POLITICA DE FINANCIAMIENTO Y EMISION DE TES: Riesgos, y Presupuesto Nacional 2017

Johanna Marcela Zabaleta Vanegas

Universidad la Gran Colombia

Facultad de Posgrados

Especialización en Gerencia Financiera

Bogotá

2016

Resumen

Los TES son títulos de deuda pública emitidos por la Tesorería General de la Nación. Es una de las mayores fuentes de financiación del Gobierno. Los TES se emiten mediante un sistema de subasta y el rendimiento depende de la demanda y oferta del mercado en el momento de la emisión. Dependiendo de las necesidades de financiación que tenga el Gobierno, emitirán mayor o menor títulos de Tesorería (TES).

Los Títulos de Tesorería son para inversionistas que quieren seguridad en el emisor de los títulos. Los TES fueron emitidos mediante la Ley 51 de 1990 como mecanismo de financiación del Gobierno Nacional, cuyo objetivo consiste en financiar operaciones presupuestales, y reemplazar en su vencimiento a los títulos de ahorro nacional TAN.
En Colombia, el tema de riesgos financieros dio sus inicios especialmente hacia el año 2000, con la Circular Externa 88 de 2000 de la Superintendencia Financiera, en la que abarcaba varios riesgos: crédito, mercado, liquidez, contraparte, operacional y legal, propios de las operaciones de la tesorería de las entidades financieras, con unos objetivos muy claros: crear una cultura de riesgo dentro del sector y lograr el compromiso de la Junta Directiva y de la Alta Gerencia para el desarrollo de los temas relacionados con el riesgo.

El presupuesto Nacional Colombiano aprobado de 2017 asciende a $224,5 billones, los cuales se distribuyen así: $34,6 billones (15,4%) corresponden a gastos de personal y gastos generales, $100,3 billones (44,7%) corresponden a transferencias de ley, $2,2 billones (1%) corresponden a operación comercial, $54,3 billones (24,2%) al pago del servicio de la deuda y $32,9 billones (14,7%) a inversión, de los cuales se tiene proyectado la emisión por $33,442 billones en Títulos de Tesorería para cubrir parte del presupuesto aprobado.

Agradecimientos

Agradezco a Dios por brindarme la oportunidad, entendimiento y sabiduría para alcanzar este triunfo.

A mi esposo y mis hijas por su amor, paciencia y apoyo que me brindaron en este proyecto ya que son mi fuentes de motivación para superarme día a día.

A mis padres y mi hermana por apoyarme en todo momento, por ser mis guías a lo largo de mi vida y sobre todo por los valores y ejemplos que me inculcaron para ser la persona y profesional que soy hoy en día.

Tabla de Contenido

Resumen.....2

Agradecimientos.....4

Introducción 10

1. **Aspectos Relevantes del Anteproyecto**.....12

1.1 Planteamiento del Problema 12

1.2 Objetivo General 13

1.3 Objetivos Específicos 13

2. Titulos de Tesorería …….. 14

1.1 Planteamiento del Problema 12

1.2 Antecedentes.....14

a. Marco de Referencia 16

1.2.1 TES Clase A.....18

1.2.2 TES Clase B 18

1.2.2.1 Mercado Primario 22

1.2.2.2 Mercado Secundario.....24

1.3. **Riesgos en el Mercado de Renta Fija en Colombia**. 24

1.3.1 Riesgo de Mercado ….....26

2.3.1.1 Identificación de los Factores de Riesgo.

1.3.2. Riesgo de Crédito 25

1.3.3. Riesgo de liquidez 26

Capitulo 2. Presupuesto Nacional.....29

2.1 Análisis del Presupuesto Nacional 29

2.2 Marco Fiscal de Mediano Plazo ……. 34

2.2.1 Ingresos .……...……35

2.2.2 Gastos ……...……37

2.2.3 Fuentes y Usos ……...……39

2.2.4 Indicadores Económicos ..……...……41

2.2.4.1 Inflación. ……...…….....42

2.2.4.2 IPC……..43

2.2.4.3.PIB……..…….44

2.3. Meta de Financiación Deuda Pública 2016 ……..…….……. 45

Conclusiones 48

Lista de Graficas

Gráfica No. 1 Tenedores 17

Gráfica No. 2 Composición de los ingresos tributarios del Presupuesto General de la Nación 2017 36

Lista de Tablas

Tabla No. 1 Composición General de los TES 16

Tabla No. 2 Resumen Operaciones Convenidas y Forzosas TES B Largo Plazo 2016.....19

Tabla No. 3 Resumen Subastas 2016.....20

Tabla No. 4 Colocación de TES Primer Trimestre 22

Tabla No. 5 Calificación Deuda largo plaza …….. 27

Tabla No. 6 Inversión del Gobierno Nacional Central 2000-2020 (% del PIB).....30

Tabla No. 7 Composición Presupuesto Nacional de la Nación 32

Tabla No. 8 Balance Fiscal del Gobierno Nacional Central 2016 – 2017…….35

Tabla No. 9 Gastos Totales del Gobierno Nacional……...……...…37

Tabla No. 10 Fuentes y Usos del GNC 2017…….40

Tabla No. 11 Inflación y meta de inflación …….…….42

Tabla No. 12 IPC 2016……..44

Tabla No. 13 Meta de Financiamiento Deuda Pública 2016 …..……..47

INTRODUCCION

Las inversiones en Títulos de Tesorería (TES), están técnicamente libres de riesgo, pero en una economía globalizada, como se evidencia en nuestro mercado mundial actual, estos instrumentos implican grandes volatilidades en sus precios como consecuencia de la dinámica de los factores de riesgo inmersos en el mercado de capitales, los cuales a su vez están en función de las expectativas de los acontecimientos internacionales tales como, conflictos políticos, crisis financieras, especulaciones en materia económica, etc.

Es importante conocer el riesgo que generan estas dinámicas de los factores de riesgo en cada una de las inversiones que se tienen en Colombia, especialmente en aquellas de renta fija, pues es sabido que gozan de aparente seguridad al tener el respaldo de un emisor como el gobierno nacional y, como su nombre lo indica, acreditar una renta fija al vencimiento del título. Lo cierto es que en las inversiones de renta fija existen riesgos financieros que deben monitorearse y controlarse continuamente para evitarlos o mitigarlos. Resaltan principalmente el riesgo de mercado, el riesgo de crédito y el riesgo de liquidez, los cuales hacen necesario conocer e implementar metodologías acertadas para gestionarlos en procura de no obtener resultados desfavorables en las inversiones realizadas.

En estos términos, el presente trabajo plantea el problema de cómo gestionar adecuadamente los diferentes riesgos financieros que enfrenta un inversionista al

momento de realizar inversiones en TES y de que herramientas financieras puede hacer uso para identificar, medir, controlar y minimizar dichos riesgos financieros.

Así mismo analizamos el Presupuesto General de la Nación para el año 2017, el papel que cumplen los Títulos de Deuda Pública para la ejecución de dicho Presupuesto, así como un análisis del marco Fiscal de Mediano plazo.

1. Aspectos Relevantes del Anteproyecto

1.1 Planteamiento del problema

El presente trabajo plantea el problema de cómo gestionar adecuadamente los diferentes riesgos financieros que enfrenta un inversionista al momento de realizar inversiones en TES y de que herramientas financieras puede hacer uso para identificar, medir, controlar y minimizar dichos riesgos financieros; igualmente se busca conocer a fondo el mercado de los Títulos de Tesorería y cual es realmente su papel frente el Estado Colombiano para llevar a cabo los propósitos de la Política Fiscal, su participación en la economía nacional y su interrelación con otros sistemas financieros internacionales.

En lo relacionado con la gestión del riesgos, muchos suelen pensar que los instrumentos de renta fija son inversiones libres de riesgo, y que como su nombre lo indica, ofrecen una rentabilidad fija al cabo de un periodo de tiempo, pero lo cierto es que en ese camino o periodo de la inversión, antes de la fecha de maduración, los portafolios si se exponen a diferentes tipologías de riesgo, como lo son riesgo de crédito, riesgo de mercado, liquidez, entre otros, los cuales sumados a factores políticos o económicos afectan la valoración a precios de mercado de dichos activos.

1.2. Objetivo General

Identificar mecanismos que permitan identificar, medir, controlar y minimizar los riesgos financieros que enfrenta un inversionista al momento de realizar inversiones en TES en Colombia y el papel que cumplen en nuestra economía nacional.

1.3 Objetivos Específicos

- Describir el mercado de TES como parte integral del mercado de capitales colombiano y unos de los principales recursos para ejecutar el Presupuesto Nacional 2017.

- Determinar los principales riesgos asociados a las inversiones de TES en el mercado Colombiano.

- Presentar las diferentes metodologías que existen para identificar los riesgos financieros a los que está expuesto un inversionista en el mercado TES en Colombia.

2 - TITULOS DE TESORERIA

2.1 Antecedentes

Los títulos de Tesorería fueron introducidos en Colombia como mecanismo de financiación interna del Gobierno bajo la Ley 51 de 1990 "*Por la cual se autorizan unas operaciones de endeudamiento interno y externo de la Nación; se autorizan operaciones para el saneamiento de obligaciones crediticias entre entidades públicas; se otorga una facultad y se dictan otras disposiciones."* cuyo objetivo consiste en financiar operaciones presupuestales, y reemplazar en su vencimiento a los títulos de ahorro nacional TAN.

