

**EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA
INTERNA EN COLOMBIA: 1996-2004**

Presentado por:
Nathalia López Bernal
Juan Felipe Plata Carreño

TRABAJO DE GRADO

Dirigido por:
Henry Martínez Forero
Gerente de Estructuración y Riesgos
Grupo Financiero TECFIN S.A.



PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA
Facultad de Ciencias Económicas Y Administrativas
Carrera de Economía
Bogota
2007

CONTENIDO

	Pág.
0. INTRODUCCIÓN	1
1. MARCO HISTÓRICO E INTRODUCCIÓN AL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA	3
1.1 EVOLUCIÓN DE LOS MECANISMOS DE FINANCIACIÓN INTERNA DEL ESTADO	3
1.1.1 Crisis en los mercados internacionales	4
1.1.2 Gasto público, déficit fiscal y deuda	5
1.1.3 Crecimiento de la liquidez monetaria (m3+bonos)	8
1.1.4 Inversión extranjera de portafolio	10
1.2 CLASES DE TÍTULOS	12
1.2.1 Títulos de ahorro nacional	12
1.2.2 Títulos de Participación (TP's)	13
1.2.3 Títulos de tesorería TES	13
1.2.3.1 TES clase A	14
1.2.3.2 TES clase B	15
1.2.3.2.1 Colocación de TES clase B	17

1.2.3.2.1.1 Operación vía subasta	17
1.2.3.2.1.2 Operaciones forzosas	18
1.2.3.2.1.3 Operaciones convenidas	18
1.2.3.2.2 Evolución histórica de los TES clase B	19
1.3 PROGRAMA CREADORES DE MERCADO	21
1.4 DEUDA PÚBLICA	24
1.4.1 Definiciones	24
1.4.2 Expansión de la deuda	26
1.5 VARIABLES MACROECONOMICAS QUE INFLUYEN EN EL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA	28
1.5.1 Dependencia de los inversionistas institucionales y entidades establecimientos de crédito del nivel de inversiones en deuda pública	31
1.5.2 Distribución de los TES clase B por sector	33
2. SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA EN COLOMBIA	37
2.1 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LAS CIFRAS FISCALES	38
2.2 DINÁMICA DE LA DEUDA PÚBLICA	40

2.3 CRECIMIENTO ECONÓMICO Y SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA	46
2.4 ANÁLISIS ECONOMETRICO DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA	47
2.4.1 Variables explicativas seleccionadas	48
2.4.2 Causalidad	52
3. CONCLUSIONES DEUDA PÚBLICA INTERNA	63
3.1 RECOMENDACIONES	65
3.1.1 Crecimiento sostenible y control de la inflación	65
3.1.2 Superávits primarios	65
3.1.3 Reforma tributaria estructural y mayor control sobre el gasto publico	67
4. BIBLIOGRAFIA	68

LISTA DE CUADROS Y MODELOS ECONOMETRICOS

	Pág.
CUADRO 1. Ingresos y gastos Gobierno Nacional Central 1996 – 2004	6
CUADRO 2. Agregados monetarios y crediticios 1996 – 2004	9
CUADRO 3. Inversión extranjera de portafolio 1996 – 2004	11
CUADRO 4. Deuda bruta sector no financiero 1995 – 2004	27
CUADRO 5. Participación de los agentes institucionales en la deuda publica	32
CUADRO 6. Distribución de los TES clase B por proveedor	34
CUADRO 7. Evolución saldo total del GNC	41
CUADRO 8. Saldo nominal de la deuda	42
CUADRO 9. Perfil de la deuda del GNC: fuentes de financiación	45

CUADRO 10. Homogenización de datos trimestral	50
PRUEBAS DE RAIZ UNITARIA	52
MODELO ECONOMETRICO 1	55

0. INTRODUCCIÓN

La necesidad de financiar el creciente déficit en que ha incurrido la nación, las presiones revaluacionistas sobre el tipo de cambio, el difícil acceso a los mercados internacionales y la prevención contra crisis inesperadas en los mismos, fueron las principales causas que impulsaron el desarrollo del mercado de deuda pública y la consolidación del mercado interno de capitales.

Dada la importancia de financiar las operaciones presupuestales y llenar los vacíos antes mencionados, son introducidos los títulos de tesorería TES mediante la ley 51 de 1990 como reemplazo de los títulos de ahorro nacional TAN y los títulos de participación.

