

Los Títulos de Deuda Pública “TES” en Colombia
“Una Herramienta de la Deuda Publica”
¿Son los TES realmente un dinamizador de la deuda pública Colombiana?

Nubia Giusshara Castro Alarcón.
Diego Fernando Sua Díaz.

Universidad La Gran Colombia
Facultad de postrados
Programa de Especialización en Gerencia Financiera.
Bogotá 2016.

Contenido

Resumen.....	5
Justificación.	6
Objetivos.	7
1. Marco Referencial.	8
1.1 Sistema financiero Colombiano.	8
1.2 ¿Qué son los TES?	9
1.2.1 Tratamiento Tributario	10
1.2.2 Formula.....	11
1.3 ¿Qué es la deuda nacional?	12
1.4 ¿Quiénes participan en la subasta de TES?	17
1.4.1 Aspirantes a Creadores de Mercado.	19
1.5 ¿Qué es el Sistema Electrónico de Negociación?	20
1.6 ¿Cómo se conforman los portafolios de Inversión?	21
1.6.1 Calificación de Riesgo.....	21
2. Una Mirada a la Deuda Pública y El Presupuesto	24
2.1 Relación entre la estabilidad financiera y estabilidad macroeconómica.	30
3. Conclusiones	39
Referencias.....	41

Índice de Gráficos

Gráfico 1. Deuda Externa por Sector (millones de dólares)	15
Gráfico 2. Deuda Externa por Sector (Millones de dólares)	¡Error! Marcador no definido.
Gráfico 3. Deuda Externa del Sector Real Privado por Instrumento	25
Gráfico 4. Tasa Ponderada de Endeudamiento Externo del Sector Privado Según Plazo de Contratación	26
Gráfico 5. Deuda Externa del Sector Financiero Privado por Plazo (millones de dolares)	27
Gráfico 6. Tasas TES B (Cifras Porcentuales).....	31
Gráfico 7. Ejecución Presupuestal de Servicio de la Deuda- Primer Semestre de 2016 (Billones de pesos)	38

Índice de Ilustraciones

Ilustración 1. Sistema Financiero Colombiano	8
Ilustración 2. Mapa Deuda Pública Global	15
Ilustración 3. Indicador Riesgo País	16
Ilustración 4. Subasta de Tes (pesos colombianos)	28
Ilustración 5. Servicio de la Deuda 2016 – 2017 (miles de millones de pesos)	35

Resumen

Dentro del sistema económico Colombiano los Títulos de Deuda pública TES, son instrumentos que emiten los gobiernos para financiarse, adicionalmente para los inversionistas adversos al riesgo, son considerados como una fuente de inversión sana, pues en sí, no comprometen su capital.

En la actualidad se habla de varios tipos de TES, entre ellos: TES renta fija, renta variable, en dólares, en UVR (unidad de valor real); los cuales pasado el periodo de liquidación dan una rentabilidad al inversionista; entre lo “garantizado” de la inversión en TES, se encuentra básicamente que el inversionista no pone en riesgo su capital. En este trabajo, se busca presentar cuales son las variables económicas que influyen en las decisiones de los inversionistas, para elegir el TES.

Para lo anterior se anexa información como gráficas, y cuadros que reflejan las emisiones y los rendimientos, con el fin de comprender la evolución de los TES; en suma, se expone la manera cómo funcionan dentro del mercado los TES, y por supuesto comentarios propios con relación al entorno económico actual y las ultimas emisiones; con lo anterior, se pretende que el lector tenga una visión más amplia de cómo funcionan los TES, como influyen las diferentes variables económicas en la decisión de invertir en ellos, y finalmente la opinión de los autores acerca de las condiciones y expectativas políticas- económicas actuales, y el futuro de los TES.

Justificación.

El crecimiento de la deuda pública, ha permitido que el gobierno adapte otras modalidades para minimizarla, entre ellas se cuenta como uno de los principales instrumentos, la emisión de TES, que tiene aspectos paralelos, por un lado, la emisión de TES representa deuda interna, pero así mismo, representa disminución de la deuda externa, por otro lado, y como efecto de dichas medidas, se puede decir, que el país ha tenido un incremento en la confianza de los inversionistas, lo cual permite darle mayor credibilidad al mercado de Capitales.

Esta investigación tiene como objetivo conocer el comportamiento de los TES y su efecto sobre la deuda soberana, considerando a esta, como un elemento clave para el estudio de las decisiones tanto fiscales como monetarias que toma el Banco de la República.

El tema se presenta de tal modo que se abarque, la creación de los TES, los tipos de TES, que hay en Colombia, la importancia de la Bolsa de Valores de Colombia, para efecto de negociación de los TES.

Finalmente, se busca contribuir en la interpretación de uno de los fenómenos económicos más importantes dentro de la actividad económica de un país; como se ha mencionado anteriormente el endeudamiento algunas veces tiene una relación directa con el estancamiento o el desarrollo de la economía

Objetivos.

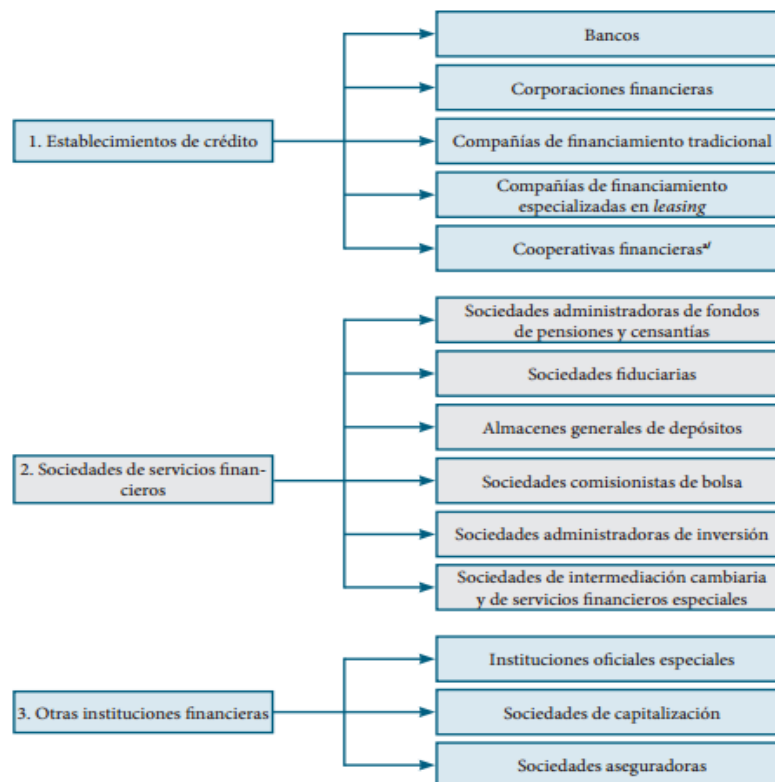
-  Analizar y determinar el efecto socio económico que han tenido los TES dentro del mercado financiero y la deuda pública del país.
-  Definir el comportamiento de los TES en Colombia.
-  Interpretar las últimas emisiones de TES, como efecto de la deuda Publica.
-  Explicar las consecuencias que ha tenido la inversión en TES, en relación con el presupuesto nacional (para los últimos 4 periodos).

1. Marco Referencial.

1.1 Sistema financiero Colombiano.

El sistema financiero Colombiano es el conjunto de conglomerados financieros, los cuales hacen presencia en el ámbito interno y externo, estos están conformados principalmente por las entidades de otorgamiento de crédito, y servicios financieros; posterior a la crisis de los años 90, la recuperación económica ha sido resultado de los ajustes hechos por el gobierno y la Superintendencia Financiera, que ha traído beneficio al país en términos de mejorar indicadores de rentabilidad, riesgo y solvencia económica.

Ilustración 1. Sistema Financiero Colombiano



Nota: Tomado de: (Banco de la República de Colombia, 2012)

Marco Teórico.

En el primer capítulo, se describen los TES, en el segundo se desarrolla la temática central del trabajo, adicionalmente se realiza un análisis detallado de la información suministrada en el documento (análisis económico).

1.2 ¿Qué son los TES?

