5,15%	5,21%	4,98%
	TES 5yn	6,41%	6,29%	6,18%	6,45%	6,49%	6,74%	6,42%
	TES 10yn	7,18%	6,90%	7,22%	7,49%	7,54%	7,79%	7,46%
	TES 15yn	7,40%	7,11%	7,29%	7,58%	7,63%	7,89%	7,55%
Tasas reales	TES 2yr	2,34%	2,68%	1,70%	1,90%	2,00%	2,20%	2,10%
	TES 5yr	3,04%	3,02%	2,73%	3,11%	3,30%	3,68%	3,50%
	TES 10yr	3,79%	3,63%	3,73%	4,12%	4,31%	4,70%	4,51%
	TES 15yr	4,00%	3,83%	3,80%	4,20%	4,40%	4,80%	4,61%

Fuente: Bancolombia con datos del Banrep, SEN, Superfinanciera, Ministerio de Hacienda.

* Promedio agosto de 2011 cifras al 31 de Agosto de 2011.

4.2.3. El choque de políticas

Una de las conclusiones de las cuales se parte a raíz del riesgo de mercado que se desarrolló en los párrafos anteriores, es que cuando aumenta el nivel de financiamiento público en el entorno doméstico y existe una alta concentración en la tenencia de títulos por parte del sector financiero, surge una disyuntiva en el corto plazo entre los objetivos de política monetaria, la estabilidad financiera y la gestión del financiamiento soberano.

Desde 2001 la política monetaria en Colombia se conduce bajo el esquema de metas de inflación, el Banco de la República para cumplir con esta meta, utiliza como su principal instrumento las operaciones de mercado abierto –OMAS– de contracción o expansión, a través de las cuales suministra (contrae) liquidez al mercado a partir de la compra (venta) de títulos de deuda del

gobierno. Por lo tanto, la deuda pública es la herramienta principal para hacer política monetaria y cuando se emite deuda se incide en el qué hacer de esta política⁷⁷.

El cumplimiento de la tarea en titularidad del Central, implica también el mantenimiento de la estabilidad financiera, ya que ésta está ligada con el balance en los precios de un conjunto de activos y sus determinantes, y la buena conducción en el funcionamiento del mercado y la disponibilidad de crédito, por ello es coherente que el Banrep sea un garante de la armonía financiera.

El dilema surge cuando el Banco Central en función de la inflación objetivo, con el instrumento de tasa de interés afecta la liquidez en el mercado. El incremento en las tasas desvaloriza los Tes y dado que los intermediarios financieros transan en su mayoría en el mercado colombiano con títulos de deuda como principal instrumento de renta fija, si estos no cuentan con el capital suficiente para absorber las pérdidas que se causan, van a generar inestabilidad en el sistema financiero.

Estas consideraciones de estabilidad financiera que debe tener la autoridad monetaria y las consecuencias que ello implica, pueden restringir sus acciones y generar un riesgo inflacionario. Por lo que se entra a encausar un conflicto en el caso que se requiera hacer política monetaria estricta, se produce un desalineamiento (*misalignment*) entre la política monetaria y la estabilidad financiera.

Por esto, es imprescindible una política monetaria que utilice no solo el instrumento de las tasas de interés para controlar la inflación, sino también evalúe de manera coordinada con la política fiscal otros mecanismos para abordar las causas que inciden en este tipo de fenómenos.

En una condición no extrema el Banco Central cuenta con algunas herramientas que limitan la incidencia de la exposición al riesgo de mercado como son (Vargas, 2005):

⁷⁷ Con el objetivo de otorgar mayor discrecionalidad al Banco de la República en el manejo de la política monetaria, por medio de la reforma financiera llevada a cabo en 2009, se eliminó la restricción que pesaba sobre el Banco desde 1999, la cual lo limitaba a realizar OMA exclusivamente con títulos de deuda pública. Por tanto, actualmente él puede efectuar sus operaciones monetarias con DRNCE, títulos del Banco, títulos de deuda pública o con los títulos que autorice la Junta Directiva. En este marco normativo la JDBR en enero de 2010 autorizó la intervención del Banrep en el mercado monetario con sus propios títulos. La Resolución Externa No. 2 de 2012 del Banrep, reglamentó la emisión de títulos propios, como instrumento adicional destinado a regular la liquidez del sistema.

- El incremento en tasas de interés puede estar acompañado por una intervención en el mercado cambiario. Cuando la intervención esterilizada es efectiva, el incremento en la tasa de interés puede ser menor. Igual no siempre los movimientos cambiarios podrán ser compensados en su totalidad por compra de Tes y el incremento en tasas tendrá su efecto en el mercado.
- Si la afectación en los precios de los Tes es lo suficientemente grande y el efecto en las hojas de balance de las instituciones financieras es severo, las autoridades pueden permitir a los intermediarios financieros temporalmente dejar de valorar a precios de mercado una parte de sus portafolios, siempre y cuando las siguientes condiciones se cumplan (2005:18):
 - *El choque es percibido como temporal y exógeno (por ejemplo, no ligado a las condiciones fiscales domésticas).*
 - *La deuda pública debe ser considerada sostenible, es decir, que debe esperarse que el gobierno será capaz de honrar sus deudas.*
 - *Algunas (posiblemente grandes) pérdidas deben permitirse. De otra forma, se pueden provocar problemas de riesgo moral que desemboquen en una sobre exposición de las instituciones financieras a la deuda pública en el futuro.*

Este conflicto de intereses entre el costo del endeudamiento y la estabilidad de los precios, requiere la coordinación permanente entre el Ministerio y el Banco de la República, ello ayuda a asegurar que la estabilidad de precios sigue siendo la prioridad del Banco y a reforzar la confianza del mercado en el compromiso de las autoridades con los principios del mercado pese al solapamiento de responsabilidades, sin embargo, ello no implica que estos efectos no se generen pero causa menor volatilidad en el sistema.

Dos aspectos destacables en el ámbito colombiano son: primero estas dos instituciones en temas técnicos y operacionales tienen una importante interacción a través de la Tesorería y han venido interrelacionando con mayor fluidez; y segundo existe una clara independencia y autonomía política del Banco Central respecto al gobierno nacional, y persiste la credibilidad del mercado frente a la consecución del objetivo monetario por parte de la autoridad, lo que se ha traducido en tasas de inflación relativamente bajas y estables. Y estas tasas de inflación bajas, han sido

estimulantes en una perspectiva de largo plazo del mercado de bonos y el desarrollo de un mercado de capitales que 20 años atrás era impensable.

4.3. Conclusiones

El riesgo de liquidez y de mercado, fueron los riesgos financieros expuestos en este capítulo como eventos a los cuales una nación se expone ante la incursión en el mercado doméstico para financiar al sector público, y son la consecuencia natural de ingresar a un encuadre financiero diverso y complejo propio de cualquier evolución.

Colombia alcanzó bajo unos parámetros generales inyectarle liquidez al mercado de deuda pública y continúa diseñando estrategias y perfeccionando el engranaje normativo y operativo en búsqueda de tener un mercado más eficiente de acuerdo a sus limitaciones, lo que da muestra de que realmente se ha adoptado una política de gestión de deuda. Muy fehaciente cuando a lo largo de este compendio documental, vemos un avance progresivo en lo que antes era solo un rubro denominado endeudamiento.

Pero un mercado sin tanta madurez como el colombiano, que presenta deficiencias en su estructura, conduce a tener riesgos.

- En el aspecto de liquidez, podemos apreciar que los instrumentos hoy en día tienen una mayor transaccionalidad y diferenciales estrechos entre los precios de compra y de venta, lo que no da muestra de mayor grado de iliquidez en los papeles. Pero este mercado sí contiene dos factores determinantes del riesgo de liquidez, el primero una alta concentración en el proveedor de recursos, que son, los fondos de pensión, los bancos comerciales y las sociedades fiduciarias y aunque no fue analizado en este capítulo los otros grandes tenedores de títulos, si vale la pena nombrar que es el mismo sector público que reinvierte sus *excedentes*. Lo que nos conduce a afirmar que la base inversora permanece estrecha y sesgada en un mismo segmento, constituyéndose en una alerta para la estabilidad de la financiación.

Por otro lado tenemos la baja dispersión en los vencimientos. El corto y mediano plazo (hasta 5 años) son los predominantes en el perfil de los títulos de deuda, la excesiva dependencia sobre

todo en el corto plazo, expone la viabilidad de las renovaciones de deuda ante cambios en el signo de los flujos o *stress* en el mercado.

- Es consistente el riesgo de mercado motivado por las oscilaciones en las tasas de intervención, tanto para el emisor por incrementos en los costos, como para el sector financiero como tenedor dominante. El incremento de títulos en los portafolios y la adquisición de activos con mayor duración principalmente en los fondos de pensiones y cesantías, son los factores que aumentan y mantienen este riesgo, el cual no se ha materializado en los últimos dos años por la aliciente baja volatilidad del mercado.

- La materialización del riesgo de mercado y el riesgo de liquidez exhiben una correlación según los eventos en el año 2006 y 2008. La ampliación en los *spread* que refleja la iliquidez del mercado, fue paralela con el aumento en la volatilidad y la desvalorización en los portafolios de los activos de deuda pública.