La participación activa del estado a través de programas de endeudamiento junto con los inversionistas institucionales, han tornado el mercado de valores dinámico, esto debido al traslado del ahorro de la población a inversiones de largo plazo para financiar los diferentes proyectos empresariales existentes y específicamente al estado vía títulos de endeudamiento. Como consecuencia de la falta de opciones de financiamiento en Colombia, los TES se han convertido en el único mecanismo de financiación del gobierno.

Como se mencionó, en los últimos años los montos de negociación en el mercado de valores ha crecido sustancialmente, sin embargo la oferta de productos de inversión es restringida, en Colombia el mercado de derivados financieros es casi inexistente y la arquitectura de los productos estructurados es prácticamente desconocida. Dadas estas condiciones el mercado de TES se ha convertido en el único mecanismo de inversión viable de gobierno.

A partir del año 1997, el mercado de TES creció desafortunadamente debido a la coyuntura de crisis internacionales como la Asiática, Rusa y Brasileña. Las crisis generadas a partir de esta fecha y más aun la sostenibilidad en el largo plazo de la deuda colombiana, han sido temas de debates tanto académicos como en el plano político. En tal sentido, el mercado interno de capitales ha volcado el desarrollo de productos, la negociabilidad y la financiación sobre el mercado de deuda pública generando una dependencia natural que bajo circunstancias de coyuntura tanto local como internacional adversa, han demostrado el riesgo latente al cual se expone tanto la situación fiscal del país, la sostenibilidad financiera de muchas instituciones y la falta de crecimiento de alternativas de inversión.

Es evidente que al corte de diciembre de 2005 solo el sistema financiero y bursátil (entendiendo éste como bancos, corporaciones financieras, fiduciarias, fondos de pensiones y cesantías, compañías aseguradoras, sociedades comisionistas de bolsa y fondos de inversión) poseía cerca de \$35 billones en las diferentes referencias de TES¹, y las negociaciones de los diferentes títulos valores en el mercado secundario estaba representado en un 85% por dichas inversiones.²

El presente trabajo pretende dilucidar y exponer, a manera de investigación, las características, variables macroeconómicas relevantes, evidencia estadística y descripción del mercado de deuda pública colombiano. Se pretende igualmente demostrar la relevancia de la sostenibilidad de la deuda en el largo plazo y las razones que han llevado a que el grado de calificación en los mercados internacionales se mantengan en grado especulativo.

¹ Información calculada de acuerdo a las estadísticas de la Superintendencia Financiera

² Información suministrada por la Bolsa de Valores de Colombia.

1. MARCO HISTÓRICO E INTRODUCCIÓN AL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

1.1 EVOLUCIÓN DE LOS MECANISMOS DE FINANCIACIÓN INTERNA DEL ESTADO

El Estado colombiano ha venido mostrando una constante evolución en sus herramientas de financiación interna. Indiscutiblemente el crecimiento en el gasto público, la evolución de los mercados de capitales local e internacional, la dinámica de liquidez que mantiene la economía y la participación activa de agentes institucionales (fondos de pensiones y cesantías, sociedades fiduciarias, establecimientos bancarios y compañías de seguros entre otros) han hecho que los gobiernos acudan a mecanismos de financiación de deuda que han evolucionado a través de la emisión de distintos títulos internos.

Esta dinámica, junto a factores tales como el mayor suministro de liquidez en los últimos años, ha permitido que el gobierno tenga facilidades en sus fuentes de financiamiento en el mercado local y además cuente con las herramientas y escenarios proclives a mejorar el perfil de la deuda lo que implícitamente ha ayudado a mejorar las cifras de déficit fiscal. No obstante, el grado de concentración en los títulos soberanos por parte del mercado de capitales colombiano es preocupante.

Este primer capítulo hace una introducción a la evolución, factores y agentes que han sido partícipes de los instrumentos que se han mantenido como elementos de financiación en los últimos años dando importancia a los títulos de deuda interna TES.

1.1.1 Crisis en los mercados internacionales.

Un factor importante a considerar dentro del desarrollo del mercado de deuda interna fue la crisis económica mundial del período 1997 al 2001 que influyó en los mercados emergentes encareciendo las fuentes externas de capital y ampliando el espectro para un dinamismo en los mercados internos. Durante 1997 el mundo vivió la caída del mercado monetario asiático la cual fue seguida por la gigantesca variación de las bolsas más importantes del mundo, esto generó un ambiente de incertidumbre en la economía mundial, que rodeó la transitoria recuperación de Wall Street a comienzos de 1998, y fue causa de una nueva caída en los mercados financieros en agosto de ese mismo año, esta vez apoyada en la debilidad del rublo ruso.³

El Dow Jones en Nueva York presentó una caída de 554 puntos a finales de agosto lo que representó una trágica descomposición de los mercados de valores en el mundo entero. Por su parte la caída del rublo empujó a los bancos rusos a la bancarrota donde los bancos occidentales se hicieron presentes y se tomaron el sistema financiero ruso.