Después de que en dicho año se diera una tasa negativa de crecimiento del PIB, déficit en la balanza comercial y en la situación fiscal del gobierno central, que obligaron al Banco de la República a instaurar una política de represión financiera donde el peso sufrió una devaluación de más del 20%, lo cual explica en buena parte la explosión de importaciones, el lento desarrollo de las exportaciones y la desviación de la inversión hacia los sectores no transables internacionalmente.

A raíz de esta crisis el Gobierno Nacional comienza a buscar otros mecanismos de financiación diferentes a los impuestos, que le permitiera obtener credibilidad y confianza ante los inversionistas. Para ello, comienza con la emisión de los TES, los cuales tuvieron y siguen teniendo un auge significativo dentro del sistema financiero colombiano convirtiéndose en un mecanismo llamativo para la inversión.

Entre los años 1990 y 1999 la deuda externa se dobló llegó a alcanzar los US$35,000 millones, al igual que la interna que llegaba hasta US$175,000 millones. Igualmente se observo en el caso de la inversión extranjera directa, que se multiplicó cuatro veces, excediendo los US$20,000 millones. Esa inversión se dirigió inicialmente hacia los sectores transables internacionalmente, pero a partir de 1996 se orientó mayoritariamente hacia los servicios financieros, las comunicaciones y los servicios públicos.

En junio de 2007 anunciaron el lanzamiento de una oferta de compra de títulos de deuda externa de la parte corta de las curvas en dólares y en pesos, hasta por un monto nominal de US $800 millones y hasta por un monto agregado de mercado de hasta US$950 millones. El gobierno colombiano recibió ofertas de inversionistas interesados en vender sus bonos por un monto de aproximadamente US $ 2.200. Sin embargo, sólo se aceptaron órdenes de compra por un monto de US $851 millones en valor nominal, para los bonos en dólares y tasa fija con vencimiento en 2008, 2009, 2010 y 2011; para los bonos en pesos TES Global con vencimiento en 2010; y para los bonos con tasa flotante y vencimiento en 2013. La oferta de compra se financió con la emisión del bono TES Global 2027 por un monto equivalente de US $ 1.000 millones, el cual se constituyó en el bono TES Global de mayor plazo emitido. Para esta transacción, el monto demandado fue de aproximadamente US $5.200 millones y cerca de 100 inversionistas institucionales participaron. Con esta operación, que hizo parte de la estrategia de la Nación para

mejorar el perfil de deuda externa, el Gobierno disminuyó su riesgo de refinanciamiento y su riesgo cambiario, y mejoró su perfil de vencimientos.

2.2. Marco de Referencia

Los TES son títulos de deuda pública emitidos por la Tesorería General de la Nación. Es una de las mayores fuentes de financiación del Gobierno. Estos títulos se pueden negociar en el mercado secundario y su plazo de vencimiento comprende entre 1 a 10 años. Los TES se emiten mediante un sistema de subasta y el rendimiento depende de la demanda y oferta del mercado en el momento de la emisión. Dependiendo de las necesidades de financiación que tenga el Gobierno, emitirán mayor o menor títulos de Tesorería (TES). Los Títulos de Tesorería son para inversionistas que quieren seguridad en el emisor de los títulos.[1]

En la actualidad contamos con emisión de TES PESOS Valor Nominal[2] por $158.888.176, Valor Mercado[3] por $169.065.436 y TES UVR Valor Nominal por $70.041.408 Valor Mercado $73.962.694, para un total de $228.929.585 y $243.028.130.

[1] Banco de la República
[2] El valor nominal es el monto que el inversor recibirá a la fecha de vencimiento del título
[3] Tasa de interés que descuenta el efecto de la inflación.

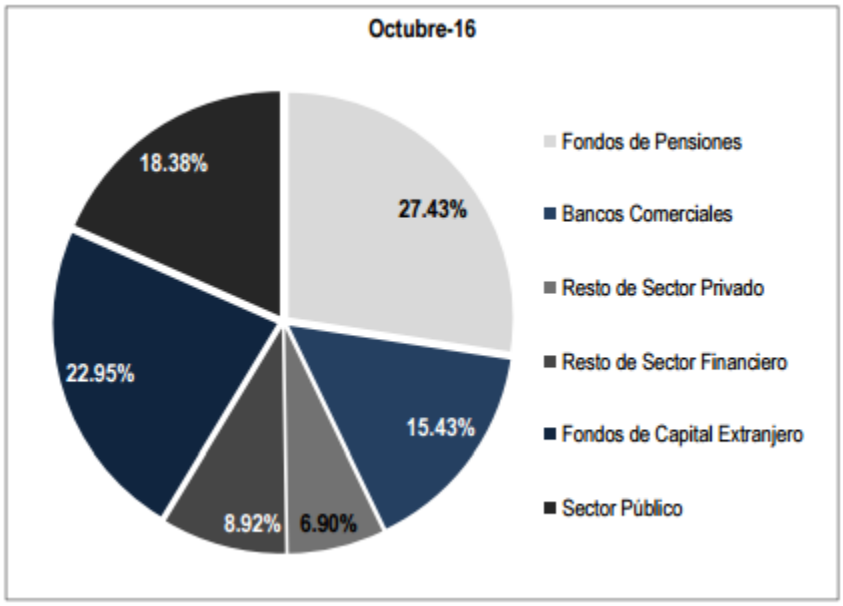
Tabla No. 1 Composición General de los TES

Concepto	Condiciones Financieras del Portafolio (Millones de Pesos) Moneda		TOTAL
	TES PESOS	TES UVR	
Valor Nominal	158,888,176	70,041,408	228,929,585
Valor de Mercado	169,065,436	73,962,694	243,028,130
Cupón Promedio	7.778	11.445	8.900
Descuento Promedio	7.009	10.393	8.044
Vida Media	6.615	6.473	6.571
Duración	4.960	5.376	5.087
Duración Modificada	4.629	5.210	4.806
Participación	69.40%	30.60%	100.00%

Nota. http://www.irc.gov.co/

De acuerdo a la colocación de TES que se encuentran representados en un total de $228.929.585, los tenedores más representativos son los Fondos de Pensiones y Cesantías que poseen su mayor participación de 27.43%, seguidos de los Fondos de Capital Extranjero con 22.95% y los Bancos Comerciales con un 15.43%

Gráfica **No. 1 Tenedores**



Nota: Ministerio de Hacienda

2.2.1 TES Clase A.

Este título fue expedido el 4 de julio de 1991, a la orden del Banco de la República quien lo coloca en condiciones de mercado, su objetivo es cubrir el pasivo existente en el Banco de la República y sustituir a su vencimiento de la deuda contraída en Operaciones de Mercado Abierto (OMAS), a través de Títulos de Participación.

2.2.2. TES Clase B.

Son títulos a la orden, no gozan de liquidez primaria antes de su vencimiento y son libremente negociables en el mercado secundario, pueden ser denominados en

moneda extranjera o en unidades de valor real constante –UVR[4]-, dependiendo de las condiciones de la emisión, donde se fijaron unas condiciones financieras específicas, siendo responsabilidad de la Junta Directiva del Banco Central velar que las emisiones no causen desequilibrios drásticos en el mercado de valores.

Estos títulos se han venido emitiendo a través de tres mecanismos:

- Operaciones o Colocaciones Forzosas: Se realizan con entidades que dependen del Presupuesto de la Nación, su reglamentación se dio a partir de la ley 179 de 1994[5] y el decreto 1013 de 1995.[6]
- Operaciones o Colocaciones Convenidas: Surge con un convenio entre el Gobierno Nacional y el Instituto de Seguro Social (ISS) el cual comprometía al ISS a invertir parte de sus recursos en éstos títulos, se establecen con el decreto 1013 de 1995.

[4] La UVR es especie de "moneda nacional", la cual continuamente está siendo corregida (±interés continuo) con respecto al peso colombiano, del tal forma que la deuda se expide hoy a un número "x" de UVR's a "y" pesos, y dentro de cierto tiempo se liquida por el valor en pesos que tengan las UVR's para ese entonces, que generalmente es mayor al de hoy, y además se le adiciona una tasa de interese sobre UVR's.

[5]

[6] los establecimientos públicos del orden nacional invertirán sus excedentes de liquidez en Títulos de Tesorería -TES-, Clase "B", del mercado primario, directamente en el Administrador de los Títulos.