El banco de la república lo define de la siguiente manera: “los TES son títulos de deuda pública doméstica, emitidos por el gobierno y administrados por el Banco de la República” (Banco de la República. Banco Central de Colombia, 2013). Así, los TES son el mecanismo por el cual el gobierno busca financiar deuda, este tipo de bonos no manejan liquidez; por lo menos no, hasta su vencimiento; el plazo es determinado en pro de regular el mercado monetario, la rentabilidad es determinada por el Gobierno Nacional, las tasas que rigen dicha rentabilidad están asociadas al día que se emiten los bonos, en Colombia los bonos se pueden emitir en pesos, en unidades de Valor real, y en dólares.

Los títulos fueron introducidos al mercado como fuente de financiación del gobierno mediante la ley 51 de 1990¹, esta ley determinó dos tipos de TES.

- ✚ TES Clase A: Aquellos que se emiten para cubrir la brecha o déficit existente en el banco de la república, y para sustituir a su vencimiento la deuda de OMAS (Operaciones de mercado abierto).
- ✚ TES Clase B: Son los que se emiten para financiar la deuda de la nación, se emiten bajo lo autorizado o dispuesto en la ley 50 de 1990.

¹ Ley 51 de 1990, disponible en línea: <http://www.dmsjuridica.com/CODIGOS/LEGISLACION/LEYES/1990/L0051de1990.htm>.

De acuerdo al objetivo de este trabajo, estos son los bonos que se tendrán en cuenta para el desarrollo del documento, los bonos que se emiten son vigilados por el Banco de la República, como se mencionó anteriormente.

En Colombia los bonos son negociados en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), esta es una entidad privada nació el 3 de julio de 2001, y su objetivo es contribuir al desarrollo de la economía Colombiana².

Los TES clase B, se dividen según su rendimiento en tasa fija y tasa variable.

✚ Tasa fija: Corresponde a los bonos que se emiten para un plazo de 1, 2 ,3 5,7 y 10 años.

✚ Tasa variable: Corresponde a los bonos emitidos para 5, 7 y 10 años.

1.2.1 Tratamiento Tributario

Los tenedores de TES Clase B están sujetos al pago de la tarifa de retención en la fuente sobre el rendimiento financiero por concepto de intereses. De acuerdo con lo establecido por la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) en el caso de títulos con descuento tanto el rendimiento como la retención se causan en el momento de la enajenación del respectivo título; sobre la diferencia entre el valor nominal del título y el de la colocación o sobre la diferencia entre el valor de adquisición y el de enajenación, cuando éste último fuere inferior al de adquisición.

En el evento de que el título sea redimible por un valor superior al nominal, este exceso se agregará la base sobre la cual debe aplicarse la retención. La tarifa de retención en la fuente

² Bolsa de Valores Colombia, misión, visión, valores, disponible en línea:
<https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/AcercaBVC/misionVisionValores?action=dummy>.

aplicable a los rendimientos financieros provenientes de títulos emitidos por entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria, o de títulos emitidos en desarrollo de operaciones de deuda pública, cuyo período de redención no sea inferior a cinco (5) años, será del cuatro por ciento (4%), y para títulos cuya redención sea a corto plazo (periodos menores a cinco años) les corresponderá una tarifa del siete por ciento (7%) de la respectiva causación, pago o abono en cuenta.

1.2.2 Formula

A. Valor de la reafuente sobre la utilidad por la diferencia entre el valor nominal y el precio de venta:

$$\{100 - [P - [(1 + \text{tcupón})^{365-\text{días al vencimiento}/365} - 1]] \times 100\} \times \% \text{Retención}$$

B. Valor de la reafuente sobre los intereses corridos a la fecha de colocación:

$$[(1 + \text{tcupón})^{365-\text{días al vencimiento}/365} - 1] \times 100 \times \% \text{Retención}$$

Los bonos según la definición inicial de TES, son emitidos por el gobierno, por lo mismo, cuentan con el respaldo de estos, como los bonos se pueden emitir a un plazo determinado, esos Ingresos o renta esperada es incluida en el presupuesto Nacional como recursos de capital. En una de los textos guía para el desarrollo del presente documento³, mencionan la emisión de bonos tipo Mixto, los cuales tienen como característica principal de la combinación de tasas variable y fija para el pago de sus rendimientos. Las características principales de estos son:

 Los TES se colocan bajo la suscripción de un contrato Underwriting⁴.

³ Loaiza S. G, Tamayo P.M. Los TES como Dinamizador del mercado financiero, “Un dinamizador de deuda pública”.

⁴ Underwriting: El underwriting es un instrumento financiero, por el cual se puede lograr una paulatina canalización de recursos hacia las actividades productivas. Pero para que ellos sea posible, depende de que exista un adecuado mercado de capitales, disponible en línea: <http://www.banrepcultural.org/node/19153>

- ✚ Tienen una fecha única de emisión y su vencimiento no puede superar, ni estar por debajo de los 10 años; durante los primeros 2 años son considerados títulos de renta fija a tasa fija, y los años restantes a títulos de renta fija a tasa variable
- ✚ Los rendimientos, durante los primeros dos años, se liquidan con tasa efectiva anual pagadera año vencido, según lo establecido por el Ministerio de hacienda y crédito, los ocho años restantes tienen un rendimiento anual correspondiente a un margen fijo sobre los saldos de capital, los cuales se van incrementando anualmente y acorde a la tasa de referencia, la cual es publicada por el DANE.

Otra de los tipos de TES, son los emitidos con tasa variable indexados al IPC, este tipo de bonos destina las utilidades obtenidas para la financiación de mediano y largo plazo de los gastos estipulados en el presupuesto de la Nación. Se diría que en la medida que el gobierno fue necesitando financiamiento de la deuda, y las circunstancias de la economía se fueron emitiendo bonos, haciendo mención a los TES con rentabilidad ligada al UVR, o en Dólares.

1.3 ¿Qué es la deuda nacional?

Es la deuda que adquiere el gobierno de un país. La deuda publica suele incluir además de los prestamos dados al gobierno, los que toman los organismos regionales o municipales, institutos autónomos y las empresas del estado, pese al respaldo que tienen por parte del gobierno. La deuda se divide en corto y largo plazo, y la deuda en interna y externa.

- ✚ Deuda Interna: parte de la deuda pública, las diferentes entidades lo hacen a través de instrumentos formales, ejemplo bancos, entidades comerciales etc., algunas veces se emiten bonos o valores que se negocian en el mercado.

- ✚ Deuda Externa: como su nombre lo indica, hace alusión a la deuda que se adquiere con entidades o personas en el exterior.

En relación a la definición de deuda externa, dada por el banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, la estadística de la deuda externa incluye el financiamiento obtenido de las personas no residentes en el país, básicamente en préstamos, créditos comerciales, títulos de deuda, arrendamiento financiero y titularizaciones. Las siguientes definiciones son tomadas del Banco de la República.

- ✚ Prestamos: Incluye pasivos financieros creados cuando un prestamista acuerda con el deudor una operación no negociable.
- ✚ Crédito comercial: Se refiere a la aprobación directa de créditos por parte de proveedores en transacciones de bienes y servicios, generalmente pagos anticipados por productos de elaboración.
- ✚ Títulos de Deuda: Directamente relacionada con la financiación otorgada en los mercados internacionales de capital, pese a la colocación de bonos y pagares.
- ✚ Arrendamiento Financiero: Mecanismo de financiación para la obtención de un bien o servicio, se dice que es financiación externa, cuando un residente toma un arriendo con una persona del exterior.
- ✚ Titularizaciones: Son las operaciones que emiten títulos valores donde los pagos de rentabilidad y capital dependen del conjunto de activos que lo respaldan, un ejemplo es una importación, el objetivo de una titulación es convertir un activo ilíquido en un título valor negociable.