³Una crisis financiera afectó las principales bolsas del mundo en 1998. A finales de agosto, Wall Street tuvo su peor caída desde 1987. El valor de las acciones retrocedió en casi todas las bolsas desde Nueva York hasta Buenos Aires. Entre las causas de esta crisis, figuran las dificultades aparecidas en Japón y Rusia. El yen debilitado, un índice bursátil en caída libre, desempleo récord y consumo estancado son los principales signos de la recesión y de la crisis económica japonesa, después de 23 años de sostenido crecimiento. Por otro lado El gobierno de Rusia decidió, anunciar una moratoria unilateral de su deuda externa, que supera los 200.000 millones de dólares, por 90 días y estableció una banda de flotación para el rublo, equivalente a una devaluación de casi el 30 por ciento.

En 1998 se vio la crisis financiera de Brasil, que junto con la de Asia en 1997, Rusia 1998 y hasta Argentina en 2001 hicieron que los flujos de deuda externa privada disminuyeran significativamente con dirección a los mercados emergentes.

Dadas estas condiciones y con un horizonte fiscal en déficit, una tasa de cambio devaluada bajo restricciones de banda cambiaria, una tasa de interés en alza, un gobierno débil políticamente y un acceso bastante limitado a la incursión de mercados de capitales externo en Colombia, se dió el espacio perfecto para que la emisión de TES tuviera un crecimiento significativo, como único medio de financiación para el Estado. Este crecimiento pasó de ser de \$3 billones en 1996 a \$21 billones en 2005 aproximadamente. Este amplio crecimiento limitó la oferta de otros mecanismos y productos financieros los cuales también hubieran podido brindar una opción de diversificación de portafolios de los administradores de recursos.

1.1.2 Gasto público, déficit fiscal y deuda

A través de los años el Gobierno Nacional Central (de ahora en adelante el GNC) ha venido incrementando sus gastos para atender el incremento en los pagos de la seguridad social, el pago de nóminas estatales, el aumento en la carga destinada a la seguridad por concepto del conflicto armado, el aumento en las transferencias para municipios y todos los demás inconvenientes que se presentan en un año de gobierno y que no son contemplados inicialmente en el presupuesto general de la nación.

De la mano con el aumento del gasto público, el gobierno ha generado una serie de reformas tributarias, cerca de tres por periodo presidencial, encaminadas a

generar los recursos necesarios que cumplan con las necesidades económicas que el GNC necesita, sin embargo en la totalidad de los casos éstas se han quedado cortas.

Hay que tener en cuenta también, que el gasto público es un elemento importante del crecimiento económico ya que estimula la demanda, convirtiéndose si es bien llevado, en un arma importante para estimular el crecimiento económico en épocas de crisis. A continuación encontramos los datos de los gastos y los ingresos del GNC para los años en análisis.

CUADRO 1. Ingresos y gastos gobierno nacional central 1996 – 2004

GOBIERNO NACIONAL CENTRAL							
MILES DE MILLONES DE PESOS							
Período	Ingresos	Gastos	Intereses	Déficit (-) o Superávit (+)	Financia_ miento Interno	No Bancario	Financia_ miento Externo
1996	12.144,5	15.783,3	1.878,5	-3.638,8	2.558,9	2.558,9	1.079,8
1997	15.237,5	19.786,7	2.484,5	-4.549,2	3.465,4	3.465,4	1.083,8
1998	16.810,2	23.817,6	4.089,7	-7.007,4	4.306,2	4.306,2	2.701,2
1999	20.170,7	29.115,1	5.025,5	-8.944,4	5.699,9	5.699,9	3.244,5
2000	23.196,7	33.541,6	7.100,7	-10.344,9	6.670,7	6.670,7	3.674,2
2001	28.941,8	40.111,4	8.340,1	-11.169,6	2.423,1	2.423,1	8.746,4
2002	31.459,0	42.594,2	8.751,4	-11.135,2	11.154,2	11.154,2	-19,1
2003	35.798,3	46.927,1	10.309,2	-11.128,9	5.529,3	5.529,3	5.599,6
2004	40.629,2	52.111,5	10.834,0	-11.482,3	8.036,1	8.036,1	3.446,2

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Durante el periodo comprendido entre los años 1996 y 2002, que corresponde a los Gobiernos de Ernesto Samper y Andrés Pastrana se ven situaciones diferentes, en los dos primeros años el gobierno de Samper estuvo más

encaminado al manejo político de una crisis institucional, y mantuvo un crecimiento entre 25% y 20% en el gasto público, sin embargo para el último año de su periodo el déficit fiscal se disparó en un 54% con relación al año anterior.