Tabla No. 2 Resumen Operaciones Convenidas y Forzosas Tes B Largo Plazo 2016

CONVENIDAS

Fecha Vencimiento	Abril		Mayo		Junio		Total Trimestre	
	Nominal	Costo	Nominal	Costo	Nominal	Costo	Nominal	Costo
17-may-17					11.50	11.76	11.50	11.76
11-sep-19					56.82	59.42	56.82	59.42
10-mar-21	23.62	23.90	80.96	81.74	168.35	170.33	272.93	275.97
04-may-22	274.5	282.92	397	390.58	705.58	696.70	1377.08	1370.2
07-may-25	120.42	122.07	23.84	23.60	89.92	88.48	234.18	234.15
26-ago-26	242	242.75	263.93	267.49	370.65	382.28	876.58	892.52
18-sep-30	297.57	294.63	369.59	369.51	569.85	587.08	1237.01	1251.22
04-abr-35	492.25	456.10	7.13	7.59	108.1	120.10	607.48	583.79
Totales	**1450.36**	**1422.37**	**1142.45**	**1140.51**	**2080.77**	**2116.15**	**4673.58**	**4679.03**

Cifras en COP miles de millones

FORZOSAS

Fecha Vencimiento	Abril		Mayo		Junio		Total Trimestre	
	Nominal	Costo	Nominal	Costo	Nominal	Costo	Nominal	Costo
4-may-22	126.46	130.24	123.6	119.57	257.19	252.68	507.25	502.49
Totales	**126.46**	**130.24**	**123.6**	**119.57**	**257.19**	**252.68**	**507.25**	**502.49**

Cifras en COP miles de millones

Nota. http://www.minhacienda.gov.co/

- Sistema de Subastas: durante el segundo trimestre del 2016 el esquema de colocaciones de TES en el mercado primario por el mecanismo de Subastas se ha ejecutado de manera exitosa. Se han realizado en total 10 subastas competitivas de títulos TES Largo Plazo de las cuales seis correspondieron a títulos en moneda pesos (COP) y cuatro a títulos en UVR. Adicionalmente se ejercieron seis subastas no competitivas de las cuales cuatro correspondieron a títulos denominados en COP y dos en UVR. Así se han obtenido recursos del mercado primario por el mecanismo de subastas por un monto de 15.758 billones, de un total de 24.204 billones provenientes de Subastas y Entidades Públicas.

Tabla No.3 Resumen Subastas 2016

TES TF COP

Fecha Vencimiento	Abril		Mayo		Junio		Total Trimestre	
	Nominal Aprobado	Costo Aprobado	Nominal Aprobado	Costo Aprobado	Nominal Aprobado	Costo Aprobado	Nominal Aprobado	Costo Aprobado
4-may-22	261.5	269.66	331.8	322.98	284.51	279.52	877.81	872.16
26-Ago-26	404.45	406.35	347.61	354.35	376.4	380.45	1128.46	1141.15
18-sep-30	425.99	423.96	419.23	422.63	427.43	440	1272.65	1286.59
Totales	**1091.84**	**1099.97**	**1098.64**	**1099.96**	**1088.34**	**1099.97**	**3278.92**	**3299.9**

Cifras en COP miles de millones

TES TF UVR

Fecha Vencimiento	Abril		Mayo		Junio		Total Trimestre	
	Nominal Aprobado	Costo Aprobado	Nominal Aprobado	Costo Aprobado	Nominal Aprobado	Costo Aprobado	Nominal Aprobado	Costo Aprobado
10-mar-21			245.85	249.21	172.41	174.75	418.26	423.96
7-May-25			175.37	176.61	256.76	252.4	432.13	429.01
4-abr-35	464.41	500.199	161.86	174.6	160.05	173.14	786.32	847.93
Totales	**464.41**	**500.199**	**583.08**	**600.42**	**589.22**	**600.29**	**1636.71**	**1700.9**

Cifras en COP miles de millones

Nota. http://www.irc.gov.co/

Los TES tienen objetivos adicionales como son: [7]

- Incentivar el ahorro interno
- Atraer inversiones institucionales
- Implementar una curva de rendimientos dentro del mercado que permite su profundización en el mercado de capitales
- Son instrumentos para las operaciones monetarias (Operaciones de Mercado Abierto)[8] del Banco de la República a partir del año 1999.

[7] De acuerdo a la ley 55 de 1990

Las transacciones con los títulos de tesorería TES Clase B se realizan a través de dos mercados:

2.2.2.1 Mercado Primario

Se desarrolla a través del procedimiento de subasta mediante el programa de creadores de mercado.[9] Estas entidades están encargadas de las labores de compra, comercialización y distribución de los Títulos de Tesorería TES y la profundización del mercado de deuda pública. El Programa cuenta con la dirección de la Nación - Ministerio de Hacienda y Crédito Público - como emisor, el Banco de la Republica como agente administrador y las superintendencias Bancaria y de Valores en ejercicio de las competencias atribuidas por la ley. La condición de Creador o Aspirante a Creador de Mercado[10] es concedida por un año calendario, como resultado de la evaluación del desempeño de la entidad tanto en el mercado primario como en el secundario

[8] OMA (Operaciones de Mercado Abierto), son el principal instrumento que tiene el Banco de la República para aumentar o disminuir la cantidad de dinero en la economía. Cuando es necesario aumentar la liquidez, el Banco de la República compra títulos o papeles financieros en el mercado, inyectando dinero a la economía; por el contrario, cuando el Banco quiere disminuir la liquidez, vende títulos y, por lo tanto, recoge dinero del mercado.

[9] Se entiende como Creadores de Mercado (CM), el grupo de Establecimientos Bancarios, Corporaciones Financieras y Sociedades Comisionistas de Bolsa, designados como tal por la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional del Ministerio de Hacienda y Crédito Público según lo dispuesto en el numeral 1 del artículo 10 de la presente resolución.

[10] Se entiende como Aspirantes a Creadores de Mercado (ACM), el grupo de Establecimientos Bancarios, Corporaciones Financieras y Sociedades Comisionistas de Bolsa, designados como tal por la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional

Solamente pueden participar en las colocaciones no competitivas los Creadores de Mercado a quienes se les adjudique un monto de TES en la respectiva subasta.

Cuando el monto de las ofertas en la subasta supera el cupo adjudicado en la misma por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público se abre la convocatoria para la colocación no competitiva.

Tabla No. 4 Colocación de TES Primer Trimestre

Colocación de TES 2016 - montos estimados por subasta
Ministerio de Hacienda y Crédito Público
Subdirección de Financiamiento Interno de la Nación

MINHACIENDA

TODOS POR UN NUEVO PAÍS
PAZ EQUIDAD EDUCACIÓN

Programación por subasta de TES Tercer Trimestre 2016*								
Moneda	Vencimiento	abril	Moneda	Vencimiento	mayo	Moneda	Vencimiento	junio
COP	04-may-22	CG 550.000	COP	04-may-22	CG 550.000	COP	04-may-22	CG 550.000
	26-ago-26			26-ago-26			26-ago-26	
	18-sep-30			18-sep-30			18-sep-30	
UVR	10-mar-21	CG 300.000	UVR	10-mar-21	CG 300.000	UVR	10-mar-21	CG 300.000
	07-may-25			07-may-25			07-may-25	
	21-feb-35			21-feb-35			21-feb-35	

CG: Cupo global

MT: Monto Total por Plazo

* El Ministerio de Hacienda y Crédito Público se reserva el derecho de hacer ajustes a la programacion de colocación de TES 2016, tanto en las referencias como en los montos, de acuerdo a sus necesitades y/o condiciones de mercado.

Nota. Ministerio de Hacienda y Crédito Público

2.2.2.2. Mercado Secundario

Este mercado se clasifica a través de dos escalafones:

- Primer escalón: Su desarrollo se realiza a través de Sistemas Centralizados de Negociación autorizados por la Superfinanciera e Intermediarios Financieros.
- Segundo escalón: Se suscriben operaciones a nombre propio de las entidades participantes y no en el programa de Creadores de Mercado.

2.3. Riesgos en el Mercado de Renta Fija en Colombia.

En Colombia, el tema de riesgos financieros dio sus inicios especialmente hacia el año 2000, con la Circular expedida por la Superintendencia Financiera[11], en la que abarcaba varios riesgos: crédito, mercado, liquidez, contraparte, operacional y legal, propios de las operaciones de la tesorería de las entidades financieras, con unos objetivos muy claros: crear una cultura de riesgo dentro del sector y lograr el compromiso de la Junta Directiva y de la Alta Gerencia para el desarrollo de los temas relacionados con el riesgo. En los siguientes años, la normatividad ha cambiado emitiendo las circulares de los riesgos de mercado (2001), de crédito (2002), operacional (2006), lavado de activos y financiación del terrorismo (2007) y de riesgo de liquidez (2008), además de normatividad complementaria a la existente sobre estos riesgos.

[11] Circular Externa 88 de 2000 de la Superintendencia Financiera

La Superintendencia Financiera de Colombia junto con otras entidades del sector, han desarrollado modelos para administrar de manera más técnica y profesional los riesgos financieros, como SARC (Servicio de Administración de Riesgo de Crédito), SARM (Servicio Administrativo de Riesgo de Mercado), SARL (Servicio Administrativo de Riesgo de Liquidez), SARO (Sistema de Administración de Riesgo Operativo), SARLAFT (Sistema de Administración de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo), permitiéndoles identificar los riesgos derivados de la operación y su forma de mitigación.

En toda inversión hay siempre una relación entre rentabilidad y riesgo, donde el riesgo se define como la probabilidad que tiene un inversionista de perder o no obtener el rendimiento esperado y a su vez la rentabilidad se define como la prima esperada por asumir cierto nivel de riesgo.