- A partir de un incremento en el endeudamiento público en el mercado local y bajo la denominación del peso colombiano, se vislumbra una relación de conflicto entre los objetivos de estabilidad monetaria y financiera y los objetivos del orden fiscal en el corto plazo, ya que una orientación de política particular en búsqueda del objetivo inflacionario puede generar consecuencias no deseables en los otros frentes. Este condicionante es una constante, fue más agresivo entre 2006 y 2008 y con menores impactos posteriores por una política monetaria laxa que valorizó los títulos; pero en momentos coyunturales el central entrará a defender su gestión monetaria.

- Un crecimiento económico sostenido, una política monetaria con resultados efectivos y una política fiscal más definida y con mejor desempeño, han sido el caparazón para que no se materialice el riesgo de mercado.

- Bajo el actual sistema de financiación de la Nación, las consecuencias en un caso extremo de no pagar la deuda o de dar indicios de inestabilidad son muy superiores a las del pasado, incluso con un impacto social mucho más adverso. Hace una década el plan B fue volcarnos a la financiación local ante los obstáculos del sector externo y otras variables, hoy la posición contraria no se

facilitaría. Ello implica que los *market makers* de política pública y gestores de esta, enfrentan una serie de lastres que exigen mayores esfuerzos y disciplina evitando las reacciones fuertes y en masa, la consolidación del aparato fiscal estable y equilibrado es la esencia.

ADROITPDF TRIAL

CAPITULO V. CONCLUSIONES FINALES Y RECOMENDACIONES

Esta investigación tuvo como objetivo analizar el esquema de endeudamiento público del gobierno nacional central colombiano en la última década, con el fin de determinar el riesgo financiero vinculado a la pesificación de la misma. De manera transversal era necesario establecer cuales fueron los efectos suscitados a partir de esta reconversión en el mecanismo de endeudamiento y su concurrencia en aras de mitigar las adversidades que para finales de los noventa estaban condenando las finanzas de la nación.

Al respecto la primera contribución de este trabajo fue poder caracterizar y recapitular los acontecimientos claves que incidieron en un cambio de políticas de financiamiento, mostrando que mas allá de una situación financiera internacionalmente catastrófica, la decisión política y la necesidad de adaptación a un cambio macro estructural en diversos ámbitos económicos y financieros, marcaron un hito para concebir el endeudamiento como una verdadera herramienta financiera. Compartiendo la idea de que la crisis tanto en el contorno externo y/o interno es el principio para darle un revolcón a las estructuras tradicionales, en este caso la financiación pública.

Bajo esta misma línea de observación en toda una década, con gran satisfacción se advierte un progreso significativo del mercado de deuda pública colombiano, el cual pasó a ser un referente importante en la región Latinoamericana, destacado por una serie de autores en el entorno mundial que convalidan el avance progresivo de los instrumentos, las estrategias y la profundización del mercado, robusteciendo el sistema financiero.

Evidentemente el encause de este patrón de apalancamiento mitigó los riesgos a los que estaba expuesta la nación ante la volatilidad en el flujo de capital externo, y tanto el país como la región, han mostrado ser menos proclives a los efectos de la inestabilidad internacional.

Además de otros factores de corte monetario, cambiario y regulación financiera, con base en la recapitulación teórica y evolutiva de la deuda, puedo concluir que el esquema de financiación sostenido en una fuente doméstica y principalmente el despegue del mercado de bonos públicos y su consecuente influencia en el resto del mercado de capitales, es un modelo que ofreció una capa

protectora a los fenómenos de *sudden stop* presentes en la reciente crisis originada en los países desarrollados.

Como se observó en la evolución del producto interno del país, mientras los efectos en el año 1999 convergieron a un crecimiento negativo sin precedentes en la historia y el despliegue de la economía en general tenía fluctuaciones grandes que dependían de las condiciones externas y tímidamente había un flujo de recursos a nivel doméstico; las turbulencias que se han desplegado en los últimos años fueron remesones que desaceleraron los niveles y que requirieron la intervención inmediata de los agentes monetarios y fiscales, pero no produjeron efectos tan perversos como en el pasado, a pesar de la condición de lasitud y volatilidad que ostenta el país como emergente latinoamericano, incluso para la década que termina observamos un PIB mas estable con un crecimiento que promedió el 4,15%. Dos escenarios cambiantes y complejos que en parte estuvieron influenciados por las políticas de endeudamiento adoptadas. Ambiciosamente podría sintetizarse que la estructura de la deuda actual en Colombia imprimió mayor estabilidad.

La presunción primaria del término pecado original de Eichengreen y Hausmann hacia finales del siglo pasado, pudo ser revertida (mas no eliminada) al lograr posicionar los títulos gubernamentales internamente para la financiación, e incluso emitir títulos denominados en moneda doméstica en la plaza internacional (Tes globales), con una acogida representativa que se sostiene hasta nuestros días.

Estimo que las políticas públicas fiscales y monetarias conservadoras trazadas en estos 10 años, fueron una política acertada que recuperó una variable perdida por varios años, como fue la confianza en el país, lo que motivó e impulsó el mercado de deuda. Las decisiones de política fiscal adoptadas son un ancla para la construcción de un mercado de deuda mas profundo y transparente. Los *papers* que soportaron la investigación y el aporte de los expertos, coincidieron en afirmar que la sostenibilidad fiscal es el motor para el desarrollo del mercado de deuda pública y para que sus efectos sean trasladados al mercado de capitales de manera más integral, como realmente son dimensionados los instrumentos libres de riesgo. Se concerta que parte de los escaños pendientes por construir alrededor de la deuda, están vinculados a los logros fiscales planteados a partir de las reformas elaboradas y las metas planificadas en el corto, mediano y largo plazo.

En segundo lugar, trasladándonos al eje de la investigación, las consideraciones se centran en asentar que existen fuentes claves de vulnerabilidad en la estructura de financiación actual, que se traducen en riesgo de mercado y riesgo de liquidez.

Tomando como premisa el nivel de información al que se puede llegar bajo esta investigación de tipo académica, en términos de volumen transaccional y el grado de negociación en el mercado, los papeles públicos presentan hoy en día un importante nivel de liquidez, no exhibiendo dificultades en el corto plazo para mantener este estado.

Pese a ello, los instrumentos financieros de la deuda pública presentan vencimientos concentrados en el corto y mediano plazo (máximo de 5 años), incurriendo en la vertiente que posteriormente se gestó en torno al pecado original, es decir, el pecado original doméstico. El estudio de Mehl & Reynaud (2005), concluyó que una de las premisas de factor de riesgo es el tiempo en los vencimientos, transponiendo fragilidad al mercado. El otro factor crítico es que la demanda de bonos está sesgada en el sector financiero (bancos comerciales, sociedades fiduciarias y administradoras de fondos de pensiones y cesantías), lo que implica para el emisor estar sometido a un grupo de participantes que pueden ejercer presión en el precio de los títulos, aumentando los costos en las nuevas colocaciones o en la renovación de la deuda, operación habitual en la gestión pública dada la inmediatez en los vencimientos.

La dominancia en la tenencia de títulos por parte del sistema financiero, significa que sus portafolios contienen un gran porcentaje de estos papeles, lo que los expone a las variaciones en las tasas de interés y una pérdida por valoración por la menor diversificación.

Este riesgo de mercado es más tangible que el riesgo de liquidez y ha tendido a incrementar, primero porque se ha acentuado la demanda hacia este tipo de papeles y segundo porque entidades como los fondos de pensiones recientemente han alternado por bonos con mayor duración.

La menor volatilidad en el mercado de deuda pública transcurrida entre 2009 – 2012, ha sido el bastión para que no se materialice este riesgo.

Es indiscutible bajo el enfoque de este documento, que la gestión de deuda implementada en estos años, los cambios institucionales, normativos, la concepción de administrar la deuda nacional y la visión que se tiene de esta, fueron y serán claves para su permanente desarrollo. Pero la estructura de deuda puesta en escena presenta riesgos financieros y no descansa bajo la situación ideal, tiene un importante camino por recorrer conducente a la sostenibilidad y esperamos que en el corto plazo pueda invertirse parte de los efectos adversos detectados.

Recomendaciones para posibles investigaciones

Dentro del marco de análisis realizado, considero importante explorar en primer lugar el grado de desplazamiento que ejerce el desarrollo del mercado de deuda pública y su estado avasallador sobre la emisión del sector privado, cuyos resultados son totalmente empobrecedores, afectando el sistema financiero cuando lo examinamos de manera sistémica. Siendo necesario aun más en la actual circunstancia en donde se abrieron las puertas a la emisión de títulos por parte del Banco Central como mecanismo de esterilización (contracción monetaria).

En segundo lugar y haciendo reticencia a lo expuesto por el órgano de control fiscal de nuestro país, podría auscultarse frente a la mayor inversión en instrumentos financieros públicos como los Tes, por parte de las entidades del orden nacional que cumplen con funciones de carácter social, desplazando la inversión en el sector propio de su funcionalidad, tales como salud, agro, vivienda, niñez entre otros.

Con mejor disponibilidad de herramientas financieras sería interesante ahondar más en el riesgo de liquidez del mercado de deuda pública, ya que es un tipo de riesgo poco diagnosticado en este ámbito público.