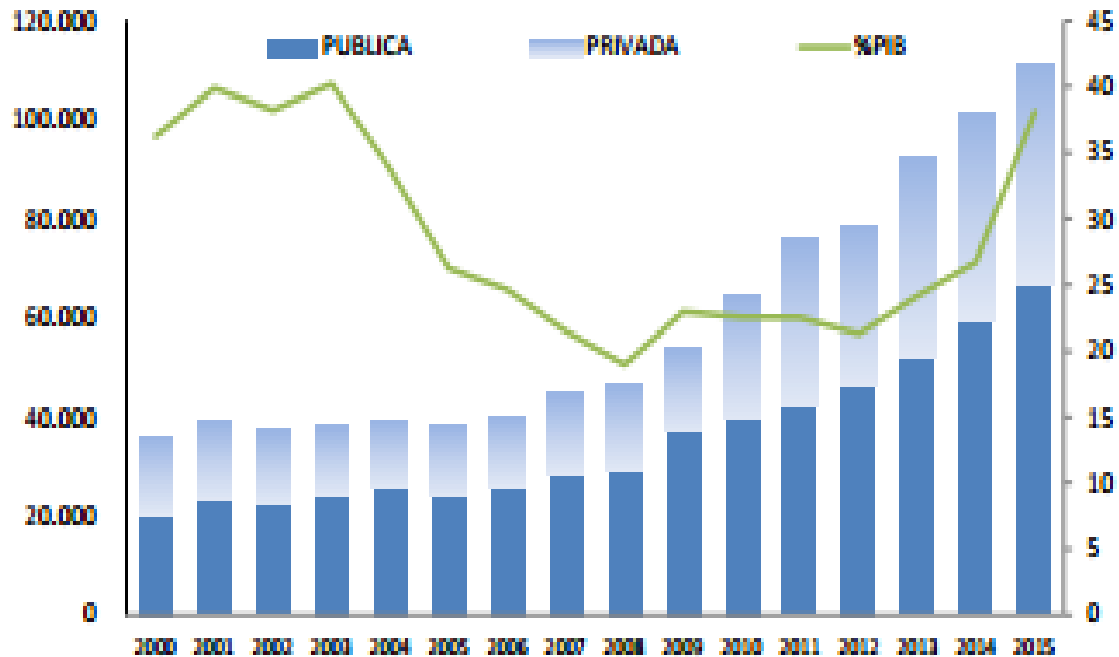
- ✚ Deuda Externa de Mediano y Largo Plazo: Vencimiento pactado a más de un años partir del desembolso de los recursos.
- ✚ Deuda Externa Cortó Plazo: Deuda pactada igual o inferior a un año.
- ✚ Endeudamiento Neto: Es equivalente a la diferencia entre desembolsos y amortizaciones; se entiende por amortización, a los pagos generados por reembolsos de capital. Cuando esa diferencia es positiva, significa que los residentes o ciudadanos (colombianos) se están financiando del exterior. Cuando es negativo, refleja el pago que los ciudadanos están realizando a su deuda externa.
- ✚ Deuda Privada Externa: Es la deuda que adquieren los agentes privados, con los no residentes, en el exterior y que no cuentan con el respaldo del sector público.

Las obligaciones se derivan de bonos colocados en el exterior, financiación de operaciones de comercio exterior, la rentabilidad obtenida tiene como objetivo financiar capital de trabajo, importaciones, inversiones en el exterior, etc. El sector privado suma deuda externa mediante:

- ✚ Financiación Directa: Se refiere principalmente a las actividades comerciales como préstamos, créditos, financiamiento, que otorgan desde el exterior a las empresas nacionales.
- ✚ Deuda externa: Se adquiere a través del sistema financiero nacional, haciendo alusión principalmente al endeudamiento de los bancos comerciales con el exterior para el financiamiento de sus operaciones de comercio exterior.

En el gráfico 1, se puede observar la evolución de la deuda por sectores, en el periodo comprendido entre el 2010 y 2015.

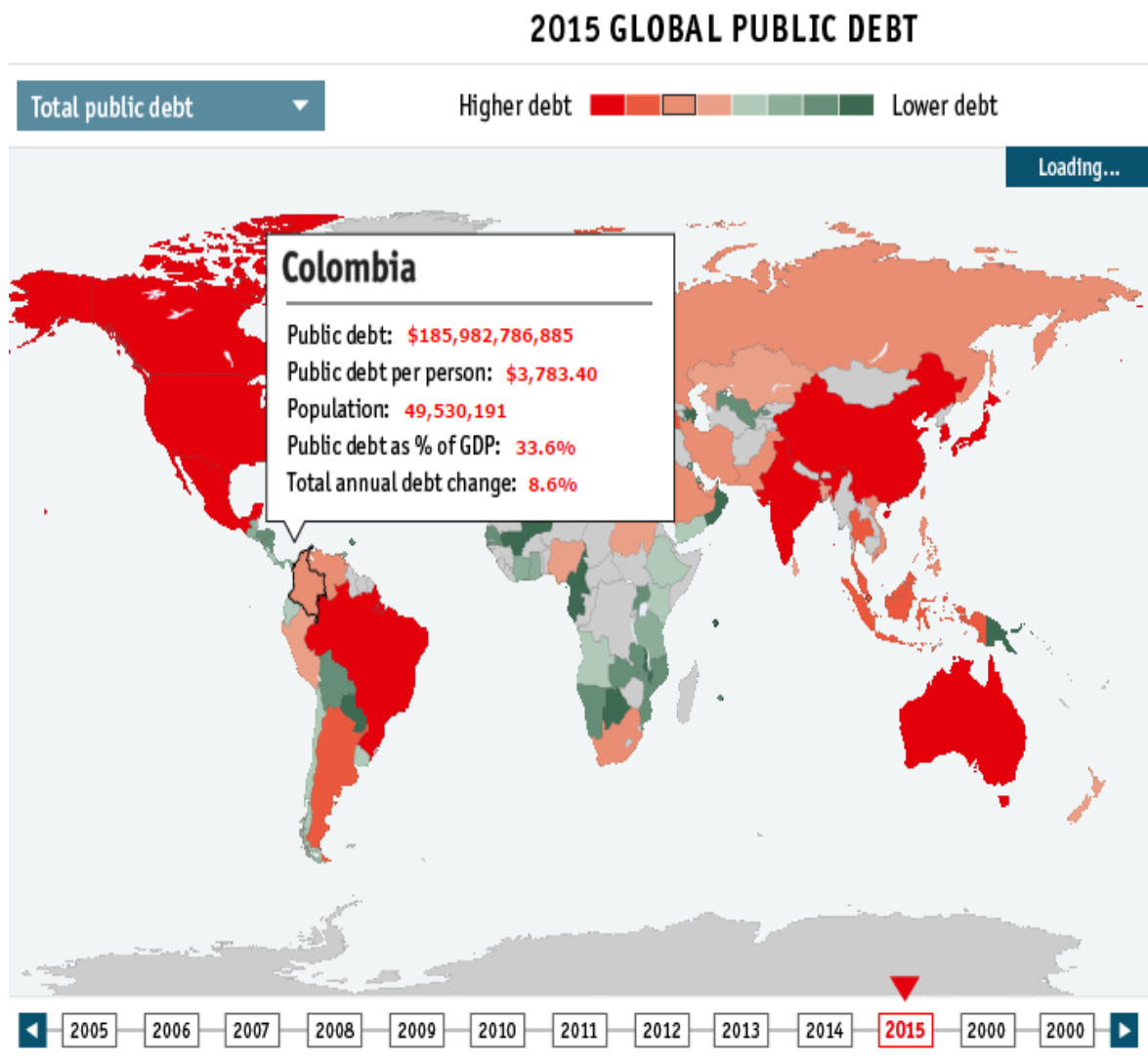
Gráfico 1. Deuda Externa por Sector (millones de dólares)



Nota: Tomado: (Banco de la República, 2016)

En el gráfico 1 se puede analizar que la deuda ha ido creciendo, que la deuda del sector público es mayor a la del sector privado, pero resulta también importante entender cuál ha sido el porcentaje de la deuda con relación al PIB.