Algunos factores de riesgo son:

- La inflación

- La tasas de interés de referencia de los diferentes bancos centrales, particularmente del Banco de la República de Colombia.

- Tasas de interés en los mercados, como la Libor.

- Cambios en las expectativas de los inversionistas con respecto al desempeño de la economía.

2.3.1 Riesgo de Mercado

La Superintendencia Financiera de Colombia[12], define el riesgo de mercado para los establecimientos de crédito como "la posibilidad de que las entidades incurran en pérdidas asociadas a la disminución del valor de sus portafolios, las caídas del valor de las carteras colectivas o fondos que administran, por efecto de cambios en el precio de los instrumentos financieros en los cuales se mantienen posiciones dentro o fuera del balance´". Lo anterior se traduce en la probabilidad que tiene un inversionista de perder dinero como consecuencia de variaciones adversas en indicadores tales como la inflación, las tasas de interés, las tasas de cambios, entre otros. Sin embargo, hace más amplio este concepto al concluir que "aparte de los establecimientos de crédito, los demás tipos de entidades vigiladas también se exponen a los riesgos de mercado, los cuales pueden llegar a afectar el valor económico de su patrimonio, el valor mismo de sus portafolios e, incluso, el valor de los fondos o patrimonios que administren en desarrollo de su objeto social, incidiendo en su estabilidad financiera." [13]

En coherencia con la definición de riesgo sistemático anteriormente presentada, el riesgo de mercado califica dentro de este tipo, ya que los cambios en estos indicadores aun siendo ajenos al activo objeto de inversión, si acaban

[12] Circular 100 de 1995 Superintendencia Financiera de Colombia
[13] Circular 100 de 1995 Superintendencia Financiera de Colombia

determinando su precio o valor final. En el caso de la renta fija, el tenedor del título puede estar expuesto a este riesgo durante toda la tenencia del mismo, aun cuando no decida venderlo antes de su vencimiento. Sin embargo, se materializa esta exposición al riesgo de mercado en el caso de que el inversor no mantenga los títulos de deuda hasta el vencimiento, sino que decida venderlos con anterioridad. En ese momento estará expuesto a este riesgo en la medida en que el precio de venta dependerá de cómo haya evolucionado el mercado y, especialmente, el tipo de interés. Así, cabe la posibilidad de que el inversor realizase la venta del título de renta fija a un precio inferior al de adquisición, si los tipos de interés han evolucionado al alza. En los casos en los que se realicen valoraciones periódicas de las carteras de renta fija, los cambios de valoración como consecuencia de las oscilaciones de los tipos de interés se pondrán de manifiesto aunque no se venda la cartera.

La Gestión del Riesgo de Mercado se puede definir como la identificación, medición y control constante del impacto en las posiciones de inversión, financiación y cobertura por los movimientos de los factores de riesgo, como por ejemplo cambios en las posiciones activas y pasivas como resultado de fluctuaciones en las tasas de cambio u oscilaciones en los precios de activos por movimientos en las tasas de interés en los mercados nacionales e internacionales, DTF, LIBOR, entre otras.

La gestión del riesgo de mercado se debe desarrollar de forma secuencial ejecutando los siguientes pasos:

2.3.1.1 Identificación de los Factores de Riesgo.

Es preciso identificar los factores de riesgo a los cuales se encuentra expuesta la empresa, ya que estos condicionan el valor de los derechos a reclamar las obligaciones a cumplir dependiendo de su efecto sobre el valor de los activos. Básicamente es el riesgo de que el valor de los títulos de renta fija (bonos, obligaciones, préstamos, etc.) vaya a variar debido a un cambio en el nivel absoluto del tipo de interés, en el diferencial dos tipos de interés, en la curva de rendimiento o en cualquier otro aspecto relacionado con los tipos de interés. Estos cambios suelen afectar a los valores de forma inversa, ante un aumento de tipos de interés disminuye el precio del título y viceversa. Es por ello, que si las tasas de interés suben, los precios de los bonos caen. En general, el riesgo de tipo de interés aumenta con el tiempo de duración del título.

2.3.1.2 Cuantificación del Riesgo.

Una vez realizada esta identificación preliminar de los factores de riesgo se pasa a desarrollar todo el proceso de aplicación metodológica para establecer la cuantificación del riesgo, este proceso involucra la valoración de las inversiones a precios de mercado y la recolección de la información histórica de los factores de riesgo identificados. Paso seguido se realizan análisis de sensibilidad basados en

las medidas de duración y convexidad, tal como se desarrolla en el siguiente capítulo, las cuales permiten conocer la variación delos precios de los activos ante cambios en las tasas de mercado. Estos conceptos difieren en la precisión del resultado en la medida en que la duración es la primera derivada de la función del precio y la convexidad es la segunda derivada de la misma función, dando un resultado más preciso de la variación de los precios. La valoración a precios de mercado permite actualizar diariamente los portafolios. Este mecanismo ha sido uno de los grandes avances de la regulación financiera moderna. El objetivo de la valoración es calcular, registrar y revelar el precio de intercambio al cual un activo podría ser negociado en una fecha determinada, de acuerdo con sus características particulares. Con el siguiente ejemplo se clarifica el anterior concepto.

2.3.2. Riesgo de Crédito.

La Superintendencia Financiera define el riesgo de crédito como "la posibilidad de que una entidad incurra en pérdidas y se disminuya el valor de sus activos, como consecuencia de que un deudor o contraparte incumpla sus obligaciones" [14] Es decir, este riesgo no es más que es la probabilidad que tiene un inversionista de perder dinero como consecuencia de problemas derivados de la insolvencia de un emisor. Las inversiones en instrumentos de renta fija no están

[14] Circular 100 de 1995 Superintendencia Financiera de Colombia

exentas de este riesgo. Está claro que en el caso de deuda pública el riesgo de impago es nulo bajo la presunción de que el Gobierno nunca entrara en insolvencia como emisor de bonos. Sin embargo en el caso de la deuda privada sí que nos podemos encontrar con que al final la empresa quiebre y no veamos los intereses prometidos de nuestra inversión ni el capital invertido inicialmente. El riesgo de crédito fue y sigue siendo la causa principal de los múltiples episodios críticos que han vivido los sistemas bancarios del mundo en los últimos años. Para medir este riesgo se recurre a la calificación de las firmas calificadoras de riesgo, a los spread de deuda o la CDS (prima que paga el bono).

En Colombia, las entidades obligadas a implementar el sistema de administración del riesgo crediticio, conocido como SARC, son: entidades bancarias, cooperativas financieras, corporaciones financieras y todas aquellas entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia y que tengan dentro de sus funciones otorgar productos de crédito. Como también están los almacenes, depósitos, fondos de ganadería, fondos de pensión entre otros, que no están obligadas a implementar un sistema de gestión del riesgo pero si deben calificar cuentas por cobrar y establecer provisiones en los casos que aplique.

- Criterios de administración del riesgo crediticio. Se deben definir los criterios con los cuales el inversionista evaluara el riesgo. Igualmente, deben establecer mecanismos y controles necesarios para asegurar el cumplimiento estricto de dichos criterios.

- Estructura organizacional. La estructura organizacional apropiada para la administración del riesgo crediticio debe establecer estándares que los lleven a contar con un personal calificado para la administración del riesgo, también debe asignar las responsabilidades de cada rol dentro de las áreas encargadas de tales procesos, estableciendo reglas internas que lleven a solucionar y sancionar problemas de intereses particulares. La estructura organizacional debe velar también por la reserva y el manejo de la información por parte de los empleados y a su vez, garantizarles una plataforma tecnológica necesaria y adecuada para la administración del riesgo crediticio.

- Seguimiento y control. Es una etapa de continuo monitoreo y calificación de las operaciones de acuerdo a las condiciones inmersas en la inversión realizada. Se toman medidas que tengan metodologías y técnicas analíticas que permitan medir el riesgo crediticio, debe contemplar información relacionada con el comportamiento histórico de los portafolios y los créditos, las características de los emisores, sus créditos y las garantías que los respalden. Alternativas que permitan conocer su situación financiera y las variables que puedan afectar el mismo. Los modelos internos que se desarrollen deben determinar la perdida esperada por la exposición al riesgo crediticio, la información que resulte de estos modelos será guardara para crearle un histórico crediticio.

- Calificación crediticia El riesgo de la renta fija ligado a la calidad crediticia o solvencia del emisor del título se valora a través de las calificaciones concedidas por agencias internacionales de rating (Moody's, Standard & Poor's, Fitch), que se representan por un sistema de letras: AAA, AA, A, BBB, para los emisores conocidos como de «grado de inversión». BB, B, CCC, CC, C y D, para los emisores conocidos como inversión especulativa o, más coloquialmente, «bonos basura». Cuanta más alta sea la calificación crediticia, mayor será la probabilidad de recuperar la inversión y cobrar los cupones en las fechas establecidas. Del mismo modo, a priori, menor será la rentabilidad obtenida, dado el menor riesgo asumido. La calificación de riesgo ofrece grandes ventajas para el desarrollo del mercado de valores, como son: Contribuye a una mayor transparencia y uso de la información en el mercado de títulos de deuda. Se crea una cultura de riesgo en la inversión diferente a la rentabilidad y a la liquidez. Brinda una mayor eficiencia al mercado al posibilitarse fijar la rentabilidad de los títulos en función del riesgo implícito de los mismos. Facilita a los inversionistas institucionales diseñar portafolios de inversión balanceados de acuerdo con el riesgo. Permite a los inversionistas involucrar fácilmente el factor riesgo en la toma de decisiones y tener un parámetro de comparación del mismo entre alternativas similares de inversión. Dicha posibilidad es aún más importante cuando al mercado acuden un gran número de emisores y por ello, los inversionistas se encuentran en una virtual imposibilidad física de analizar pormenorizadamente a cada uno de ellos.