BIBLIOGRAFÍA

- ACEVEDO Paloma, ALBEROLA Enrique & BROTO Carmen. (2008). Local debt expansion and vulnerability reduction: an assessment for six crisis-prone countries. *En: Bank for International Settlements. New financing trends in Latin America: a bumpy road towards stability.* N°36. Páginas 88-109. Consultado: 20 de abril de 2011. www.bis.org/publ/bppdf/bispap36d_es.pdf
- ANIF & DECEVAL. (2010). Sobre la renta fija corporativa en Colombia. *En: Enfoque del mercado de capitales, edición N°41, marzo 15 de 2010.* Consultado: 19 de abril de 2012. http://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Gestion_Corporativa/Enfoque/2010/Enfoque41-10.pdf.
- AVELLA Gómez Mauricio. (2003). Antecedentes históricos de la deuda colombiana. El papel amortiguador de la deuda pública interna durante la gran depresión, 1929-1934. *Borradores de economía, Banco de la República N°270.* Consultado: 24 de enero de 2012. www.banrep.gov.co.
- AVELLA Gómez Mauricio. (2006). El acceso de Colombia al financiamiento externo durante el siglo XX. Una síntesis. *Borradores de economía, Banco de la República N°387.* Consultado: 16 de julio de 2010. www.banrep.gov.co.
- BACHELLERIE Adeline & BERTRAND Couillault. (2005). Sostenibilidad de la deuda pública y crisis de los países emergentes: presentación de los conceptos e instrumentos de diagnóstico. *En: Boletín del CEMLA, volumen LI N°4, Octubre – Diciembre 2005.* Páginas 171-184. Consultado: 14 de octubre de 2010. http://www.cemla.org/PDF/boletin/PUB_BOL_LI04.pdf
- BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO - BID. (2006) ¿Auge de los mercados de bonos? *En: Revista IDEA del Departamento de Investigación del BID, volumen 10 Mayo – agosto.* Páginas 3 - 5. Consultado: 13 de mayo de 2011. <http://www.iadb.org/articulos/2006-09/spanish/auge-de-los-mercados-de-bonos-3302.html>.
- BARRO Robert J & VITTORIO Grilli. (1997). *Macroeconomía: teoría y política.* Madrid: McGraw Hill Interamericana de España.
- BANCO DE LA REPÚBLICA. (2005 – 2011b). Reportes de estabilidad financiera entre 2005 y 2011. Consultado: 5 de abril de 2012. http://www.banrep.gov.co/publicaciones/pub_es_fin.htm
- BANCO DE LA REPÚBLICA, MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO, DEPARTAMENTO NACIONAL DE PLANEACIÓN - COMITÉ TÉCNICO INTERINSTITUCIONAL. (2010). Regla fiscal para Colombia. Consultado: 20 de enero de

- 2012.<http://www.minhacienda.gov.co/portal/page/portal/MinHacienda/haciendapublica/CentroEstudios/publicaciones/REGLA%20FISCAL%20FINAL.pdf>
- BANCO DE LA REPÚBLICA. (2011). Estadísticas sobre deuda pública. *En: Boletines sobre deuda pública, N°38*. Consultado: 10 de enero de 2012. http://www.banrep.gov.co/informes-economicos/ine_bol_deupu.htm
- BANCO DE LA REPÚBLICA. (2012). Reporte de estabilidad financiera Marzo 2012. *En: Reporte de estabilidad financiera*. Consultado: 1 de junio de 2012. http://www.banrep.gov.co/publicaciones/pub_es_fin.htm
- BANCO DE LA REPÚBLICA. (2012b). Informe sobre inflación Marzo 2012. *En: Informes de inflación*. Consultado: 1 de junio de 2012. http://www.banrep.gov.co/publicaciones/jd_info_infla.htm
- BANCOLOMBIA, Dirección de Investigaciones y Estrategias. (2003). Deuda pública: Actualidad y perspectiva 2003. *En: Investigaciones económicas - deuda pública*. Consultado: 9 de enero de 2010. <http://investigaciones.bancolombia.com/inveconomicas/home/homeinfo.aspx>
- BANCOLOMBIA, Dirección de Investigaciones y Estrategias. (2005). Deuda pública: Actualidad y perspectiva 2005 - 2006. *En: Investigaciones económicas - deuda pública*. Consultado: 9 de enero de 2010. <http://investigaciones.bancolombia.com/inveconomicas/home/homeinfo.aspx>
- BANCOLOMBIA, Dirección de Investigaciones y Estrategias. (2008). Deuda Pública 2008: reflexiones sobre su composición. *En: Investigaciones económicas - deuda pública*. Consultado: 9 de enero de 2010. <http://investigaciones.bancolombia.com/inveconomicas/home/homeinfo.aspx>
- BANCOLOMBIA, Dirección de Investigaciones y Estrategias. (2009). Deuda pública 2009. *En: Investigaciones económicas - deuda pública*. Consultado: 9 de enero de 2010. <http://investigaciones.bancolombia.com/inveconomicas/home/homeinfo.aspx>
- BANCOLOMBIA, Dirección de Investigaciones y Estrategias. (2010). Desarrollo del mercado de capitales: condiciones y elementos determinantes. *En: Investigaciones económicas y estrategias - informe de proyecciones*. Consultado: 2 de febrero de 2012. <http://investigaciones.bancolombia.com/InvEconomicas/sid/19657/20100100810092064.pdf>
- BANCOLOMBIA, Dirección de Investigaciones y Estrategias. (2010b). Deuda pública 2010: Hacia un nuevo andamiaje institucional de las finanzas públicas en Colombia. *En:*

- Investigaciones económicas - deuda pública*. Consultado: 2 de febrero de 2012.
<http://investigaciones.bancolombia.com/InvEconomicas/home/homeinfo.aspxf>
- BANCOLOMBIA, Dirección de Investigaciones y Estrategias. (2011). Informe de proyecciones macroeconómicas 2011 - 2017. *En: Investigaciones Económicas y Estrategias - informe de proyecciones*. Consultado: 10 de mayo de 2012.
<http://investigaciones.bancolombia.com/InvEconomicas/sid/24026/20110100609145721.pdf>
- BANCOLOMBIA, Dirección de Investigaciones y Estrategias (2012). Informe Anual Mercado de Capitales. *En: Investigaciones Económicas y Estrategias*. Consultado: 18 de abril de 2012.
<http://incp.org.co/Site/2012/info/archivos/635a.pdf>
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONAL –BIS– Committee on the Global Financial System CGFS. (1999). How should we design deep and liquid markets? The case of government securities. *En: CGFS Publicación N° 13, octubre*. Consultado: 13 de Enero de 2012.
<http://www.bis.org/publ/cgfs13.pdf>
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONAL –BIS– Basel Committee on Banking Supervision BCBS. (2000). Sound Practices for Managing Liquidity in Banking Organisations. *En: BCBS Publicación N° 69, febrero*. Consultado: 13 de Enero de 2012.
<http://www.bis.org/publ/bcbs69.htm>
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONAL –BIS– Comité Sobre El Sistema Financiero Global CGFS. (2007). Estabilidad financiera y mercados de bonos en moneda local. *En: CGFS Publicación N°28, junio*. Consultado: 4 de noviembre de 2010.
http://www.bis.org/publ/cgfs28_es.pdf
- BLANCHARD Olivier & PÉREZ Enri Daniel (2000). *Macroeconomía: Teoría y política económica con aplicación a América Latina*. Buenos Aires: Prentice Hall Iberia.
- BODIE Zvi, KANE Alex & MARKUS Alan. (2002). *Principios de inversión* (5ta edición). Madrid: McGraw Hill Interamericana de España.
- BOLIVAR Miguel. (2002). *Manual de finanzas públicas*. Buenos Aires: Facultad de Ciencias Sociales y Económicas de la UCA.
- BORENSZTEIN Eduardo, EICHENGREEN Barry & PANIZZA Ugo. (2006). Building bond markets in Latin America. *Working paper February, Risk Management Research Center University of California, Berkeley*. Consultado: 06 de junio de 2010.
http://emlab.berkeley.edu/~eichengr/research/build_bond_mkt_LA.pdf