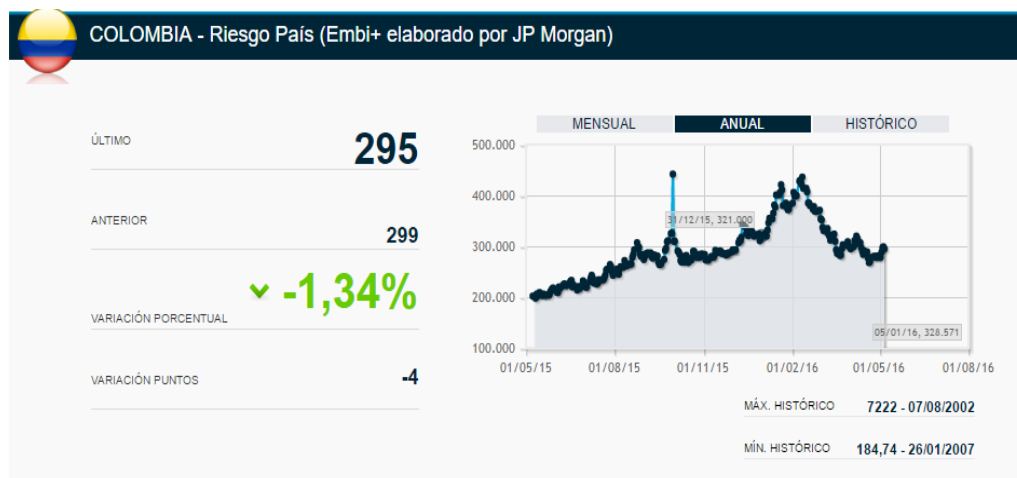
Ilustración 2. Mapa Deuda Pública Global



Nota: Tomado: (The Economist, 2012)

La deuda pública Colombiana para el año 2015, se registró en \$185.982.786.885 usd, lo cual quiere decir que por persona (para ese año), la deuda se estima en, \$3.783.40 usd, (población año 2015, 49,530.191 habitantes), del 100% del PIB, la deuda representa 33.6%. Si la comparamos con el riesgo país, que resulta apropiado mencionar, cuando de variación de la deuda se trate se tiene los resultados se observan en la ilustración 3.

Ilustración 3. Indicador Riesgo País



Nota: Tomado Fuente: (Ambito, 2016)

El indicador riesgo país mide las posibilidades de que un país emergente cumpla con el pago de su deuda externa, entre más alto sea el indicador, mayor son las posibilidades que este entre en mora.

1.4 ¿Quiénes participan en la subasta de TES?

Este mecanismo es conocido como creadores de mercado, el ministerio de Hacienda y crédito público, mediante la resolución número 3331 de 2004, los define como la agrupación de entidades financieras y sociedades comisionistas de bolsa que tienen posibilidades exclusivas en la subastas de los títulos, generalmente se caracterizan en lo que ya son creadores, y quienes aspiran a hacerlo.

El Diario la Republica⁵, el pasado 8 de enero del 2016, publica los que serían los creadores del mercado para el año, estos son:

⁵ Romero, disponible en Línea: http://www.larepublica.co/gobierno-designa-diez-creadores-de-mercado-para-2016-llegan-credicorp-y-gnb-sudameris_338841

-  Credicorp capital
-  Banco GNB Sudameris
-  Bancolombia
-  Davivienda
-  Bbva
-  Corficolombia
-  JP Morgan
-  Citibank
-  Banco Agrario
-  Colpatria

Entre los aspirantes, dice el diario de la república serán tres:

-  Corpbanca
-  Banco popular
-  Banco de Bogotá

La condición de creador o aspirante, la otorga directamente el ministerio de hacienda y crédito público, dirección general de crédito público por un año calendario, evidentemente deben cumplir con los requisitos establecidos según el acuerdo anteriormente citado.

Los creadores de mercado⁶, está conformado por las entidades de la vigencia previa que hayan cumplido con la adjudicación de TES clase B, las entidades que deseen ingresar deben cumplir con requisitos en riesgo y capital. Las prerrogativas son las siguientes:

⁶ Boletín jurídico, No 24 programa creadores de mercado para títulos de deuda pública, disponible en línea:
<https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/Normativa/PrincipalesPublicaciones/boletinej/boletin2409/programa.html>

- ✚ Acceder, junto con los aspirantes a creadores de mercado, de manera exclusiva a las subastas periódicas en el mercado primario de TES.
- ✚ Proponer la implementación de medidas que les permitan maximizar su labor, minimizar el riesgo, o en su defecto que estén a fin de mejorar el funcionamiento del mercado de TES.
- ✚ Participar en las segundas vueltas de subastas de los TES.

Las obligaciones son las siguientes:

- ✚ Hacerse acreedor del 4% de las adjudicaciones en el mercado primario de TES clase B, durante la vigencia, incluyendo las colocaciones por el mecanismo de subasta y segunda vuelta; adicionalmente deberá estar dentro de los primeros lugares de los creadores del mercado, establecido por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- ✚ Cotizar puntas de compra y venta permanentemente, en los sistemas centralizados de Negociación autorizados por el Ministerio.
- ✚ Informar a los clientes sobre la evolución y perspectivas del mercado de TES, al menos trimestralmente.

1.4.1 Aspirantes a Creadores de Mercado.

En el boletín citado anteriormente los aspirantes de mercado son las entidades aceptadas por primera vez dentro del programa de creadores de mercado para títulos de Deuda pública, adicionalmente las entidades que habiendo sido creadores de mercado primario, no hayan logrado hacer un puntaje suficiente para mantener la condición de creador, que no manifieste intenciones

de retirarse y en suma, que no haya faltado a las obligaciones que como creador tienen.⁷ Las prerrogativas son las siguientes:

- ✚ Acceder con los creadores de mercado, de manera exclusiva a las subastas periódicas en el mercado primario de TES clase B, a lo largo del año.
- ✚ Asistir a las reuniones llevadas a cabo con el Ministerio de Hacienda y Crédito, dirección general de Crédito Publico, y Banco de la República.
- ✚ Proponer la adopción de aquellas medidas que puedan maximizar su labor, minimizar el riesgo o mejorar el funcionamiento del mercado
- ✚ Acceder a los sistemas Electrónicos de negociación.

1.5 ¿Qué es el Sistema Electrónico de Negociación?⁸

En noviembre de 1998, el Banco de la República puso en servicio el Sistema Electrónico de negociación SEN. Este es un sistema tradicional que permite negociar títulos valores de Deuda Pública, colocados en el Depósito Central de Valores, las entidades afiliadas al SEN a través del ingreso de ofertas podrán: celebrar operaciones de compraventa, préstamos interbancarios. Para facilitar el cumplimiento de las operaciones celebradas en el SEN, este trabaja en conjunto con el Depósito Central de Valores DCV, y este a su vez con el Sistema de Cuentas de Depósito CUD del Banco de la República, de tal modo, que las operaciones se cumplen una por una con el movimiento de saldos de títulos y efectivo en tiempo real, bajo el principio de entrega contra pago.

⁷ (Véase también Artículo 14 de la resolución 3781 de 2009, disponible en línea: <https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/Normativa/PrincipalesPublicaciones/boletinej/boletin2409/programa.html>).

⁸ Disponible en línea: <http://www.banrep.gov.co/es/comunicado-12-12-2013>

El SEN ha contribuido a desarrollar el mercado de Deuda Pública en Colombia, agilizando las negociaciones, generando mayor liquidez a las emisiones de TES, y realizando un aporte fundamental a la formación de precios de la curva de rendimientos de deuda pública, proceso que es esencial para la valoración a precios de mercado de los portafolios de inversión.

1.6 ¿Cómo se conforman los portafolios de Inversión?

Inicialmente se entiende por portafolio a la combinación de inversiones realizadas por una persona o una empresa. Así mismo el objetivo de la inversión, el riesgo, son elementos claves al querer conformar un portafolio de inversión. El objetivo de la Administración de portafolio es maximizar la rentabilidad, que muchas veces es directamente proporcional con el riesgo, de asumir preferencias, incertidumbre, y expectativas del mercado.

1.6.1 Calificación de Riesgo.

Este proceso es determinante para el mercado de valores porque:

-  Contribuye a la transparencia y uso de la información en el mercado de títulos de deuda.
-  Crea una cultura de riesgo diferente a la rentabilidad y a la liquidez.
-  Permite ajustar la rentabilidad en función del riesgo.
-  Facilita a los inversionistas crear portafolios, de acuerdo con el riesgo.

El riesgo se relaciona directamente con las tasas de interés, básicamente porque estas son quienes determinan la rentabilidad esperada del activo financiero, otra variable importante en este evento es la Tasa de cambio, que básicamente convierte las ganancias obtenidas en el exterior, en moneda local.

Antes de finalizar esta primera parte, resulta importante establecer la relación que hay entre la emisión de bonos y la economía. Por otro lado, es considerable mencionar las variables que determinan el estado de una economía, adicionalmente que tienen una relación directa con el mercado financiero.