Posibilita la ampliación del número de emisores e inversionistas que acuden al mercado público. En efecto, un emisor que no ha acudido al mercado por temor a no colocar sus títulos o a tener que pagar un alto rendimiento para poder hacerlo, al resultar bien calificado puede obtener mejores condiciones financieras para la financiación a través de oferta pública de nuevos títulos o para la consecución de otro tipo de crédito, al paso que mejora la proyección de la imagen de la empresa favoreciendo su posición competitiva. Sintetizando, se han expuesto los cuatro elementos fundamentales en este capítulo para gestionar del riesgo de crédito que existe particularmente en las inversiones de renta fija: criterios o políticas de administración del riesgo, estructura organizacional, monitoreo y control y finalmente la calificación crediticia del emisor.

2.3.3. Riesgo de liquidez.

La Superintendencia Financiera define el riesgo de liquidez[15] como "la contingencia de que la entidad incurra en pérdidas excesivas por la enajenación de activos a descuentos inusuales y significativos, con el fin de disponer rápidamente de los recursos necesarios para cumplir con sus obligaciones contractuales".[16] En riesgo de liquidez se analizan aspectos del sistema financiero como la volatilidad

[15] Capacidad que tiene un instrumento de convertirse en efectivo rápidamente sin alterar sus condiciones rentabilidad, puede también interpretarse este riesgo como la imposibilidad de vender un título porque no haya nadie interesado en comprarlo, siendo este, el riesgo de no poder hacerlo líquido. Un título ilíquido afecta en mayor medida la parte demandante del mismo en comparación con el oferente, pues implica que nadie quiere tenerlo.
[16] Circular 042 de 2001 Superintendencia Financiera de Colombia.

de los precios y el grado de negociación de algunos instrumentos más utilizados. Para las entidades es importante porque su materialización representa altos costos al igual que la perdida de la confianza del público

Tabla No.5 Calificación Deuda largo plaza

ESCALA GENERAL DE CALIFICACIÓN DE LA DEUDA DE LARGO PLAZO				
	Moody's	S & P	FITCH	DBRS
GRADO DE INVERSION	Aaa	AAA	AAA	AAA
	Aa1	AA+	AA+	AA (High)
	Aa2	AA	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-	AA (Low)
	A1	A+	A+	A (High)
	A2	A	A	A
	A3	A-	A-	A (Low)
	Baa1	BBB+	BBB+	BBB (High)
	Baa2 Baa2	BBB	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-	BBB (Low)
GRADO ESPECULATIVO	Ba1	BB+	BB+	BB (High)
	Ba2	BB	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-	BB (Low)
	B1	B+	B+	B (High)
	B2	B	B	B
	B3	B-	B-	B (Low)
	Caa1	CCC+	CCC	CCC (High)
	Caa2	CCC	CC	CCC
	Caa3	CCC-	C	CCC (Low)
Deuda en moneda local Colombia				
Deuda en moneda extranjera Colombia				

Nota. www.fitchratings.com

Actualmente Colombia se encuentra en calificación BBB[17] lo cual significa que se encuentra dentro de los emisores con una adecuada calidad crediticia respecto de otros del país, con la aclaración de que puede tener cambios económicos como la inflación, el acuerdo de paz, la reforma tributaria, entre otros que puedan afectar la capacidad de pago oportuno de sus obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

[17] La categoría más baja de grados de inversión. Indica una capacidad aceptable de repagar capital e intereses. Las emisiones BBB son más vulnerables a los acontecimientos adversos (tanto internos como externos) que las obligaciones con calificaciones más altas.

3. PRESUPUESTO NACIONAL

3.1 Análisis del Presupuesto Nacional

El presupuesto de 2017 asciende a $224,5 billones, los cuales se distribuyen así: $34,6 billones (15,4%) corresponden a gastos de personal y gastos generales, $100,3 billones (44,7%) corresponden a transferencias de ley, $2,2 billones (1%) corresponden a operación comercial, $54,3 billones (24,2%) al pago del servicio de la deuda y $32,9 billones (14,7%) a inversión.

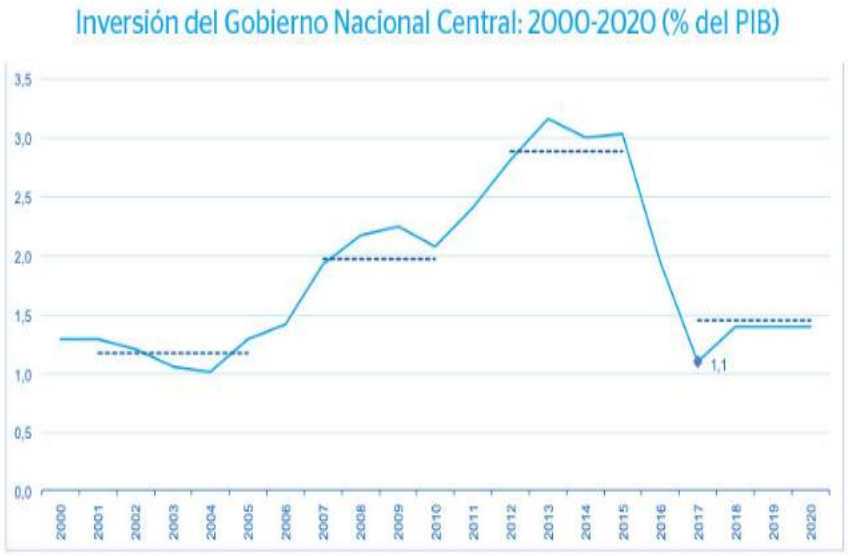
La formulación del presupuesto de 2017 mantiene el control sobre las apropiaciones para gastos de funcionamiento, sin afectar las transferencias de ley destinadas a cubrir las obligaciones pensionales de la Nación, ni el Sistema General de Participaciones Territoriales (SGP). Asigna los recursos para garantizar la operación de las entidades públicas y la atención eficiente a sus usuarios, sin contemplar incrementos significativos en los gastos de administración, pero que busca sí, aumentar la eficiencia. En materia salarial se atiende el mandato de la Corte Constitucional.[18]

En el Presupuesto General de la Nación se observa que el rubro Inversión fue uno de las más representativos con respecto al presupuesto del 2016 con una variación negativa del 10.3%, es decir con 3,76 billones menos que este año, la reducción de recursos de inversión fue la de agricultura, pasará de 1,98 billones de pesos (2015) a 1,17 billones, es decir, 41 % menos, lo que “a todas luces es una contradicción en la política

[18] Ministerio de Hacienda

fiscal", ya que es el agro el sector donde se debería realizar más inversión para cumplir con las promesas del postconflicto.

Tabla No. 6 Inversión del Gobierno Nacional Central 2000-2020 (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Nota. Ministerio de Hacienda

También hablan de congelamiento de nómina del gobierno, pero en el rubro inversión en empleo público aumentara 26,3 % hasta los 279 mil millones de pesos, lo cual no tiene ninguna coherencia.

De acuerdo a declaraciones del el exministro Juan Camilo Restrepo, la inversión queda "hecha añicos con este presupuesto. Es el desplome más importante en los últimos años, añade que este es un movimiento arriesgado en un momento en que la economía necesita apuestas en el frente social, en infraestructura y, especialmente, de cara al posconflicto".

Los principales gastos del presupuesto 2017 son las transferencias de ley, que representan 100,3 billones de pesos, donde los montos más representativos se dan en transferencias el Sistema General de Participaciones, es decir, lo que le gira el gobierno central a entes territoriales, en esto se van a las regiones 36,5 billones de pesos, 9,9 % más que en 2016, donde sobresale el alto gasto pensional que asume el Gobierno, que aumentó 15,1 % frente a 2016 y llegó a 38,24 billones de pesos.

El fenómeno del niño fue una de las principales causas para que la economía colombiana se halla visto afectada en los años 2015 y 2016 bajando la producción agrícola y de rebote al nivel de precios y sin duda, afectara la actividad económica de los próximos años.