En el mandato de Andrés Pastrana, se vinieron una serie de gastos producto de diferentes factores como la tragedia ocurrida el 25 de enero de 1999 en el eje cafetero donde se vieron afectadas mas de 7.000 viviendas para este año el aumento en el gasto fue de 5.3 miles de millones de pesos, o el fallido proceso de paz con las FARC que trajo consigo también aumentos en el gasto. Sin embargo las reformas tributarias puestas en marcha durante este periodo lograron que el Déficit Fiscal disminuyera su tasa de crecimiento alcanzando 11 miles de millones de pesos para el año 2002. Aunado a tal panorama, los dos periodos se vieron influenciados adicionalmente por los efectos que tuvo la serie de crisis financieras en los mercados internacionales y que fueron enunciados en líneas anteriores.

En el último año del gobierno Pastrana y durante los años siguientes (bajo la administración Uribe), el gasto público continuó incrementándose sobre todo por cuenta del programa de seguridad democrática, sin embargo estos gastos han sido sustentados también con unos mayores ingresos logrando que el déficit se mantenga en niveles de 11 miles de millones de pesos disminuyendo su participación en el PIB.

El Déficit fiscal es originado en un exceso de gasto sobre el ingreso del GNC que debe ser compensado de alguna manera, siendo el endeudamiento la herramienta primaria vía la emisión de bonos. En el **cuadro 1** se ve que parte de este déficit fue financiado con deuda interna y parte con deuda externa.

1.1.3 Crecimiento de la liquidez monetaria (m3+bonos)

Una variable importante a analizar bajo dicho contexto y que cuantifica el efecto del endeudamiento es el M3 + BONOS que corresponde a la oferta monetaria ampliada que incluye: Efectivo, Bonos Sistema financiero y Pasivos sujetos a encaje; en éste último se encuentran Depósitos en Cuenta Corriente, Cuasidineros, Depósitos Fiduciarios, Depósitos a la Vista, Repos con entidades no financieras y Cédulas Hipotecarias.

Las decisiones monetarias del Banco de la Republica tienen como objetivo fundamental cumplir el mandato constitucional de garantizar la estabilidad de precios, en coordinación con una política macroeconómica general que propenda por el crecimiento del producto y el empleo para esto trata de mantener el crecimiento de la base monetaria acorde al crecimiento de la economía del país disminuyendo así la inflación a cifras de un dígito.

Respecto a lo anterior es importante señalar que frente a una mayor liquidez de largo plazo, el sector financiero tiene la posibilidad de ampliar su capacidad de crédito, lo que se ve reflejado en mayores desembolsos estimulando la inversión y así el crecimiento, pero generando un incremento en las tenencias de bonos soberanos por parte de las tesorerías de las entidades financieras. El siguiente cuadro muestra las cifras de los agregados monetarios para los años en análisis.

CUADRO 2. Agregados monetarios y crediticios 1996 - 2004

AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS					
(Miles de millones de pesos)					
Año	M1	Base	Efectivo	M3	Total Cartera Neta Sist.
		Monetaria			Financiero
1996	8.992,8	6.627,6	5.752,6	41.447,2	38.815,9
1997	10.948,0	8.287,1	6.845,7	52.528,2	49.575,1
1998	10.526,5	6.923,1	5.923,0	56.638,6	55.355,9
1999	12.814,0	9.739,6	6.776,9	60.574,0	52.939,2
2000	16.720,8	10.710,4	9.444,7	62.761,4	48.368,0
2001	18.737,0	11.647,9	10.387,5	68.572,5	47.568,2
2002	21.635,6	14.107,4	11.642,1	74.199,6	49.514,3
2003	24.918,3	16.441,5	12.965,7	83.153,9	52.406,7
2004	29.113,7	19.260,2	15.277,6	97.097,8	57.586,1

Fuente: Banco de la República, estudios económicos.

En las cifras se puede ver que la base monetaria ha crecido acorde con el país, pero se ha mantenido en la línea del Banco de la República en lo que se refiere al control de la inflación.