- ✚ El Producto Interno Bruto (PIB), mide el nivel de actividad económica, o lo que sería lo mismo, el nivel total de producción de los bienes y servicios finales en una economía. Es determinante para evaluar el desempeño económico de un país.
- ✚ En el sector externo, las reservas internacionales, balanza cambiaria, financiación externa, balanza de pagos, balanza comercial, tasas de interés internacionales, deuda externa, tasas de cambio.
- ✚ Las Unidades de Valor real, las operaciones de mercado abierto, y las tasas de interés de las operaciones de mercado abierto, son las más importantes en las estadísticas monetarias.
- ✚ El Producto Nacional Bruto (PNB), busca medir la producción que generan los nacionales de un país, sin importar si la producción fue realizada en su país de origen o fuera de éste.

Colombia, para poder encontrar el PNB debe restarle al PIB la producción de extranjeros en el país y agregarle lo que producen en el exterior los colombianos. Otro indicador, importante dentro de la economía es la inflación, que se conoce como el aumento sostenido de precios y servicios. Quien mide la inflación es el Índice de Precios al Consumidor, el cual indica la variación porcentual del precio promedio de bienes y servicios que adquiere un consumidor.

Como se mencionó en el inicio de este documento, la emisión de bonos la realiza el estado principalmente para subsidiar la deuda que adquiere el país. Los TES, tienen una profunda relación

con el precio del dólar, visto desde el caso colombiano, básicamente si evalúa detenidamente el comportamiento del precio de éste, en el último año, se identifica que el precio presenta fuertes tendencias hacia el alza, eso quiere decir que la moneda local se devalúa, lo cual implica que la moneda local se encarezca frente al dólar en este caso particular. Evidentemente el incremento del precio del dólar afecta directamente el valor de la deuda nacional. El desenlace y comportamiento de esto se desarrollara en el siguiente capítulo.

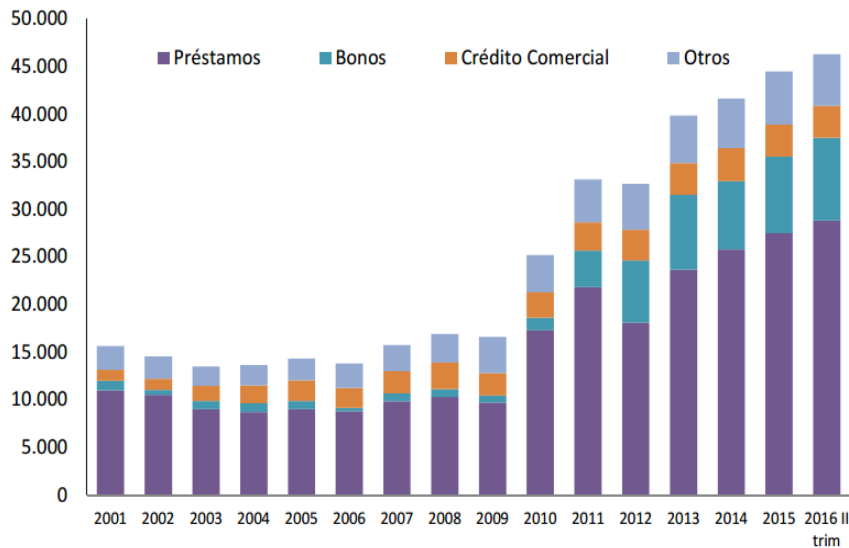
2. Una Mirada a la Deuda Pública y El Presupuesto

En este capítulo, se justificara porque los TES funcionan dentro del mercado económico como un dinamizador de deuda pública. Para ello, se utilizaran informes del banco de la república, se analizara la deuda, básicamente el incremento o el desempeño de la misma, para un análisis actual últimos 7 años y por su puesto y de forma casi paralela, las emisiones de TES. Finalmente un análisis económico en el que se analice la emisión de TES y variables económicas. Para iniciar, hablaremos sobre de la evolución de la deuda externa Colombiana.

En términos generales, la deuda como porcentaje del PIB a junio de 2016 representaba cerca del 41,5%, (grafico 1) comparado con el año 2015, se evidencio un incremento de la deuda en 5,1% a diciembre de 2015, el incremento se justifica principalmente por el aumento del endeudamiento de largo plazo en 5,92%. Por tipo de instrumento, el saldo de la deuda externa corresponde principalmente a préstamos bancarios y títulos de deuda⁹. De acuerdo a la gráfica 1 se puede observar la deuda por sectores, el saldo de deuda externa pública es del casi el 60,2%, el sector privado 39,8%, a junio del 2016 la deuda publica incremento US\$3.843 millones, mientras la privada creció en US\$ 1.795 millones.

⁹ Deuda Externa Colombiana, octubre de 2016, Banco de la república, disponible en línea: http://www.banrep.gov.co/economia/pli/bdeudax_t.pdf

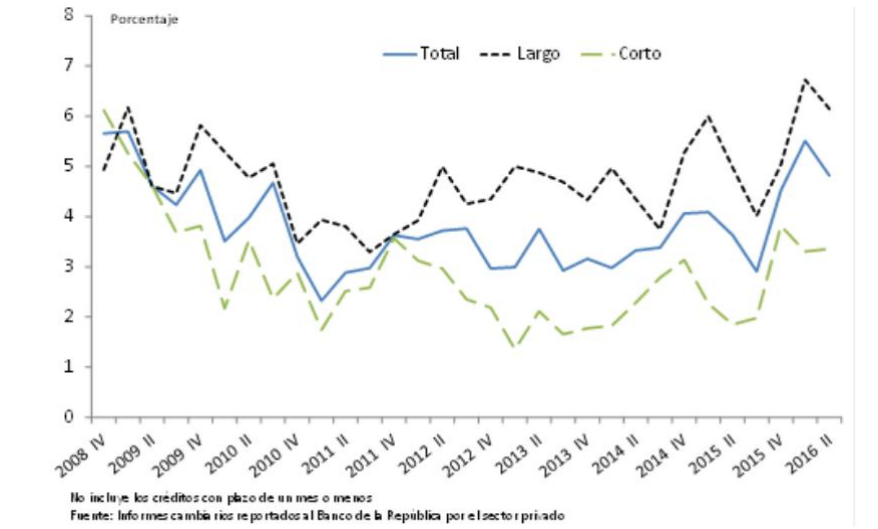
Gráfico 2. Deuda Externa del Sector Real Privado por Instrumento



Nota: Tomado de: (Banco de la República, 2016).

Con el gráfico 2, lo que podemos observar es que la deuda efectivamente ha ido incrementándose, a pesar de que para el año 2016 es solo un consolidado a Junio, podemos estimar que esta seguirá creciendo, por otro lado, que buen porcentaje de la deuda pertenece al sector financiero y al mercado de Bonos. Indudablemente el incremento de la deuda se expresa en términos del plazo, porque la deuda tiene un costo, el cual es medido por la tasa de interés, en el siguiente grafico podremos observar la diferencia en términos porcentuales (tasa de interés) de la deuda financiada a largo y corto plazo.

Gráfico 3. Tasa Ponderada de Endeudamiento Externo del Sector Privado Según Plazo de Contratación

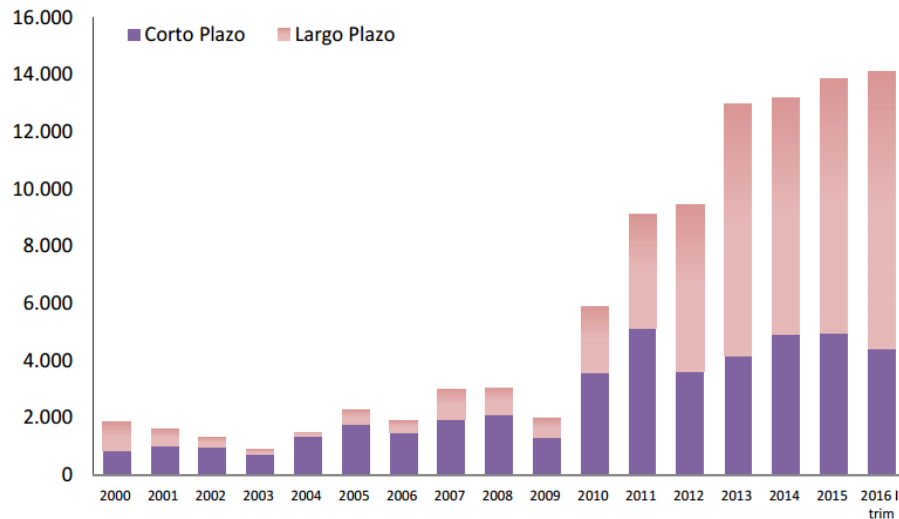


Nota: Tomado de: (Banco de la República, 2016).