TABLA No. 7 Composición Presupuesto Nacional de la Nación

Composición Presupuesto General de la Nación 2016-2017
Miles de millones de pesos

Concepto	2016*	2017 Proyecto	Variación porcentual	Variación absoluta
GASTOS DE PERSONAL Y GENERALES	**33.646**	**34.634**	**2,9**	**987**
Defensa y Seguridad	17.924	18.585	3,7	661
Rama, Fiscalía y Justicia	7.427	7.690	3,5	263
Nivel central (130 Entidades)	8.295	8.359	0,8	64
TRANSFERENCIAS DE LEY	**91.386**	**100.342**	**9,8**	**8.956**
Transferencias para Inversión	47.270	50.270	6,3	3.001
Salud, Educación, Agua, Propósito General (SGP)	33.258	36.547	9,9	3.290
Aseguramiento en Salud	11.487	11.172	(2,7)	(315)
Víctimas, población vulnerable y grupos étnicos	1.439	1.492	3,7	54
Otros sectores	1.086	1.059	(2,6)	(28)
Otras Transferencias	44.116	50.071	13,5	5.956
Pensiones	33.214	38.240	15,1	5.027
Otras Transferencias para Educación (Universidades, FOMAG)	4.527	4.777	5,5	250
Cuotas a entidades y organismos	1.755	2.656	51,3	901
Resto	4.620	4.399	(4,8)	(222)
OPERACIÓN COMERCIAL	**1.688**	**2.199**	**30,3**	**512**
DEUDA	**47.201**	**54.336**	**15,1**	**7.134**
Amortizaciones	23.657	25.759	8,9	2.102
Intereses	23.544	28.576	21,4	5.032
INVERSIÓN	**36.674**	**32.911**	**(10,3)**	**(3.763)**
TOTAL	**210.595**	**224.422**	**6,6**	**13.826**
TOTAL SIN DEUDA	**163.394**	**170.086**	**4,1**	**6.692**

Nota: 2016* apropiación vigente menos aplazamiento, incluye modificaciones en trámite y se reclasifica el régimen subsiado.

Fuente: Dirección General del Presupuesto Público Nacional

Nota. Proyecto de Presupuesto General de la Nación

La reducción del precio del petróleo entre 2013 y 2016 ha provocado una contracción en los ingresos que recibe la Nación del sector de hidrocarburos por más de $23 billones. El monto de los recursos pasó de ser el 3,3% del PIB en 2013 a representar aproximadamente el 1,2% en 2015 y para 2016 se calculan ingresos petroleros negativos equivalentes a -0,1% del PIB. Esto porque las retenciones y anticipos de impuestos realizados en el año gravable anterior superaron el saldo a pagar de este año, que significan un saldo a favor del sector petrolero que se suma a que la asamblea de accionistas de Ecopetrol decidió no repartir dividendos en 2016. El Gobierno nacional buscará fortalecer su dinamismo, en el entendido de que si se quiere construir una nueva economía se necesita que este sector permanezca sólido y que el país mantenga la producción de más de 900 kbd, tal como se ha proyectado.

Es evidente que una reforma Tributaria le permitirá a Colombia aumentar sus ingresos fiscales para así darle sostenibilidad a las finanzas de la nación, sin embargo su objetivo principal es mejorar la equidad y competitividad del sistema tributario colombiano, simplificando el estatuto tributario para facilitar la liquidación y el pago de impuestos por parte de los contribuyentes, es una reforma que busca mejorar la situación tributaria del país, pero pensando en el largo plazo. No es una reforma de oportunidad, de coyuntura, no es para tapar huecos.

3.2. Marco Fiscal de Mediano Plazo

De acuerdo a las proyecciones y estimaciones del Marco Fiscal de Mediano Plazo 2016, el Plan Financiero de 2017 se construye sobre la base de un resultado fiscal responsable pero consistente con las circunstancias actuales de la economía colombiana e internacional teniendo como una de las principales causas la caída de los precios del petróleo de finales de 2014 que llevó a una reducción permanente en los ingresos percibidos por la Nación por concepto de rentas petroleras y de ingresos tributarios por el ejercicio de las empresas pertenecientes a dicho sector. Para la siguiente vigencia se proyectan ingresos petroleros cercanos a cero, debido a que no se esperan dividendos de Ecopetrol y se espera un bajo recaudo tributario neto por parte del sector. Esto responde a bajos precios del petróleo proyectados para 2016, que tienen efecto sobre las cuentas fiscales del próximo año. Adicionalmente, se espera un crecimiento por debajo del nivel potencial de la economía para el próximo año y un bajo crecimiento de las exportaciones en pesos; todo esto con efectos negativos sobre el balance del Gobierno.

Observamos que el Gobierno Nacional tendrá un déficit total de $30,3 billones (3,3% del PIB), producto de la diferencia entre ingresos de $134,0 billones equivalentes a 14,8% del PIB y gastos de $164,3 billones, equivalentes a 18,2% del PIB.

TABLA No. 8 Balance Fiscal del Gobierno Nacional Central 2016 - 2017

CONCEPTO	$ Miles de Millones		% PIB		Cto. (%)
	2016*	2017*	2016*	2017*	2017*/2016*
Ingresos Totales	127.761	134.013	15,0	14,8	4,9
Tributarios	120.643	126.914	14,2	14,0	5,2
No Tributarios	677	722	0,1	0,1	6,6
Fondos Especiales	1.903	2.261	0,2	0,2	18,8
Recursos de Capital	4.537	4.116	0,5	0,5	-9,3
Gastos Totales	161.080	164.342	19,0	18,2	2,0
Intereses	27.074	28.576	3,2	3,2	5,5
Funcionamiento e Inversión**	133.990	135.766	15,8	15,0	1,3
BALANCE TOTAL	-33.319	-30.330	-3,9	-3,3	-9,0
BALANCE ESTRUCTURAL	-18.236	-18.288	-2,1	-2,0	0,3

Nota: DGPM – Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

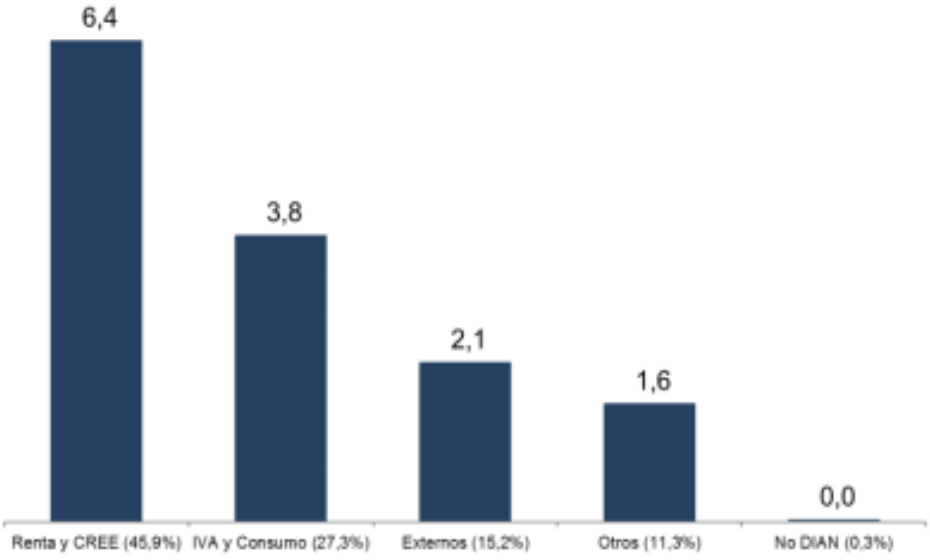
3.2.1 Ingresos

El Gobierno Nacional está proyectando que los ingresos totales asciendan a $134,0 billones (14,8% del PIB) lo que representa un incremento nominal de 4,9% respecto a la vigencia anterior, de los cuales $127,6 billones provienen de ingresos tributarios que representan el 95% del total, donde por concepto de Impuesto a la Renta y el Impuesto sobre la renta para la equidad –CREE- presenten un crecimiento nominal de 11,4% al pasar de $52,3 billones (6,2% del PIB) en 2016 a $58,2 billones (6,4% del PIB) en 2017.[19] Los ingresos por concepto de IVA e impuesto al consumo presenten un crecimiento nominal de

[19] Ley 179 de 2014

2,3%, por valor de $34.685 millones resultado inferior al crecimiento nominal proyectado del PIB, este menor crecimiento responde, en parte, a que el IVA depende de la demanda interna, que se espera que crezca a una tasa menor que el PIB en 2017. Asimismo, se espera un crecimiento nominal de 2,5% de los ingresos tributarios provenientes de la actividad comercial externa al pasar de $18,8 billones en 2016 a $19,3 billones en 2017. Este crecimiento responde a un incremento esperado de las importaciones en dólares contrarrestado en parte por la apreciación del peso esperada para la próxima vigencia.

GRAFICA No. 2 Composición de los ingresos tributarios del Presupuesto General de la Nación 2017



Nota: DGPM – Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Por fondos especiales se proyecta recibir $2,3 billones, así mismo $4,1 billones de ingresos de capital provenientes en su totalidad del sector no petrolero.

3.2.3 Gastos

Los gastos ascienden a $164,3 billones, equivalentes a 18,2% del PIB de 2017, lo que representa una reducción de 0,8 pp con respecto a los proyectados para 2016 (19,0% del PIB). Esta reducción es consistente con unos menores ingresos esperados de 0,2 pp del PIB y un mayor ajuste por Regla Fiscal por 0,6 pp del PIB. Estas erogaciones garantizan los recursos suficientes para atender los compromisos de gasto de orden constitucional, legal y preexistente. De esa forma se cumple con la misión del Estado y se garantiza la adecuada gestión de lo público en un marco de sostenibilidad de las finanzas públicas.