- BORENSZTEIN Eduardo, LEVY Yeyati Eduardo & PANIZZA Ugo (Coord.) BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO - BID. (2007). *Vivir con deuda. Cómo contener los riesgos del endeudamiento público: progreso económico y social en América Latina*. Washington, DC: IDB Bookstore. Consultado: 20 de junio de 2010. <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=1582216>
- CABALLERO Argaez Carlos. (2002). Una nota sobre la evolución, la estructura de la deuda pública, y su implicación en el sistema financiero colombiano. *Borradores de economía, Banco de la República N°200*. Consultado: 29 de febrero de 2012. www.banrep.gov.co
- CALVO Guillermo. (1998). Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stop. *En: Journal of applied economics. Volumen I N°1*. Páginas 35-54. Consultado: 06 de junio de 2010. <http://www.cema.edu.ar/publicaciones/download/volume1/calvo.pdf>
- CALVO Guillermo, IZQUIERDO Alejandro & MEJÍA Luis Fernando. (2004). On the empirics of sudden stops: the relevance of Balance-Sheet Effects. *NBER Working Paper 10520, mayo*. Consultado: 13 de marzo de 2012. <http://www.nber.org/papers/w10520>
- CLAVIJO Vergara Sergio. (2001). Viabilidad de la deuda externa colombiana. *Borradores de economía, Banco de la República N°179*. Consultado: 29 de febrero de 2012. www.banrep.gov.co
- CLAVIJO Vergara Sergio, JANNA Gandur Michel, MUÑOZ Trujillo Santiago. (2004). La Vivienda en Colombia: sus determinantes Socio-Económicos y Financieros. *Borradores de economía, Banco de la República N°300*. Consultado: 1 de marzo de 2012. www.banrep.gov.co
- CLEMENTS Benedict & KAMIL Herman. (2009). Are Capital Controls Effective in the 21st Century? The Recent Experience of Colombia. *Working paper IFM WP/09/30, febrero*. Consultado: 17 de mayo de 2012. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0930.pdf>
- CONSEJO SUPERIOR DE POLÍTICA FISCAL. (2002). La Deuda Pública Colombiana: Definiciones, Estadísticas y Sostenibilidad. *Documento Asesores 2 de 2002*. Consultado: 19 de marzo de 2012. <http://www.minhacienda.gov.co/MinHacienda/haciendapublica/politicafiscal/actasconfis/2002>
- CONSEJO SUPERIOR DE POLÍTICA FISCAL. (2005). Estrategia de financiamiento del gobierno nacional central. *Documento Asesores 11 de 2005*. Consultado: 16 de abril de 2012. Bogotá: <http://www.minhacienda.gov.co/MinHacienda/haciendapublica/politicafiscal/actasconfis/2005>

- CONTRALORÍA GENERAL DE LA REPÚBLICA. (Desde 2000 a 2010). *Situación de la deuda pública Colombiana, emisiones desde 2000 hasta 2010*. Bogotá: Imprenta nacional
- CORFICOLOMBIANA. (2007). Metodología de Cálculo – Índice de Deuda Pública Interna. Consultado: 23 de abril de 2012. <http://www.corficolombiana.com.co/WebCorficolombiana/Repositorio/archivos/archivo111.pdf>
- CORFICOLOMBIANA. (2011). Informe de Renta fija pública. Consultado: 4 de enero de 2012. <http://www.corficolombiana.com/WebCorficolombiana/paginas/documento.aspx?idd=2157&idr=2254>
- CORFICOLOMBIANA. (2011b). Perspectivas 2012: Bancos centrales al rescate Consultado: 26 de enero de 2012. <http://www.corficolombiana.com/Webcorficolombiana/Repositorio/archivos/archivo1295.pdf>
- CORREVAL S.A. (2012). Colombia: Situación Actual y Perspectivas Económicas. En: *Investigaciones Económicas Correval*. Consultado: 26 de mayo de 2012. <https://www.correval.com/...economicos/...colombiana-situacion-actu>.
- CROUHY Michel, GALAI Dan & MARK Robert. (2006). *The essentials of risk management*. New York: McGraw Hill
- DE GREGORIO R. José. (2007). *Macroeconomía: teoría y políticas*. México: Pearson Education
- ECHEVERRY Juan Carlos, NAVAS Verónica, GÓMEZ María paula. (2008). Promoviendo el desarrollo del Mercado de capitales en Colombia: Hoja de ruta. Documento elaborado para BRC Investor Services con ocasión de la celebración de sus diez años de labores. Este documento ha sido auspiciado por la CEPAL. Consultado: 11 de abril de 2012. http://brc.com.co/inicio.php?Id_Categoria=257
- EICHENGREEN Barry, HAUSMANN Ricardo. (1999). Exchange Rates and Financial Fragility. *NBER Working Paper 7418, noviembre*. Consultado: 13 de marzo de 2012. <http://www.nber.org/papers/w7418>
- EICHENGREEN Barry, HAUSMANN Ricardo & PANIZZA Ugo. (2003). The Mystery of Original Sin. Consultado: 13 de marzo de 2012. <http://emlab.berkeley.edu/~eichengr/research/osmysteryaug21-03.pdf>
- FERNÁNDEZ. A Gabriela. (2007). Estrategias de Gestión de Deuda Pública. En: *publicaciones Banco Central de Ecuador* Consultado: 3 de mayo de 2012.

- <http://www.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Cuestiones/XXII-III-06FERNANDEZ.pdf>
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2001). Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas. Consultado: 30 de octubre de 2011. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfs/manual/esl/pdf/all.pdf>
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. (2003) ¿Es demasiado grande la deuda pública de los mercados emergentes? *En: Estudios económicos y financieros. Perspectivas de la economía mundial. Septiembre 2003.* Pagina. 127 – 169. Consultado: 8 de marzo de 2011 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2003/02/index.htm>
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. (2004). Global Financial Market Development. *Global Financial Stability Report Market Developments and Issues, septiembre de 2004.* Pagina 8 – 80. Consultado: 18 de enero de 2010. Washington: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2004/02/index.htm>
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL & BANCO MUNDIAL (2002). Directrices para la gestión de la deuda pública. *En: Investigación de FMI y del BM.* Consultado: 13 de enero de 2012. <http://www.imf.org/external/np/mae/p/debt/2002/esl/112102s.htm>
- GÓMEZ Restrepo Carolina, JARA Pinzón Diego & MURCIA Pabón Andrés. (2006). Impacto de las operaciones de los Fondos de Pensiones Obligatorias en los mercados financieros colombianos. *Borradores de economía, Banco de la República N°406.* Consultado: 9 de abril de 2012. www.banrep.gov.co
- GUIGALE Marcelo M, OLIVIER Lafourcade & CONNIE Luff. (2002). *Colombia: fundamentos económicos de la paz.* Washington: alfaomega.
- HAUSMANN Ricardo & PANIZZA Ugo. (2003). On the Determinants of Original Sin: An Empirical Investigation. *En: Journal of International Money and Finance N° 22.* Página 957-990. Consultado: 21 de marzo de 2012. http://www.elsevier.com/wps/find/S04.cws_home/main
- JORION Philippe. 2007. *Financial Risk Manager Handbook* (7a edición). New Jersey: Wiley Finance.
- LATIN FINANCE. (2011). Best Local Currency Financing 2010. Artículo virtual de la revista. Consultado: 1 de marzo de 2012. <http://www.latinfinance.com/article/2739243/best-local-currency-financing.html>

- LOZANO Espitia Luis Ignacio (2002). Dinámica y características de la deuda pública en Colombia: 1996 –marzo de 2002. *Borradores de economía, Banco de la República N°211*. Consultado: 26 de enero de 2012. www.banrep.gov.co
- MAIGUASHCA Ana Fernanda. (2005). Colombian issuance of local currency debt abroad: some notes on the opportunities and challenges in the current juncture. *Documento preparado para la XX Reunión del BID de la Red Latinoamericana de Bancos Centrales y Ministerios de Finanzas, octubre*. Consultado: 10 de abril de 2011. http://www.iadb.org/res/centralbanks/publications/cbm40_303.pdf
- MEHL Arnaud. & REYNAUD Julien. (2005). The determinants of domestic original sin in emerging market economies. *Working Paper Series 560 European Central Bank*. Consultado: 21 de marzo de 2012. <http://www.ecb.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp560.pdf>
- MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO – Dirección General De Crédito Público y Del Tesoro Nacional. (De 2001 a 2010). Informe anual de la administración de la deuda pública, desde 2001 hasta 2010. *En: Información estadística de la deuda*. Consultado: 10 de enero de 2010 y 4 de enero de 2012. <http://www.minhacienda.gov.co/irc/es/info-deudapublica/infoestadistica/infoanual>
- MINISTERIO DE HACIENDA DE CHILE. (2009). Informe anual fondos soberano de 2008. Consultado: 12 de julio de 2010. <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/informe-anual.html>
- MOHANTY Madhusudan. (2002). Improving Liquidity in Government Bond Markets: What can be done? *En: BIS papers, No. 11, junio*. Página: 49 - 80. Consultado: 13 de enero de 2012. <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap11.htm>
- PARRA Clara Elena & SALAZAR Natalia. (2000). La crisis financiera y la experiencia internacional. *En: Boletín de divulgación económica Departamento Nacional de Planeación DNP N°1, Enero*. Consultado: 8 de febrero de 2012. Bogotá: <http://www.dnp.gov.co/EstudiosEconomicos/Boletinesdedivulgaci%C3%B3necon%C3%B3mica.aspx>
- REINHART Carmen M., ROGOFF S. Kenneth. & SAVASTANO Miguel A. (2009). La Intolerancia a la deuda. *En: El trimestre económico. Volumen. LXXVI (4), N°304*. Páginas 811-884. Consultado: 13 de junio de 2010. <http://www.carmenreinhart.com/espanol/>