Como se observa en los gráficos 1 a 3, la deuda se ha ido incrementado, en relación con los bonos, una de las razones es explicada por la colocación de estos en los mercados internacionales, compensando principalmente las amortizaciones de deuda de corto plazo, e independiente del incremento de deuda, uno de los factores en los que se debe pensar es si se están emitiendo bonos solo para cubrir la deuda.

Se puede inferir entonces que una de las variables que permiten justificarlo es la volatilidad en la tasa de cambio, si se calcula el promedio de la misma ha sido sobre los \$3.049.

Gráfico 4. Deuda Externa del Sector Financiero Privado por Plazo (millones de dólares)



Nota: Tomado de: (Banco de la República, 2016).

En relación a lo mencionado en el párrafo anterior, el costo de la deuda es medido por la tasa de interés, la cual depende del plazo en el que se pacte la deuda, es decir entre mayor sea el plazo, más se está pagando, como la deuda es adquirida en dólares, y tiene relación directa con la TRM (tasa representativa del mercado), se podría afirmar con ello, que la emisión de bonos como dinamizador de deuda pública, puede ser efectivo en la medida que se cubre lo que se necesita cubrir, pero que los mismos no están generando externalidades positivas, es decir, no le da un valor agregado a la economía Colombiana.

En la ilustración 4 se presenta la subasta de TES en pesos Colombianos, el objetivo de esta, es conocer el plazo en que están pactados los pagos de la emisión del Banco de la República., como se observa, la máxima, para la subasta de septiembre de 2016, fue de 16 años (largo plazo).

Ilustración 4. Subasta de Tes (pesos colombianos)

Colocación no competitiva de TES en pesos colombianos

Fecha de la subasta: Septiembre 26 de 2016

Fecha de cumplimiento: Septiembre 26 de 2016

Plazo (años)	Fecha de vencimiento (dd/mm/aaaa)	Valor nominal aprobado (pesos colombianos)	Tasa efectiva mínima (%)	Tasa efectiva máxima (%)	Tasa efectiva de corte (%)	Precio correspondiente
10	04/05/2022	127.266.600.000,00	6,781	6,781	6,781	103,719
15	26/08/2026	223.683.000.000,00	7,183	7,183	7,183	102,812
16	18/09/2030	179.721.800.000,00	7,247	7,247	7,247	104,494

Nota: Tomado: (Banco de la República., 2016)

Se puede inferir entonces que, una vez llegado el vencimiento de los bonos y de acuerdo al incremento de la deuda, lo que ha ocurrido es que Colombia no tiene solvencia económica suficiente, por lo cual opta por salir a colocar más bonos, de tal modo que con los nuevos inversionistas, se pague los vencimientos actuales, en su defecto no pagarlos y hacer que estos reinviertan el capital inicial, más lo capitalizado durante el periodo.

De acuerdo a lo anterior, se tendría un modelo cíclico, o un modelo piramidal, también conocido como esquema ponzi, que en palabras más concretas sería, el nuevo endeudamiento cubre el servicio de la deuda; otra denominación que recibe en el mundo de las finanzas es como el ROLL OVER, no es más que lo nuevo cubre lo vencido, o se renueva simplemente.

Como se ha dicho anteriormente eso genera un problema de solvencia para la deuda, uno de los posibles efectos es la mirada internacional, nuestros posibles inversionistas, si hay una confianza más débil que fuerte, la posibilidad de siga ocurriendo lo descrito anteriormente es alta.

Hay un hecho económico importante para este análisis y son el acuerdo de paz, recientemente el país le dijo no a los acuerdos firmados en La Habana sin llegar a discusiones en aspectos políticos, se debe mencionar que estos resultados producto de la decisión de los Colombianos, generó efectos en el sector financiero.

Días posteriores a conocida la opinión de los Colombianos, la calificadora de riesgo Moody's indicó lo la incertidumbre que esta situación generaba en el perfil crediticio del país; la firma S&P indicó que los resultados generaban dudas respecto de la capacidad de manejo político de la coalición de gobierno en el congreso que tiene como siguiente reto llevar a cabo la reforma tributaria en el país.¹⁰

Independiente de las opiniones dadas por los especialistas Colombianos, las calificadoras de riesgos influyen mucho en la opinión internacional, por supuesto, el nivel de confianza se hace débil, sin embargo, Colombia ha tenido un buen desempeño para una economía que tiende a ser tan frágil, en términos de la fuerte dependencia que tiene con otros países.

¹⁰ Los efectos del NO y el riesgo país no afectaran la salud del sistema bancario, diario La República, Octubre 06 de 2016, disponible en línea: http://www.larepublica.co/los-efectos-del-no-y-el-riesgo-pais-no-afectarán-la-salud-del-sistema-bancario_428181

Se podría decir que una de las herramientas que tiene en cierto modo el gobierno para contrarrestar el efecto cíclico de la emisión de Bonos es la reforma tributaria, se está hablando de más recaudo, de la posibilidad de tener externalidades positivas, de que haya más inversión, más gasto público, y este tipo de variables monetarias expansivas son positivas para el desempeño del país.

2.1 Relación entre la estabilidad financiera y estabilidad macroeconómica.

Cuando se habla del sector financiero simultáneamente se piensa en riesgo, hablar de estabilidad macroeconómica lleva a estabilidad económica, evidenciándose que hay una relación directa. Las decisiones de tipo macroeconómico garantizan o conducen a la estabilidad financiera del país, es decir, es la que permite que los objetivos en temas de inflación por ejemplo se alcancen. *El incremento de la deuda pública puede convertirse en una restricción para la condición de política monetaria, en la medida en que incrementa el riesgo de mercado o la tasa de cambio, un incremento en deuda pública se refleja en una importante exposición del sector público al riesgo cambiario.*¹¹

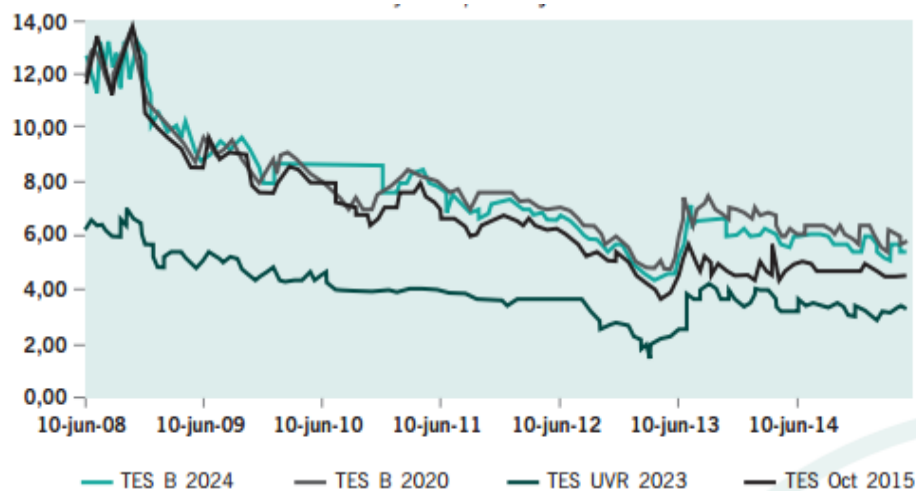
Pensar en los posibles efectos que tienen las decisiones macroeconómicas abarca principalmente dos posiciones, la primera de ellas está relacionada con el posible efecto sobre un choque sobre la cuenta de capitales, un ejemplo de ello sería un incremento en la tasa de cambio, pues un efecto sería una depreciación en el tipo de cambio y una desvalorización de los TES, si la devaluación es significativa para el mercado, el banco de la república tendría que incrementar la tasa de las tasas de interés para lograr una inflación acorde a la meta establecida. Si se aumentan

¹¹ Vargas H, El riesgo de mercado de la deuda pública: ¿Una restricción a la política Monetaria? El caso colombiano, Banco de la Republica, disponible en línea: <http://banrep.gov.co/docum/ftp/borra382.pdf>

las tasas de interés se desvalorizan más los TES en poder de los intermediarios financieros, y si estos no tienen la solvencia suficiente para suplir las pérdidas, puede tener como efecto, un mayor riesgo inflacionario.