TABLA No. 9 Gastos Totales del Gobierno Nacional

CONCEPTO	$ Miles de Millones		% PIB		Cto. (%)
	2016*	2017*	2016*	2017*	2016*/2017
GASTOS TOTALES	161.080	164.342	19,0	18,2	2,0
Gastos Corrientes	144.529	154.312	17,0	17,0	6,8
Intereses	27.074	28.576	3,2	3,2	5,5
Funcionamiento**	117.455	125.736	13,8	13,9	7,1
Servicios Personales	20.047	21.285	2,4	2,4	6,2
Transferencias	91.405	98.769	10,8	10,9	8,1
Gastos Generales	6.004	5.682	0,7	0,6	-5,4
Inversión	16.535	10.030	1,9	1,1	-39,3
Préstamo Neto	16	0	0,0	0,0	-

*Cifras Proyectadas.

Nota : DGPM – Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

A pesar de una menor necesidad de financiamiento, el pago de intereses se mantiene constante como proporción del PIB, consecuencia de las presiones que ejercen la inflación y la alta tasa de cambio esperada sobre el costo de la deuda. Por su parte, los servicios personales, las transferencias y los gastos generales aumentan en conjunto en 0,1 puntos porcentuales del PIB. En materia de transferencias, el gasto en pensiones incrementa una décima del PIB, pasando de 3,5% a 3,6%; el gasto asociado con las transferencias del CREE se eleva, al pasar de 1,4% del PIB en 2016 a 1,5% del PIB en 2017. En términos de la composición, la mayoría del gasto se destina a transferencias. En este subgrupo se encuentra el pago de pensiones, Sistema General de Participaciones, el CREE y las demás transferencias, que consolidadas suman 60,1% del total de los gastos. El monto restante se distribuye entre intereses (17,4%), inversión (6,1%) y servicios personales (13,0%).

La composición del servicio de la deuda interna muestra un incremento de sus intereses de una décima del PIB, equivalente a $1,6 billones, resultado de mayores presiones inflacionarias. Este incremento se contrarresta en parte con una reducción del costo de las indexaciones. Por su parte, el servicio de la deuda externa se mantiene constante en línea con los movimientos de tasa de cambio esperados.

3.1.3 Fuentes y Usos

Las fuentes de recursos de la Nación para 2017 ascienden a $61,2 billones para atender un déficit de $30,3 billones y unas amortizaciones de $21,4 billones. Para alcanzar el financiamiento requerido, se contempla el 35% del financiamiento a través de fuentes externas y el 65% a través de fuentes internas. Los desembolsos totalizan $51,6 billones, de los cuales $33,4 billones corresponden a deuda interna mientras que los restantes $18,2 billones, equivalentes a US$ 6.000 millones, provienen de deuda externa. Las fuentes externas incluyen el financiamiento a través de bonos externos y créditos con la banca multilateral y otros gobiernos. El endeudamiento interno a su vez, contempla la colocación de TES por subastas de $26,2 billones, operaciones con entidades públicas por $7 billones y otros TES por $0,3 billones para honrar el pago de sentencias y otras obligaciones judiciales.

TABLA No. 10 Fuentes y Usos del GNC 2017

FUENTES	US$	MFMP 61,204	USOS	US$	MFMP 61,204
Desembolsos		**51,661**	**Déficit a Financiar**		**30,330**
Externos	(US$ 6.000 mill.)	**18,199**	De los cuales		
Bonos	(US$ 3.000 mill.)	9,099	Intereses Internos		21,005
Multilaterales y Otros	(US$ 3.000 mill.)	9,100	Intereses Externos	(US$ 2.496 mill.)	7,571
Internos		**33,462**	Gastos en Dólares	(US$ 476 mill.)	1,442
TES		**33,442**			
Subastas		26,192	**Amortizaciones**		**21,373**
Entidades Públicas		7,000	Externas	(US$ 2.605 mill.)	8,156
Pago de obligaciones		250	Internas		13,216
Otra Deuda Interna		**20**			
Utilidades Banco República		**808**	**Deuda Flotante**		**1,304**
Ajustes por Causación		**2,073**	**Pago de obligaciones**		**250**
Disponibilidad inicial		**6,662**	**Operaciones de Tesorería**		**4,635**
En pesos		2,975			
En dólares	(US$ 1.170 mill.)	3,687	**Disponibilidad Final**		**3,313**
			En pesos		1,514
			En dólares	(US$ 593 mill.)	1,799

*Cifras proyectadas

Nota: DGPM – Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

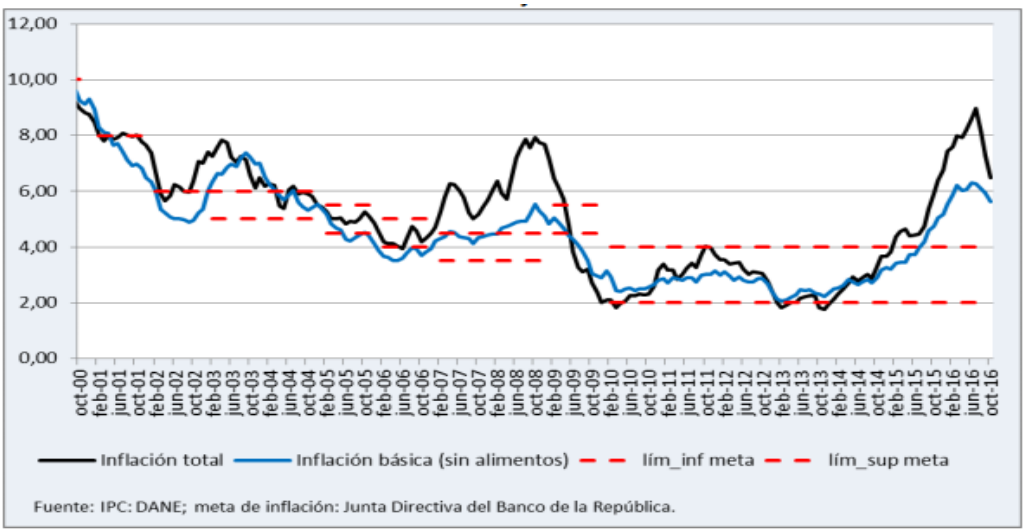
3.2.4 Indicadores económicos

Los fundamentales macroeconómicos observados durante los últimos dos años, como los menores precios del petróleo, la depreciación nominal y el menor crecimiento económico, han tenido fuertes repercusiones sobre los ingresos y gastos de la Nación. Se espera que estos impactos se mantengan en el mediano plazo, lo que en términos prácticos resulta en unos menores ingresos y mayores gastos, y por ende en una presión hacia mayores déficits totales. El Gobierno supone que la caída de los precios del petróleo será un fenómeno permanente. No se espera que se vuelvan a observar niveles de precio superiores a los USD70 por barril en el mediano plazo. De igual forma, para el escenario de mediano plazo[20]se supone que la Reserva Federal de Estados Unidos continuará con el proceso de normalización de su política monetaria. Sin embargo, la realidad económica y legal establece una senda clara y responsable sobre la cual el balance total deberá situarse en los próximos años. Colombia continúa siendo un país con múltiples necesidades de gasto social e inversión pública. El Gobierno debe llevar a cabo su política económica en un contexto de responsabilidad fiscal y sostenibilidad, para esto, se reconoce una senda de déficit limitada por la Regla Fiscal y los mercados.

[20] Ministerio de Hacienda- Marco Fiscal de Mediano Plazo

3.2.4.1 Inflación[21]

TABLA No. 11 Inflación y meta de inflación



Nota : IPC, DANE: Meta de Inflación; Junta Directiva Banco de la República

En el informe del Gerente General del Banco de la Republica Jose Dario Uribe, presentado el pasado 4 de Nov de 2016 nos habla de que en septiembre de 2016 la inflación se situó en 7,27%, reduciéndose por segundo mes desde su máximo nivel del año observado en julio (8,97%). Esta desaceleración, mayor que la prevista, se explica principalmente por el menor ritmo de aumento en el precio de los alimentos y, en menor

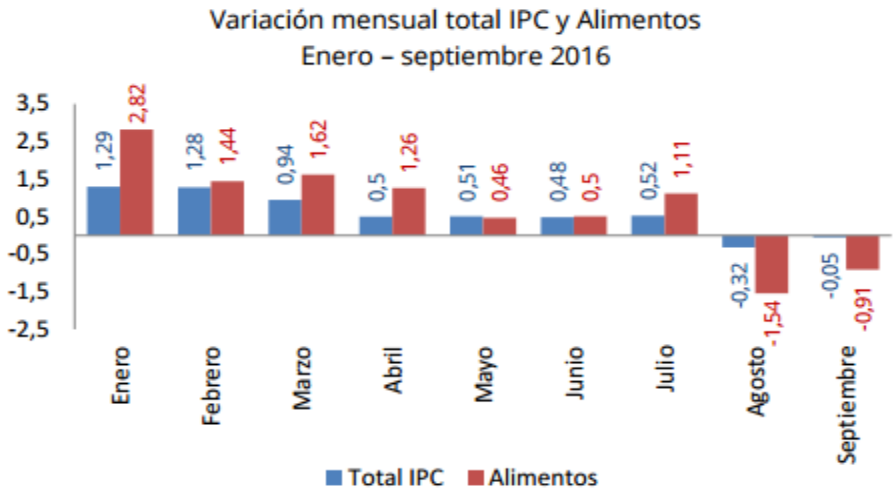
[21] El fenómeno de la inflación se define como un aumento sustancial, persistente y sostenido del nivel general de precios a través del tiempo.

medida, por la moderación en los incrementos de los precios de bienes y servicios más impactados por la fuerte depreciación nominal pasada, por lo que la inflación se aleja cada vez más de su meta.