- REINHART Carmen M., ROGOFF S. Kenneth. & SAVASTANO Miguel A. (2003). Debt intolerance. *Working Paper 9908*, agosto. Consultado: 13 de junio de 2010. Massachusetts: <http://www.nber.org/papers/w9908>
- REINHART Carmen M. & ROGOFF S. Kenneth. (2008). The Forgotten History of domestic debt. *Working Paper 13946*, abril. Consultado: 13 de junio de 2010. Massachusetts: <http://www.nber.org/papers/w13946>
- REVEIZ Herault Alejandro & LEÓN Rincón Carlos Eduardo. (2008). Índice representativo del mercado de deuda pública interna: IDXTES. *Borradores de economía, Banco de la República N°488*. Consultado: 10 de abril de 2012. www.banrep.gov.co
- REVEIZ Herault Alejandro & LEÓN Rincón Carlos Eduardo. (2008b). Administración de fondos de pensiones y Multifondos en Colombia. *Borradores de economía, Banco de la República N°506*. Consultado: 20 de mayo de 2012. www.banrep.gov.co
- REVEIZ Herault Alejandro, LEÓN Rincón Carlos Eduardo, LASERNA Juan Mario & MARTÍNEZ Ivonne. (2008). Recomendaciones para la modificación del régimen de pensiones obligatorias de Colombia. *Ensayos sobre política económica, Banco de la República, volumen 26, N° 56*. Consultado: 24 de mayo de 2012. www.banrep.gov.co
- RINCÓN Castro Hernán. (2010). Un análisis comparativo de reglas fiscales cuantitativas. *Borradores de economía N° 617*. Consultado: 17 de abril de 2012. www.banrep.gov.co
- RINCÓN Castro Hernán, RAMOS Forero Jorge Enrique & LOZANO Espitia Luis Ignacio. (2004). Crisis fiscal actual: diagnóstico y recomendaciones. *Borradores de economía, Banco de la República N°298*. Consultado: 24 de enero de 2012. www.banrep.gov.co
- ROJAS Ángela Milena. (2007). Deuda pública interna, patrón metálico y guerras civiles: interconexiones institucionales, la Colombia del siglo XIX. *En: Lecturas de Economía de la Universidad de Antioquia N° 67 julio - diciembre*. Páginas 195-224. Consultado: 2 de junio de 2010. <http://redalyc.uaemex.mx/src/inicio/ArtPdfRed.jsp?iCve=155216894007>
- RUBIO Mendoza Orlando, OJEDA Joya Jair & MONTES Uribe Enrique. (2003). Deuda Externa, inversión y crecimiento en Colombia, 1970 - 2002. *Borradores de economía, Banco de la República N°272*. Consultado: 20 de noviembre de 2009. www.banrep.gov.co
- SACHS Jeffrey & LARRAIN Felipe. (1993). *Macroeconomía en la economía global*. Naucalpan de Juárez: Prentice Hall.
- SAMPIERI H. Roberto, FERNÁNDEZ C. Carlos & BAPTISTA L. Pilar. (1997). *Metodología de la Investigación*. Atlacomulco: Mc Graw Hill

- SERGE Jeanneau & TOVAR Camilo. (2008). Los mercados de bonos latinoamericanos en moneda local: una panorámica. *En: Bank for International Settlements. New financing trends in Latin America: a bumpy road towards stability. Número 36, mayo.* Páginas 46-64. Consultado: 10 de enero de 2010. www.bis.org/publ/bppdf/bispap36d_es.pdf
- SERGE Jeanneau & TOVAR Camilo. (2008b). Implicaciones de los mercados de bonos en moneda local para la estabilidad financiera: un resumen de los riesgos. *En: Bank for International Settlements. New financing trends in Latin America: a bumpy road towards stability. Número 36, mayo.* Páginas 1-23. Consultado: 1 de abril de 2011. http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap36e_es.pdf
- SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA (2010). Informe de gestión enero - diciembre de 2010. Consultado: 15 de marzo de 2012. <http://www.superfinanciera.gov.co/NuestraSuperintendencia/Infogestion2010.pdf>
- SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. (2010b). Actualidad del sistema financiero Colombiano a diciembre de 2010. Consultado: 21 de mayo de 2012. <http://www.superfinanciera.gov.co/ComunicadosyPublicaciones/comsectorfinanciero122010.pdf>
- SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. (2012). Actualidad del sistema financiero Colombiano a Marzo de 2012. Consultado: 21 de mayo de 2012. <http://www.superfinanciera.gov.co/ComunicadosyPublicaciones/comsectorfinanciero032012.pdf>
- SUVALOR Y CORFINSURA. (2003). Índice Representativo Del Mercado De Deuda Pública Interna (I-Tes). *Investigaciones Económicas.* Consultado: 10 de abril. <http://investigaciones.bancolombia.com/inveconomicas/informes/historico.aspx?td=18>
- TENJO Galarza Fernando & LOPEZ Enciso Enrique. (2002). Burbuja y estancamiento del crédito en Colombia. *Borradores de economía, Banco de la República N° 215.* Consultado: 21 de febrero de 2012. www.banrep.gov.co
- TERCEÑO G. Antonio. & GUERCIO M Belén. (2009). El mercado Argentino de renta fija ¿Inmerso en un profundo Pecado Original? *En: Boletín Económico de ICE N° 2970.* Pagina 51 – 72. Consultado: 20 de marzo de 2012. http://www.revistasice.com/cachepdf/BICE_2970_51__2C1C9DD2B00DB3A5670E87B64ECD5946.pdf

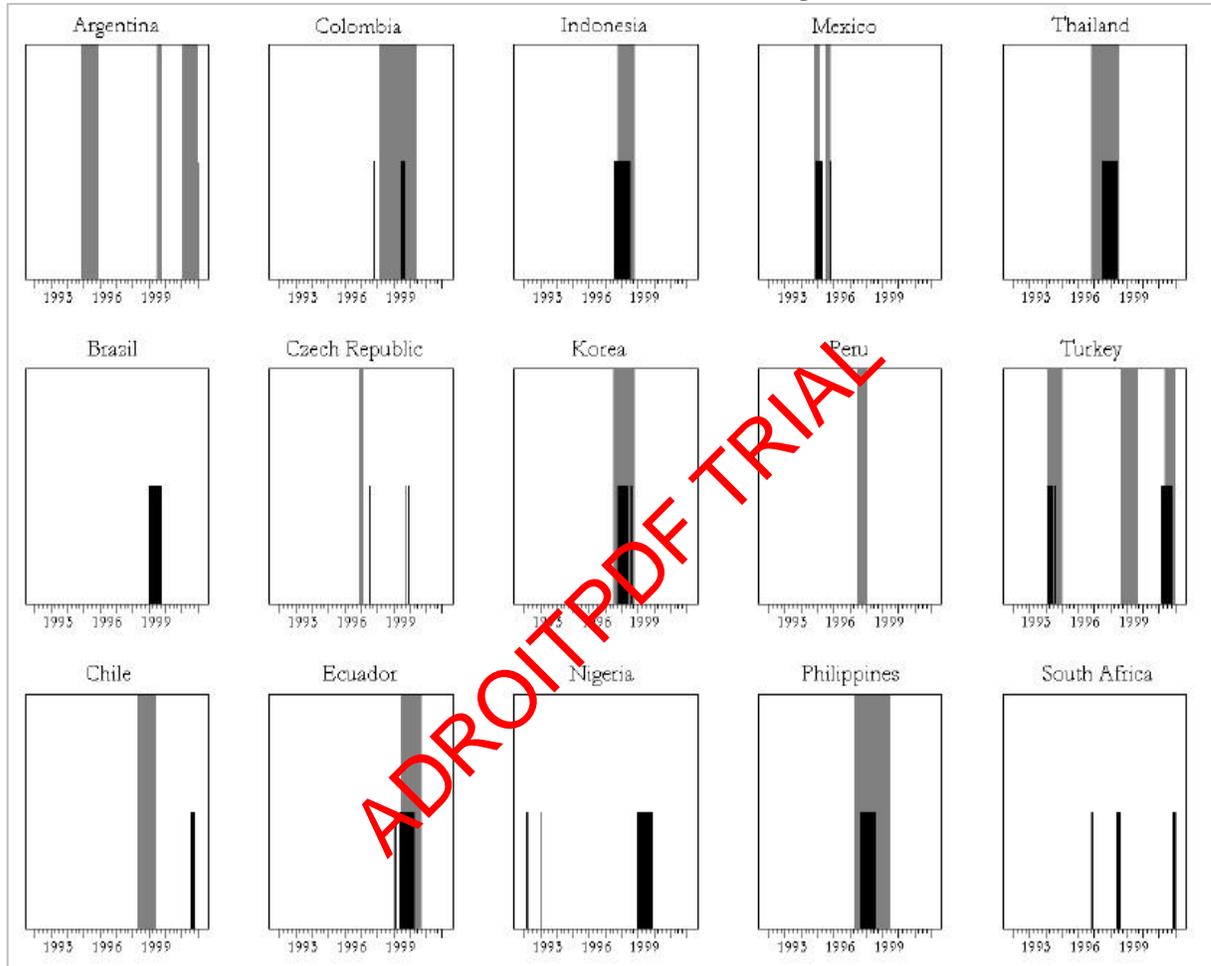
- TURNER Philip. (2002). Bond markets in emerging economies: an overview of policy issues. *En: BIS papers, N° 11, junio*. Pagina: 1–12. Consultado: 13 de enero de 2012. <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap11.htm>
- UNIVERSIDAD EXTERNADO DE COLOMBIA– FOGAFÍN. (2009). *Crisis financiera colombiana en los años noventa. Origen, resolución y lecciones institucionales*. Bogotá: Xpress Estudio gráfico y digital S.A
- URIBE Gil Jorge Mario. (2007). Caracterización del mercado accionario colombiano, 2001-2006: un análisis comparativo. *Borradores de economía, Banco de la República N°456*. Consultado: 10 de julio de 2010. www.banrep.gov.co
- VARGAS Herrera Hernando. (2005). El riesgo de mercado de la deuda pública: ¿una restricción a la política monetaria? *Borradores de economía, Banco de la República N°382*. Consultado: 20 de octubre de 2009. www.banrep.gov.co

ADROITPDF TRIAL

ANEXOS

CAPITULO I

Anexo 1. Dummy (20%) depreciación de la tasa de cambio real vs Dummy Sudden stop 1992 – 2001 en los mercados emergentes



*El área gris indica el periodo de sudden stop, el área negra esta indicando los intervalos de una larga depreciación
Fuente: Calvo G., Izquierdo A. & Mejía L. (2004).