El gráfico 6, refleja las tasas para los TES con vencimiento 2015,2023,2020,2024, como se puede observar a partir del año 2008 estas empiezan a registrar una tendencia hacia la baja, lo cual permite interpretar que para el periodo, ya se empiezan a notar los efectos de la “crisis” económica, haciendo referencia principalmente al lento crecimiento de la economía Colombiana, y por supuesto de países de América Latina.

Gráfico 5. Tasas TES B (Cifras Porcentuales)



A nivel latinoamericano países como México, Brasil y Chile, han tenido un lento crecimiento, puntualmente debido a la devaluación de la moneda local, a ello se suma la caída de los precios de las materias primas, y al fortalecimiento del dólar frente a los saldos de la deuda. Usando como referencia el informe de la contraloría nacional sobre deuda pública al año 2013, una de las estrategias que uso el gobierno para evitar que la volatilidad en la TRM siguiera afectando el crecimiento de la deuda, optó por emitir bonos en pesos indudablemente con el fin de

minimizar su exposición en moneda extranjera y así evitar monetizar los nuevos créditos para no afectar las tasas de cambio.

Las empresas del sector público también entraron en la moda de emitir bonos para su financiamiento, de tal manera que pudieron recoger fondos a través de la colocación de bonos en los mercados externo y local. La participación de la deuda interna del sector público, frente a la deuda total, pasó del 71,3% en 2010 al 68,8% en 2013, que indicó un mayor endeudamiento externo del sector público durante el último año.¹²

Adicionalmente, las diferentes variables económicas como el PIB, y la inflación son determinantes dentro del progreso de una economía, por ende, los reguladores principales como el Banco Central buscaran siempre que se cumplan los objetivos aplicando políticas que estabilicen la economía.

Si se considera, que la meta de inflación no se está cumpliendo, pese a una posible devaluación, lo más concreto sería que el Banco Central suba las tasas de interés para evitar que no se cumpla la meta inflacionaria, la tasa debe ser ajustada sin afectar el comportamiento o el ciclo de la economía en general, es decir, el Banco central debería ser muy cauteloso al tomar esa medida, pues podría estar minimizado el consumo.

¹² Situación de la deuda pública Colombiana 2013, Contraloría General de la Nación, julio de 2014, disponible en línea: <http://www.contraloriagen.gov.co/documents/10136/186962495/Informe+de+la+Situaci%C3%B3n+de+la+Deuda+P%C3%ABlica+Colombiana+2013.pdf/34533c19-bc8f-46d1-b18a-da1f66b7790a>

Sin embargo, también se debe evitar el sobreendeudamiento, principalmente se estaría viendo afectada la inversión, y con ello reducciones en el presupuesto público, pues se debe principalmente cubrir el servicio de la deuda.

Por eso no ha de extrañarse que en el 2016 se hayan iniciado reformas tributarias, pues se supone que a partir de ello mejoraría el gasto público, que es una variable que genera crecimiento económico, adicionalmente visto desde lo macroeconómico, el país, debe garantizar sostenibilidad, como se expuso anteriormente una las falencias detectadas sobre la emisión de TES como dinamizador de deuda ha sido ‘la solvencia económica para cubrir los gastos de la misma deuda y generar valor agregado.

La siguiente información, se suministra con la finalidad de conocer según el proyecto de ley de presupuesto general de la nación 2017: “PARA LA NUEVA ECONOMÍA”. Del cual citaremos las cifras estimadas y consideraciones relevantes del mismo, al pie de la letra, con la finalidad de no distorsionar la información suministrada en el mismo, así mismo buscamos justificar argumentos anteriormente justificados, y analizar cuál sería la transabilidad para dicho año.

“La economía Colombiana atraviesa una coyuntura económica diferente a la vivida en años anteriores, enfrenta el efecto de choques externos asociados con la caída del precio internacional del petróleo y la desaceleración económica de nuestros principales socios comerciales. La magnitud de sus efectos sobre los ingresos corrientes de la Nación es mayor a

la experimentada con la crisis de inicios de la década de los ochenta, la de finales de siglo y a la vivida en los años 2008-2009 por efecto de la crisis mundial¹³”.

Por tal razón, desde el presupuesto en función de la deuda pública nacional para el año 2017 y por conceptos de amortización e intereses de deuda interna y externa se estima un pago por un valor total de \$53,5 billones de pesos.

De los cuales \$37,4 billones, es decir el 70% del total, se destinara a cubrir los pagos de deuda interna, y constituye la mayor parte de la programación de vencimientos, títulos de tesorería TES B. el resto, \$16,1 billones, 30% de la apropiación, se destinará a cubrir pagos de deuda externa; concentrándose la mayor programación de vencimientos en el rubro de Títulos Valores - Inversionistas por compromisos contraídos por la Nación en emisiones de títulos en el exterior; y Organismos Multilaterales, por compromisos con la Banca Multilateral, correspondiente al servicio de la deuda de créditos suscritos con el BIRF, el BID entre otros¹⁴.

¹³ Plan nacional 2017

¹⁴ Plan nacional 2017 pag 69

Ilustración 5. Servicio de la Deuda 2016 – 2017 (miles de millones de pesos)

Concepto	2016	2017 Proyecto	Variación porcentual	Porcentaje del PIB	
	(1)	(2)	(3)=(2/1)	2016 (4)	2017 (5)
INTERESES	23.544	28.576	21,4	2,8	3,2
Externos	6.473	7.571	17,0	0,8	0,8
Gobierno Central	6.473	7.571	17,0	0,8	0,8
Resto de entidades	0	0	(66,3)	0,0	0,0
Internos	17.071	21.005	23,0	2,0	2,3
Gobierno Central	17.071	21.005	23,0	2,0	2,3
Resto de entidades	0	0	13,7	0,0	0,0
AMORTIZACIONES	23.657	25.759	8,9	2,8	2,8
Externas	2.924	8.502	190,7	0,3	0,9
Gobierno Central	2.924	8.501	190,8	0,3	0,9
Resto de entidades	1	1	(1,5)	0,0	0,0
Internas	20.733	17.258	(16,8)	2,4	1,9
Gobierno Central	19.963	16.417	(17,8)	2,4	1,8
Resto de entidades	769	840	9,2	0,1	0,1
TOTAL SERVICIO DE LA DEUDA	47.201	54.336	15,1	5,6	6,0
Externa	9.397	16.073	71,0	1,1	1,8
Gobierno Central	9.396	16.072	71,0	1,1	1,8
Resto de entidades	1	1	(6,9)	0,0	0,0
Interna	37.804	38.263	1,2	4,5	4,2
Gobierno Central	37.035	37.422	1,0	4,4	4,1
Resto de entidades	770	840	9,2	0,1	0,1
TOTAL GOBIERNO CENTRAL	46.431	53.495	15,2	5,5	5,9
Intereses	23.544	28.576	21,4	2,8	3,2
Amortizaciones	22.887	24.918	8,9	2,7	2,8
TOTAL RESTO DE ENTIDADES	770	841	9,2	0,1	0,1
Agencia Nacional de Infraestructura	761	827	8,6	0,1	0,1
Invias	7	7	-	0,0	0,0
Otras entidades	2	8	308,7	0,0	0,0

Nota: Tomado: (Ministerio de Hacienda y Crédito Público , 2016)

En la ilustración 5 se observa la participación del servicio de la deuda externa, registrando para dicho año una participación menor a las registradas en años anteriores, como se ha mencionado a lo largo de presente documento una de las falencias es la inestabilidad frente a eventos externos como volatilidad en tasas de cambio, en esta oportunidad y basado en lo presentado para el presupuesto 2017, se busca con ello, evitar la vulnerabilidad de la economía al

impacto de factores externos. La política favorece principalmente el efecto cambiario y minimiza las incertidumbres sobre la tasa de interés. Con relación a los recursos de capital se observa un incremento del nivel de ejecución, en relación al mismo período del año anterior, pasando del 7,4%, \$1,6 billones en 2015, a 16,1%, \$2,7 billones, en 2016.¹⁵

Los resultados se deben a los rendimientos financieros producto de la recompra de títulos del Gobierno, lo que ha permitido capturar los cupones que se han generado durante el tiempo transcurrido antes de su vencimiento, se podría afirmar que es este el esquema ponzi que se describió anteriormente. Por otra parte, los excedentes de las empresas industriales y comerciales del estado experimentan una ligera mejoría en relación a lo observado en el mismo período del año anterior, entre ellos se destacan los de Ecopetrol pese a la caída de los precios del crudo. Por este concepto de excedentes financieros se registran recaudos por \$1,1 billones, 29,6%.