3.2.4.2 IPC

De acuerdo al comunicado de la DIAN del 5 de Octubre de 2016 nos indican que de enero a septiembre de 2016, la variación en el IPC fue de 5,25 %. En 2015, la variación fue de 4,76 %. El grupo que presentó menor variación año corrido fue diversión con 2,00 %. En enero-septiembre de 2015 fue de 2,39 %. El grupo con la mayor variación en lo que va de 2016 fue salud con 7,55 %. En enero – septiembre de 2015 fue de 4,26 %. En el comportamiento de la variación del IPC en el año corrido se puede observar que a partir de julio de 2016 (tercer trimestre julio-septiembre) se presenta un cambio en la tendencia y se presenta una disminución en la variación de precios.

TABLA No. 12 IPC 2016



Nota. http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/ipc/cp_ipc_sep16.pdf

3.2.4.3.PIB

En el segundo trimestre de 2016 respecto al mismo periodo de 2015, el Producto Interno Bruto creció 2,0%, explicado principalmente por el comportamiento de las siguientes ramas de actividad: industria manufacturera; establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias y servicios a las empresas; y actividades de servicios sociales, comunales y personales. Por su parte, la actividad que registró la mayor caída fue explotación de minas y canteras. Respecto al trimestre inmediatamente anterior, el Producto Interno Bruto creció 0,2%. El mayor incremento se presentó en la actividad industria manufacturera. Por su

parte, la actividad que registró la mayor caída fue transporte, almacenamiento y comunicaciones. Durante el primer semestre de 2016 respecto al mismo periodo del año anterior el incremento fue de 2,3%. Las actividades con mayor crecimiento fueron: industria manufacturera; establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias y servicios a las empresas; y construcción. Por su parte, la actividad que registró la única caída fue explotación de minas y canteras.[22]

3.3. Meta de Financiación Deuda Pública 2016

A la fecha la Nación ha cumplido el 99% de la meta de colocaciones de TES para 2016 y el monto que exceda la meta de colocaciones del 2016 quedará como disponibilidad final para atender obligaciones de la vigencia 2017.

El 22 de agosto de 2016 el Gobierno Nacional amplió su cupo de emisión Títulos de Tesorería TES Clase B en el mercado local hasta por un monto de $8 billones. Ésta medida obedece a la evolución positiva que han mostrado las colocaciones de TES a lo largo de la vigencia 2016 que a la fecha ascienden a $31.09 billones y al buen desempeño de la curva de rendimientos de TES.[23]

[22] DANE
[23] Decreto 1340 del 19 de agosto de 2016,

La ampliación del cupo responde a la dinámica positiva que ha presentado la colocación de TES principalmente a través de entidades públicas y el nivel de tasas observado en el mercado de TES, se ha observado que ha impactado positivamente el desempeño de la meta de financiamiento por este rubro, sobrepasando en un 63% las proyecciones establecidas en el Plan Financiero presentado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo.

Por lo anterior y con el fin de atender la demanda potencial de estas entidades en lo que resta de la vigencia 2016, el Gobierno Nacional amplió su autorización para colocar TES en la mencionada vigencia, sin modificar la meta establecida por el rubro de subastas.

El monto que exceda la meta de colocaciones establecida en el Marco Fiscal de Mediano Plazo para el 2016 se reducirá de la meta de financiamiento presentada para la vigencia 2017. El ministerio explicó que esta emisión adicional de TES se realizará entre entidades públicas, por lo que no se afectará el monto de las subastas de títulos que se realizan en el mercado.

TABLA No.13 META DE FINANCIAMIENTO DEUDA PUBLICA 2016

Meta de Financiamiento deuda pública interna 2016
Subdirección de Financiamiento Interno de la Nación
Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional
Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Mes	Subastas	Entidades Públicas	Ejecutado	Acumulado	Meta	Cumplimiento meta
ene-16	2.000	772	2.773	2.773	28.345	9,78%
feb.-16	3.096	282	3.379	6.151	28.345	21,70%
mar-16	3.403	881	4.283	10.434	28.345	36,81%
abr.-16	2.188	1.589	3.777	14.211	28.345	50,14%
may-16	2.466	1.260	3.727	17.938	28.345	63,28%
jun.-16	2.604	2.357	4.961	22.899	28.345	80,79%
jul-16	2.839	1.795	4.633	27.532	28.345	97,13%
ago.-16	2.592	632	3.224	30.756	28.345	108,51%
sep-16	2.058	1.537	3.595	34.351	28.345	121,19%
oct.-16	75	1.117	1.193	35.544	28.345	125,40%

Nota. http://www.irc.gov.co/

Conclusiones

Los Riesgos de Inversión en renta fija son riesgos de Crédito, de mercado, de liquidez, operacional y legales, sin embargo se dice que las inversiones en Títulos de Tesorería (TES), están técnicamente libres de riesgo, pero depende de los acontecimientos internacionales tales como, conflictos políticos, crisis financieras, especulaciones en materia económica, etc.

Los Títulos de Tesorería componen un activo importante para los inversionistas Colombianos, requieren de una vigilancia y control donde se involucren metodologías de riesgo de mercado, que nos ayuden a cuantificar las posibles pérdidas que se registrarán en los portafolios que se administren.

Es importante que se presenten metodologías de gestión del riesgo por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia para la evaluación y aceptación del aquellos entes sujetos a vigilancia y que se actualicen los diferentes modelos de gestión del riesgos para las diferentes modalidades y concentraciones económicas.

La economía Colombiana atraviesa por una desaceleración económica asociada directamente por la caida del precio internacional del petroleo, al igual que las bajas economicas de nuestros socios comerciales lo que nos obliga a realizar una trnasformación y cambio de actividades económicas, como la industria, agricultura y servivios.

Para los años 2013 a 2016, el choque de los menores precios de petróleo derivó en una presión fiscal de 4,3% del PIB sobre el balance del Gobierno Nacional Central. Por un lado, los ingresos 151 petroleros, que se constituyen con el recaudo de los impuestos de Renta y CREE del sector petrolero y los dividendos pagados por Ecopetrol, cayeron 3,4 pp. Por otro lado, el mayor gasto en intereses, de 0,9 pp responde al encarecimiento de la deuda por la mayor depreciación nominal. Dado el nivel de déficit permitido por la Regla Fiscal para el año 2016, el ajuste se logró mediante un mayor déficit de 1,6% del PIB, una reducción en los gastos de 1,1% del PIB y un aumento en los ingresos no petroleros de 1,6% del PIB en 2016 respecto a 2013.

La estrategia de mediano plazo que se presenta para el Gobierno Nacional Central es consistente con supuestos macroeconómicos proyectados de forma conservadora y que reflejan la visión actual sobre la situación de la economía nacional y las expectativas del mercado petrolero.

Se considera que el Gobierno Nacional debería realizar reformas importantes que aseguren la sostenibilidad financiera del País a largo plazo, donde no se puede seguir incrementando el gasto, sin tener un equilibrio con el Ingreso ya que se tienen altas obligaciones por cumplir.

Bibliografía

Martin Echeverri, Juan Pablo Sierra y Michele Aguilar. (2011). Operación Bursatil en el Mercado de Renta Fija. Bock Publishing co, LLG.

Sergio Clavijo, ANIF Centro de Estudios Económicos, Diciembre de 2016, Reglas vs. Discreción (operativa) en la Banca Central: la coyuntura 2006-2007.

Sergio Clavijo, ANIF Centro de Estudios Económicos, Febrero 08 de 2016, El mercado de TES en Colombia: riesgo interno vs. Riesgo externo

Capítulo XXI, Criterios y Procedimientos para medición de riesgos de mercado, Superfinanciera. Circular 042 de 2002.

Bolsa de Valores de Colombia [página Web.].
http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. [página Web.].

http://www.irc.gov.co/irc/es/infodeudapublica/infogeneral/deudainternapf

Rankia Colombia. [página Web.].

http://www.rankia.co/foros/bancos-co/temas/1927812-titulos-tesoreria-tes

Documento CONPES Consejo Nacional de Política Económica y Social República de Colombia Departamento Nacional de Planeación. [página Web.].

https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/CONPES/Económicos/3537.pdf

Banco de la República. [página Web.]. http://www.banrep.gov.co/

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. [página Web.].

http://www.minhacienda.gov.co/

http://www.eltiempo.com/economia/sectores/gobierno-amplia-cupo-de-titulos-de-deuda-publica-domestica/16680615