CAPITULO II

Anexo 2. Destinación de recursos de la Banca Multilateral

2010	Planes y programas generales de desarrollo, sector transporte, educación, vivienda y comunicaciones.
2009	Desarrollo político del sector financiero, programa de apoyo a la consolidación de las reformas en el sector de agua potable y saneamiento, programa de apoyo al desarrollo de una agenda de cambio climático, sector transporte y vías.
2008	Desarrollo territorial, educación, planes y programas de desarrollo y transporte.
2007	Educación, transporte, saneamiento básico y agua potable, agricultura, energía y planes y programas de desarrollo.
2006	Los recursos se enfocaron en apoyo a los programas del gobierno para llevar a cabo reformas de política y avanzar en el desarrollo institucional. El primero de ellos apoyó reformas de índole laboral y social y el segundo la reforma institucional y normativa, ambas necesarias para aumentar la competitividad del país para el comercio exterior, fortalecer el sistema financiero y los mercados de capital y mejorar las normas de calidad y el marco de innovación tecnológica. También se destaca recursos para llevar a cabo la reforma pensional.
2005	Recursos para la reforma de política y avanzar en el desarrollo institucional del sector medio ambiente, empresarial y reformas para la inserción competitiva internacional.
2004	Recursos para la reforma política y desarrollo institucional de mediano plazo del sector financiero, laboral y social. Otros recursos destinados al programa sectorial de servicios públicos y por último préstamo de apoyo al programa económico
2003	En este año inicia la consecución de recursos para el respaldo del programa gubernamental de reformas políticas y desarrollo institucional de mediano plazo. Se concretan los préstamos para el ajuste fiscal e institucional, ajuste del sector financiero y ajuste al programa laboral y social.
2002	La prioridad en inversión estuvo en el desarrollo del Plan Colombia destinado a atender la población en municipios con altos índices de pobreza, afectados por la violencia. Otro sector de influencia fue el de transporte.
2001	Buena parte de los créditos de los multilaterales estuvieron direccionados a financiar el plan Colombia y la red de apoyo social a este programa (Familias en Acción, Plan de Paz Magdalena, Vías Para La Paz, Resolución De Conflicto). Otros recursos fueron enfocados a la modernización de la administración financiera. Responsabilidad fiscal territorial
2000	Los recursos fueron destinados a educación, programas comunitarios, programa vial, fortalecimiento institucional del órgano de control y fortalecimiento del sector financiero

Anexo 3. Crisis política de los noventa -Proceso ocho mil-

Proceso que parte de la acusación hacia el presidente electo en Colombia para el periodo 1994 – 1998, por una supuesta financiación de la campaña electoral con dineros ilícitos del narcotráfico. Inicia el proceso de investigación en 1995 y fue famosamente conocido como el Proceso Ocho Mil. Este fue el número del expediente de la investigación que adelantaba la Fiscalía General de la Nación contra nueve congresistas y dos funcionarios, quienes presuntamente habían recibido dinero del Cartel de Cali de Colombia.

La tormenta política ocasionó reacciones de todo tipo y en el exterior la imagen del país se vio menoscabada, tuvo grandes consecuencias a nivel nacional e incluso inusitadas consecuencias a nivel internacional.

Internacionalmente se deterioraron las relaciones diplomáticas con los países Andinos. Con Estados Unidos comenzaron a quebrantarse lentamente, de manera creciente Colombia empezó a ser conocida como una *narco democracia* entre los círculos de formuladores de política estadounidenses. Fueron cuatro años en los que Estados Unidos descertificó al país en materia de lucha contra la droga y canceló la visa de entrada del presidente de la república y otros políticos de importancia, lo que generó un fuerte remezón comercial.

A nivel nacional hubo un gran malestar general entre la población, la cual veía deslegitimada la autoridad del Estado y de las instituciones.

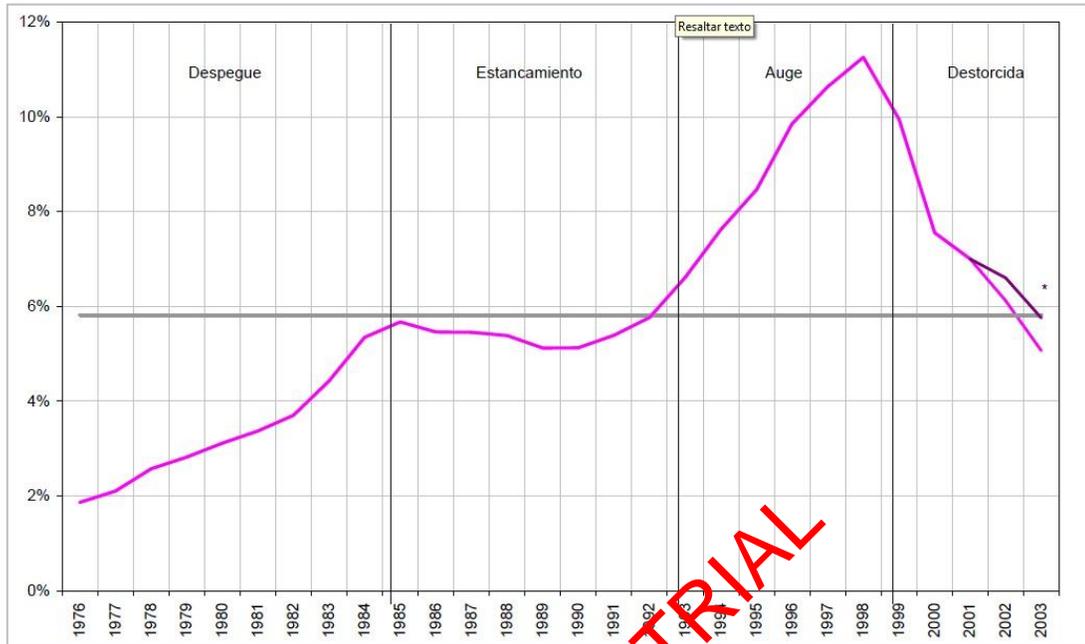
El curso de la economía no proporcionó mayores satisfacciones. La incertidumbre política y la violencia crónica, alimentada desde múltiples frentes, influyeron de gran manera en la situación. En 1997 se repitió la moderada tasa de crecimiento registrada en el año anterior, pero el desempleo alcanzó al 13% de la población activa, el mayor índice reportado frente a los diez años previos.

El peso colombiano experimentó una notable devaluación frente al dólar, a lo que se adhirió el descenso de los ingresos por las exportaciones del café y el petróleo, uno de los factores determinantes fue la decisión de Estados Unidos de restringir tanto la entrada de productos colombianos como las líneas de crédito.

Las relaciones diplomáticas lograron restaurarse antes del final del mandato presidencial.