Sin embargo, y pese a las diferentes estrategias Colombia no ha salido tan mal librada, por el contrario e independiente de las medidas adoptadas, eso ha hecho que Colombia tenga más confianza en la mirada de los mercados internos y externos, lo cual ha hecho que a su vez emitan y coloquen más títulos TES.

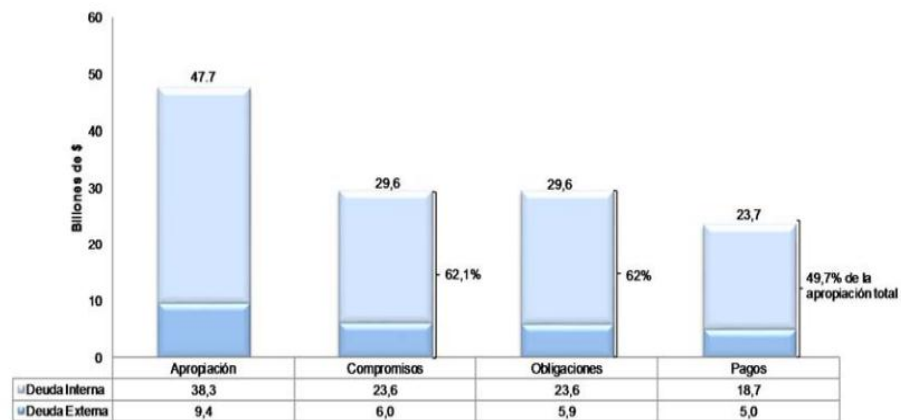
Para el primer semestre de 2016, de una apropiación total de \$47,7 billones, se comprometió 62,1% (\$29,6) billones y obligaron el 62% (\$29,6 billones) por concepto de servicio de deuda. En lo que respecta a los pagos, éstos correspondieron al 80,2% (\$23,7 billones) del total

¹⁵ Proyecto de Presupuesto General de la Nación.
http://www.minhacienda.gov.co/HomeMinhacienda/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP_MHCP_WCC-047577%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

de obligaciones adquiridas. Durante este primer semestre del año, el mismo gobierno resalta la ejecución del servicio de la deuda pública nacional, Sobre la velocidad en la ejecución se resalta:

- ✚ El incremento representativo dado en el mes de junio, obedece principalmente a los pagos de títulos valores del servicio de la deuda interna, en especial a los \$10,9 billones por concepto de amortizaciones.
- ✚ El servicio de la deuda interna abarca la mayor parte de las obligaciones con el 79% del total obligado, guardando relación directa con la participación de la apropiación de la deuda interna frente al total apropiado para el total de la deuda.
- ✚ El 90% del valor obligado corresponde a los títulos valores, principalmente los del servicio de la deuda interna.
- ✚ La relación en la apropiación entre intereses y amortización es de 1:1; igual relación en las obligaciones generadas al 30 de junio, lo que indica que, por cada peso cancelado en amortización, se cancelan \$1 en intereses.
- ✚ El servicio de la deuda pública nacional tiene aplazados \$472,5 mm, según Decreto No. 378 del 4 de marzo de 2016.

Gráfico 6. Ejecución Presupuestal de Servicio de la Deuda- Primer Semestre de 2016 (Billones de pesos)



Nota: Tomado: Dirección general del presupuesto público nacional, subdirección de análisis y consolidación presupuestal.

En el gráfico 6 se puede diferenciar el servicio de la deuda, entre deuda externa e interna, para una apropiación del servicio de la deuda externa se registra por \$9,4 billones, hasta el primer semestre se han comprometido \$6 billones y obligado \$5,9 billones el 63,7% y 63,3% respectivamente de la apropiación total. Lo relacionado con deuda interna, para una apropiación de \$38,3 billones, se comprometieron y obligaron \$23,6 billones, correspondientes al 61,7% para compromisos y obligaciones y se pagaron \$18,7 billones, el 48,8% de la apropiación vigente.

3. Conclusiones

- ✚ El Gobierno Nacional debe hacer unas reformas estructurales importantes que garanticen la sostenibilidad fiscal del país a largo plazo ya que los compromisos de pago de las cancelaciones de TES son significativos y no se puede seguir incrementando el gasto indiscriminadamente respecto a los ingresos percibidos pues se debe garantizar la sostenibilidad del sistema.
- ✚ Un buen manejo de la deuda publica consiste en validar temas políticos y financieros del país que vayan encaminados al buen desarrollo del riesgo país y que pueda ayudar a crecer su economía dándole prioridad a los pagos de dicha deuda
- ✚ Una buena emisión de TES combinado con una buena política de expansión de instrumentos financieros dará un manejo importante de la deuda publica en el país el cual mejorar su calificación y deberá dar prioridad al pago de la misma
- ✚ La preocupación por el aumento de la deuda pública en Colombia maneja niveles muy elevados; esto hace que crezca una especulación del riesgo país y que la distribución de instrumentos de manejo de la deuda publica cada vez tome más importancia en la economía del país.
- ✚ Al realizar un análisis detallado de los gastos públicos evitando mayores recortes sociales pero tocando rentas y privilegios, el manejo de la deuda publica mejorara de esta forma el riesgo crediticio se verá reflejado en el manejo que se le dé al instrumento financiero más importante los cuales son los TES
- ✚ Al establecer mecanismos de control eficientes que impidan los gastos superfluos e improductivos en las Administraciones, el gobierno (política y país) tendrá mayor

eficiencia y eficacia a la hora de crear TES de tipo atractivo al inversionista lo que servirá para establecer un equilibrio entre la deuda y asegura un pago seguro.

- ✚ La política de endeudamiento debe manejarse con cuidado en una política macroeconómica por medio de esta debe apuntar al logro de la sostenibilidad del país y de la deuda en el mediano y largo plazo, por lo que se recomienda manejar de forma clara la política de instrumentos financieros TES hacia el inversionista.

Referencias.

- Ambito. (2016). Ambito.com. Obtenido de <http://www.ambito.com/economia/mercados/riesgo-pais/info/?id=4>
- Banco de la República. (Julio de 2016). Banco de la República. Banco Central. Bogotá D.C, Bogotá D.C. Obtenido de http://www.banrep.gov.co/economia/pli/bdeudax_t.pdf
- Banco de la República de Colombia. (2012). El sistema financiero colombiano: estructura y evolución reciente. Revista del Banco de la República número 1023, 5-17. Recuperado el Mayo de 2016, de http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/rbr_nota_1023.pdf
- Banco de la República. (2016). Banco de la República. Banco Central de Colombia. Obtenido de <http://www.banrep.gov.co/node/32393>
- Banco de la República. Banco Central de Colombia. (2013). Banco de la República. Recuperado el 24 de Mayo de 2016, de <http://www.banrep.gov.co/es/contenidos/page/qu-son-tes>
- Cardona, M. Consultado abril 2016. Facultad de Economía Industrial.
- Herrera, S. (2000) Determinantes y Composición del Endeudamiento Público en Colombia.
- Machuca J, La Deuda Pública en las Finanzas del Estado, Universidad Militar Nueva Granada, Especialización en Finanzas y Administración Pública, Bogotá 2014.
- Parra, G Y Tamayo, M (2006) Los Tes como Dinamizador del Mercado Financiero. Especialista, Universidad Nacional De Colombia Sede Manizales.

- Subgerencia de Estudios Económicos,(2016), Deuda Externa de Colombia. Banco De La Republica.
- Vargas H, El Riesgo De Mercado De La Deuda Pública: ¿Una Restricción a la Política Monetaria? El Caso Colombiano, Banco de la Republica.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2016). Proyecto de Presupuesto General de la Nacion 2017 - "Un presupuesto para la Nueva Economía". Proyecto de Presupuesto, Bogotá D.C, Bogotá D.C. Obtenido de http://www.minhacienda.gov.co/HomeMinhacienda/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP_MHCP_WCC-047577%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased
- The Economist. (2012). The Economist. Obtenido de http://www.economist.com/content/global_debt_clock