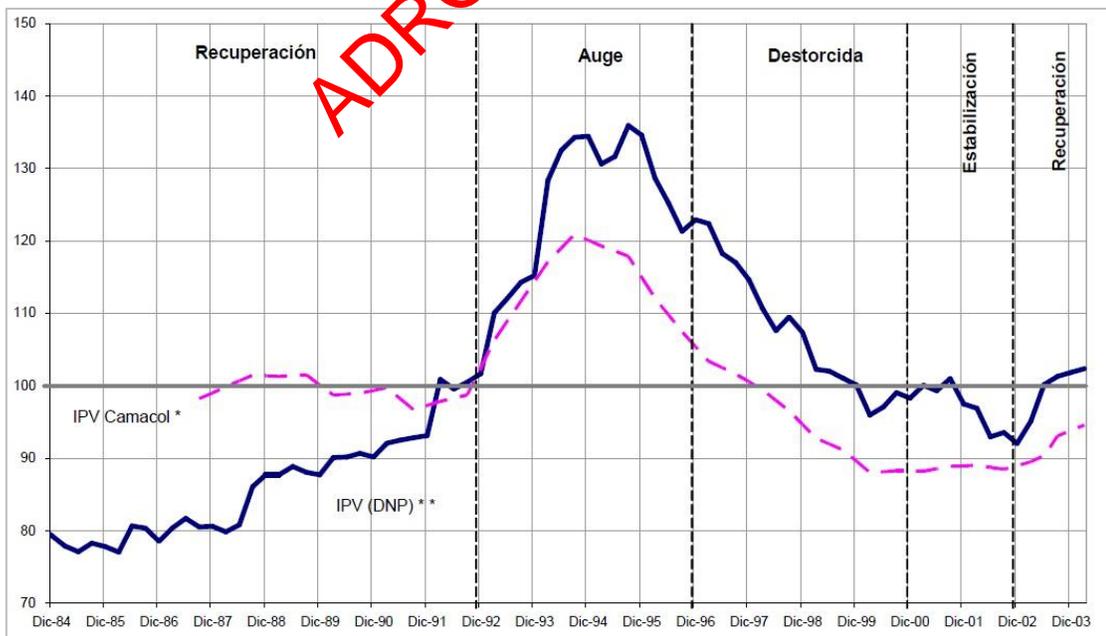
En febrero de 1996 la Comisión de Acusaciones de la Cámara de Representantes de Colombia, decidió abrir investigación formal contra el Presidente, en una acción sin precedentes en la historia de Colombia. Los 15 miembros de la comisión, después de evaluar las pruebas aportadas por el fiscal general de la nación, consideraron que había méritos para abrir una investigación penal contra el presidente. Después de una serie de vaivenes procedimentales, finalmente el 12 de junio de 1996 la Cámara absolvió por falta de pruebas al presidente de los cargos de enriquecimiento ilícito, falsedad, fraude electoral y encubrimiento.

Anexo 4. Cartera Hipotecaria como porcentaje del PIB en Colombia 1976 – 2003



Fuente: Clavijo S., Janna M. & Muñoz S. (2004).

Anexo 5. Precio de la vivienda nueva en Bogotá



Fuentes: * Camacol Cundinamarca; ** 1984-1993, Carrasquilla *et al.* (1994) y 1994-2003, DNP.

Gráfico reescalado al promedio histórico = 100.

Fuente: Clavijo S., Janna M. & Muñoz S. (2004).

Anexo 6. Indicadores Macroeconómicos Colombia

Indicador	2001	2002	2003	2004	2005*
Exportaciones Totales/PIB	15.04%	14.76%	16.48%	17.22%	17.92%
Exportaciones tradicionales/PIB	6.69%	6.54%	7.57%	7.88%	8.21%
Exportaciones no tradicionales/PIB	8.35%	8.22%	8.91%	9.34%	9.27%
Ahorro Nacional Bruto/PIB	14.44%	14.62%	14.74%	14.83%	14.97%
Deuda Púb. Ext. Neta /Exportaciones	179.81%	180.64%	180.63%	149.52%	104.95%
Deuda Púb. Ext. Neta /Ingresos Cta. Corriente	49.40%	52.40%	57.60%	38.20%	36.30%

* PROYECTADO. FUENTE: DNP, DANE, BANCO DE LA REPÚBLICA Y STANDARD & POOR'S. CÁLCULOS: BANCOLOMBIA Y SUVALOR.

Indicadores Macroeconómicos países emergentes

Indicador	ASIA		EUROPA EMERGENTE		LATINOAMERICA	
	2000-2004	2005*	2000-2004	2005*	2000-2004	2005*
Ahorro Interno Bruto/ PIB	28.0%	29.9%	20.0%	19.9%	17.9%	18.7%
Déficit Fiscal/PIB	3.0%	2.2%	2.8%	2.7%	3.2%	2.3%
Deuda pública Neta/PIB	52.0%	48.2%	32.1%	29.9%	44.6%	42.8%
Deuda púb. Ext. Neta/ Ingresos Cta. Corriente	23.4%	1.4%	18.8%	7.9%	77.9%	61.0%
Exportaciones/GDP	65.1%	68.6%	50.5%	52.9%	28.6%	33.8%

FUENTE: STANDARD & POOR'S SOVEREIGN RATINGS IN LATIN AMERICA SEPT 2005

Fuente: Bancolombia (2005).

CAPITULO III

Anexo 7. Índices de medición de los títulos de deuda pública

Reveiz & León (2008), en una investigación del Banco de la República, concluyen que en el país no se ha logrado construir un índice que pueda servir como un *benchmark* para el mercado, de acuerdo a los estándares internacionales, “la práctica sobre *benchmark* en Colombia consiste en una simple comparación con uno o dos títulos en particular, los más líquidos del mercado en un momento en el tiempo, lo cual representa serias limitaciones técnicas y analíticas. Así mismo, existen índices cuya metodología los hace poco aptos para cumplir función de *benchmark* del mercado de deuda pública local” (2008: 1).

Esta investigación, arrojó uno de los índices reconocidos institucionalmente que reflejan el desempeño del mercado de títulos públicos, el IDXTES, el cual trató de acoplarse a los parámetros globales.

Sin embargo, existen otros dos índices desarrollados por entidades del sector financiero privado, que han participado de manera activa en el programa de creadores de mercado, el I-TES del grupo Bancolombia y el IDP de Corficolombiana.

Índice representativo del mercado de deuda pública interna: IDXTES

Este indicador se circunscribe a títulos de tasa fija denominada en pesos COP. Los títulos que conforman la canasta, son aquellos que representan el 98% de la liquidez acumulada del trimestre. La canasta resultante de aplicar este criterio no puede estar compuesta por menos de dos títulos.

La base de este indicador (=100) es el 2 de enero del 2000.

Luego de tener el conjunto de títulos elegibles para conformar el índice, estos se ponderan de acuerdo con su participación en el valor de mercado total de la canasta.

La metodología de cálculo es la de retorno total, es decir, incluye todos los flujos de caja generados durante la vida del título, los cuales resultan de los cupones (pagos de intereses), amortizaciones (pagos de capital) y prepagos. Por lo tanto, el cálculo es realizado con base en el precio sucio⁷⁸.

Este indicador se encuentra bajo un contexto académico, muy utilizado en los estudios económicos del banco central, pero no es manipulado por el mercado, esto es evidente en los reportes institucionales tanto del sector privado y público en donde acuden al uso frecuente de los otros dos índices de referencia, de hecho porque estos índices alternativos tienen reportes

⁷⁸ Precio sucio: conocido como precio completo. Éste es el valor real de un bono incluyendo el valor de cualquier interés acumulado. En contraste esta el precio limpio, que no incluye los intereses acumulados, no esta afectado por el cupón.

“La práctica internacional respecto de *benchmark* se basa en los índices de retorno total. Esto se debe a que usar los precios limpios no permite reconocer que el tenedor de un portafolio de títulos obtiene retornos tanto por cambios en los precios, como por la acumulación de intereses, lo cual hace que su utilización como *benchmark* sea limitada” (Reveiz & León, 2008: 9).

mensuales de su evolución. El IDXTES es un indicador que no tiene consulta pública, debe ser solicitado directamente al Banrep.

Índice Representativo del Mercado de Deuda Pública I-TES

Es el resultado del análisis cuantitativo de una canasta de títulos de tesorería Tes a tasa fija, que representan más del 95% del promedio diario de las operaciones totales de títulos transados en el SEN durante los tres meses anteriores⁷⁹.

Fue diseñado con el fin de recoger el movimiento en el tiempo de los precios que conforman esa canasta. Para calcular la participación de cada uno de los títulos involucra tanto la liquidez del papel, como la volatilidad del precio limpio (Suvalor & Corfinsura, 2003).

El periodo base (=100) de este índice es el 31 de enero de 2002, ya que en esa fecha se dio el comienzo del alto volumen de negociaciones de Tes a tasa fija

El cálculo de I-TES para cada una de las referencias que conforman la canasta es igual a multiplicar la participación dentro del conglomerado por el precio ajustado, la sumatoria de cada una de las referencias finalmente da el I-TES total.

Índice de deuda pública IDP

El objetivo es dar una idea general sobre la evolución del mercado de deuda pública resumiéndola en una sola cifra. No pretende reemplazar la información contenida en las curvas de rendimientos o en las tasas y montos negociados y colocados de determinadas referencias, sino simplemente tener un indicador que refleje la rentabilidad que tendría una inversión en determinado portafolio de Tes (Conficolombiana, 2007).

El IDP es una herramienta que permite evaluar la evolución de los mercados y tener un punto de referencia frente a los demás activos locales.

Los títulos que hacen parte de la canasta son aquellos denominados en pesos o UVR, que han sido negociados en el mercado secundario. Se toman en cuenta aquellas referencias cuyas negociaciones a lo largo del mes representen al menos el 5% del total de negociaciones realizadas a través del SEN. Para la valoración del portafolio de referencia se toma el precio sucio de cierre de negociación del SEN en cada jornada.

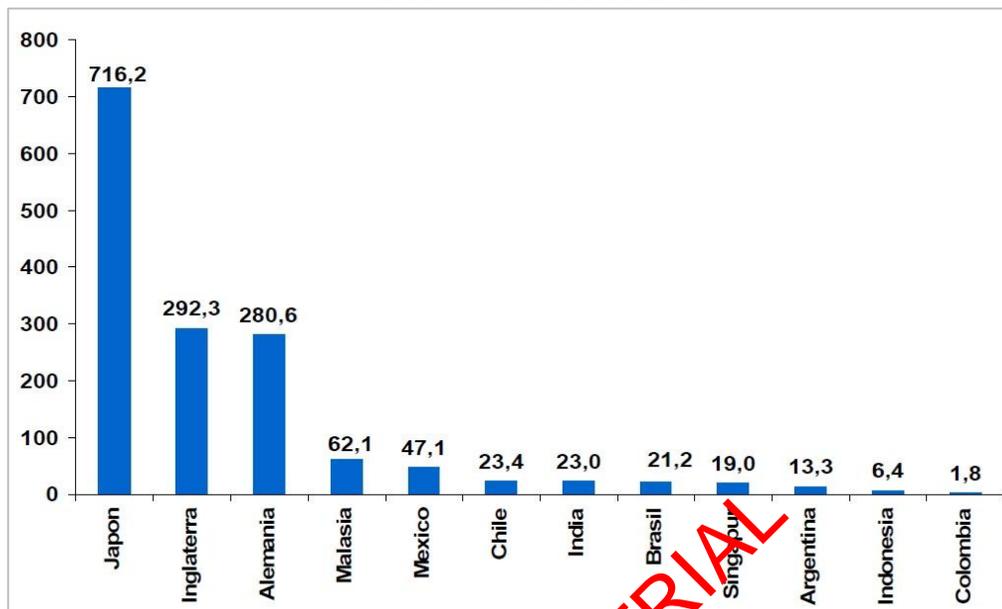
El valor final del IDP, corresponderá a la suma del valor en pesos de cada referencia que hace parte de la canasta, cifra que dependerá de la valorización que tengan los títulos en el mercado secundario.

El periodo base (=100) de este índice es el 1 de mayo de 2001.

Tome en esta investigación como referencia este último indicador, porque bajo mi concepto, es un índice claro, que tiene un análisis frecuente por parte de la empresa creadora. Es posiblemente el de mayor uso por parte de otras entidades incluso el órgano de control fiscal.

⁷⁹La serie histórica del índice I -TES se encuentra en:
<http://investigaciones.bancolombia.com/InvEconomicas/home/homeinfo.aspx>.

Anexo 8. Bonos corporativos en circulación (internos y externos) - 2007
Miles de millones de dólares



Fuente: Echeverry J., Navas V. & Gómez M. (2008).

Anexo 9. Regla Fiscal – Ley 1473 del 5 de julio de 2011

Una regla fiscal es una restricción sobre las finanzas territoriales que impone límites numéricos a los diferentes rubros del presupuesto. Este tipo de reglas son consideradas como mecanismos institucionales encaminados a reforzar la credibilidad y disciplina fiscal (BANREP *et al.*, 2010)

El análisis sobre el estado actual y futuro de las finanzas públicas mostró la necesidad de una regla fiscal cuantitativa. En el caso de Colombia, la regla fiscal propuesta busca corregir el desbalance estructural⁸⁰ de las finanzas públicas, aminorar la tendencia pro cíclica de la política fiscal y garantizar y blindar la sostenibilidad de la deuda pública en el mediano y largo plazo (Rincón, 2010).

La regla fiscal en Colombia a diferencia de otros modelos esta aplicada sobre la deuda. La ventaja de esta metodología, es que es mas efectiva en términos de asegurar una convergencia hacia el objetivo; sin embargo, no proveen una guía suficiente para la política cuando la magnitud del déficit está muy por encima de su límite (FMI, 2009. En: Banrep *et al.*, 2010)⁸¹.

La regla escogida por el Comité técnico⁸² para Colombia se define por la siguiente ecuación:

$$bt = b^* + ayt + ccipt \quad ay > 0$$

⁸⁰ Balance estructural: corresponde al balance fiscal total ajustado por el efecto del ciclo económico, por los efectos extraordinarios y transitorios de la actividad minero-energética y por otros efectos de naturaleza similar. Equivale a la diferencia entre ingreso estructural y gasto estructural del GNC.

⁸¹ Para ampliación del tema ver Rincón, 2010.

⁸² Comité técnico integrado por El Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Departamento Nacional de Planeación y Banco de la República.

Donde bt es el balance fiscal primario del GNC en el año t ; b^* es la meta del balance fiscal primario del GNC que hace sostenible su deuda en el mediano plazo; a mide el grado de sensibilidad de la autoridad fiscal con respecto a la brecha del producto; yt diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial; y c_{cpipt} es el componente cíclico de los ingresos petroleros que recibe el GNC. Todas las variables están expresadas como proporción del PIB.

Puntualizo algunas de los objetivos cuantitativo más importantes de la regla:

- La regla fiscal establece unas metas anuales en el balance primario para reducir el nivel de deuda del gobierno nacional central y que éste pueda estar alrededor del 28% en el 2020.
- En el artículo número 5 de la norma, quedó consignado que los gastos estructurales no podrán superar al ingreso estructural, en un monto que exceda la meta anual de balance estructural establecido.
- El déficit estructural del gobierno nacional central no será mayor a 1% del PIB a partir del año 2022.
- Como párrafo transitorio, define que el gobierno nacional seguirá una senda decreciente anual del déficit en el balance fiscal estructural, que le permitirá alcanzar un déficit de 2,3% del PIB o menos en 2014, de 1,9% del PIB o menos en 2018 y de 1 % del PIB o menos en 2022.
- El gobierno con el fin de garantizar su viabilidad, estimó dentro de este panorama a 12 años un periodo de transición entre 2011 y 2015, dadas las circunstancias fiscales originadas en compromisos de gasto a cargo de la Nación que esperan un importante aumento en el mediano plazo (sentencias de la Corte Constitucional en salud y población desplazada por la violencia, gastos en pensiones y autorizaciones de vigencias futuras).

Dos características importantes de la regla destacadas en el informe del comité técnico son (Banrep *et al.*, 2010:16):

La primera es que permite un espacio para la política fiscal contracíclica, lo cual significa que la autoridad fiscal podrá ahorrar en momentos de auge y desahorrar en momentos de recesión, sin que se comprometa su meta de mediano plazo.

Esta característica permitirá una mejor coordinación entre las políticas fiscal y monetaria del país, ya que durante la expansión o bonanza de un sector, la regla promueve una política fiscal contraccionista, apoyando así los esfuerzos de estabilización de la autoridad monetaria a través del incremento de las tasas de interés. Por el contrario, durante las recesiones la regla permite una política fiscal expansionista, lo cual ayudaría a la política monetaria en su propósito de estimular la economía mediante menores tasas de interés.

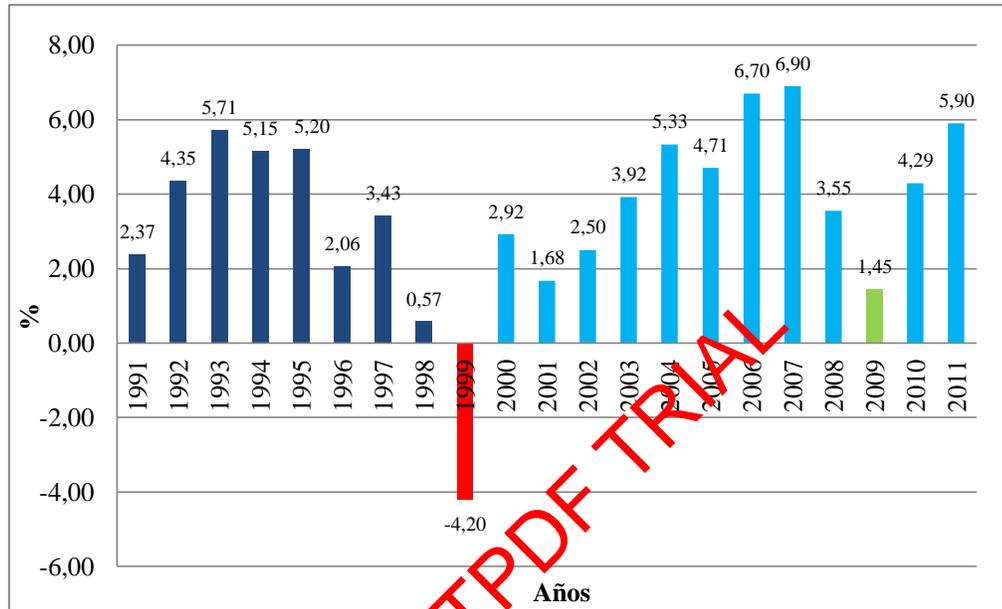
Una segunda característica de la regla es que posibilita un manejo macroeconómico adecuado sobre los posibles excedentes que se generen en el sector petrolero, ya que deberán ser ahorrados cuando excedan cierto umbral o desahorrados en el caso contrario.

El ahorro podrá ser canalizado en una menor deuda, o a través del Fondo de Ahorro y Estabilización Fiscal y Macroeconómico, este último tiene como propósito contribuir a la

estabilidad macroeconómica del país, dada las mayores perspectivas de ingresos generados por incrementos en los niveles de producción del sector minero.

CAPITULO IV

Anexo 10. Evolución del PIB real



*Hasta el año 1999 la base es 1994=100, a partir de 2000 la base es 2005=100 de acuerdo a los cambios estadísticos en el DANE. Fuente: BANEP