El crecimiento de la base monetaria es importante para nuestro estudio debido a que mientras la base monetaria continúe aumentando, los bonos emitidos por el gobierno seguirán siendo apetecidos por las entidades financieras junto a los agentes institucionales dado que han sido observados por los mercados financieros y la misma normatividad como el medio más seguro de inversión, lo cual ayuda a que el gobierno siempre cumpla con su meta de colocación de TES generando un efecto proclive hacia este instrumento de financiación.

1.1.4 Inversión extranjera de portafolio

Un elemento peculiar en el período 2002 a 2005 es la activa participación de los agentes extranjeros en el mercado de capitales local fruto de las bajas rentabilidades en títulos externos y las atractivas condiciones económicas, financieras y de rentabilidad del mercado colombiano⁴. La inversión extranjera de portafolio es aquella inversión que hacen agentes de una economía en bonos, acciones y otras participaciones que no constituyen inversión extranjera directa ni reservas internacionales, por inversión extranjera directa se entiende la realizada en forma permanente en otros sectores de la economía que incentiva el crecimiento.

La inversión extranjera de portafolio en nuestro país esta directamente ligada a las condiciones en las que se encuentre el mercado de valores, así como también a los fundamentales de la economía, durante los años 1996-2001, el país estaba pasando por un bache en su crecimiento económico, y no generaba confianza en los inversionistas extranjeros razón por la cual como vemos en el siguiente cuadro los montos invertidos en el mercado de renta fija en esos años son muy pequeños.

CUADRO 3. Inversión extranjera de portafolio 1996 - 2004

⁴ No está de más el mencionar el efecto de confianza que tuvo los mercados emergentes, y en particular nuestra economía derivada de los altos precios de commodities los cuales son el fundamento de nuestras exportaciones.

INVERSION EXTRANEJA DE PORTAFOLIO		
(MILLONES DE DOLARES)		
AÑO	ACCIONES	RENTA FIJA
1996	1.090	44,9
1997	1.167	377
1998	800	13,2
1999	585	0,115
2000	424	0,379
2001	322	1,991
2002	233	26,181
2003	235	35,346
2004	587	413,792

Fuente: Superintendencia de valores

Para los años siguientes, con la presidencia de Álvaro Uribe, el país comienza a mostrar una mejora en sus indicadores y a reconstruir la confianza entre los inversionistas que de nuevo vuelven a ver a Colombia dentro de los mercados emergentes atractivos para la inversión pasando de USD \$ 1.9MM en 2001 a USD \$ 413.7 MM en el 2004.

Este incremento en la compra de bonos por parte de los extranjeros en nuestro país, ha colaborado mucho con el incremento de la deuda en los últimos años y se ha convertido en un importante centro de financiación para el estado Colombiano. Asimismo ha contribuido a crear una posible burbuja en el mercado de deuda interna.

1.2 CLASES DE TÍTULOS

La oferta de títulos en el mercado colombiano, si bien ha evolucionado en forma dinámica, no ha permitido un mayor desarrollo debido a la mencionada concentración del mercado de capitales y a la coyuntura económica vivida en la década de los años 90. La siguiente es la evolución que se ha tenido en los títulos valores del mercado de deuda pública:

1.2.1 Títulos de ahorro nacional

A comienzos de los años ochenta se creo por el decreto 382 de 1983 los Títulos de Ahorro Nacional (TAN), estos se convirtieron en el papel de mayor circulación de la década. Los TAN se crearon bajo el estado de emergencia económica con el objetivo, de financiar la deuda, convirtiéndose en un mecanismo transitorio donde el Banco de la Republica era el emisor, el garante solidario del pago y también el administrador de la colocación⁵.

Dadas las particularidades del manejo y dadas las características de los TAN, estos títulos se convirtieron en un recurso permanente y dieron origen a una gran expansión monetaria. En consideración a ello los TAN en 1990 lograron una captación de \$273 mil millones lo cual represento el 28% de la deuda total interna y la máxima captación de estos títulos.

Los TAN se convirtieron entonces en el bono de mayor circulación en los años ochenta, a estos los acompañaron otros bonos como los del Bienestar Familiar, los de Desarrollo entre otros más, que integraron el grupo de papeles a favor de la deuda interna.

⁵ LOZANO, Luís Ignacio. Dinámica y características de la deuda publica en Colombia 1996-2002. Colombia: Banco de la Republica, 2003. p 14.

1.2.2 Títulos de Participación (TP's)

Título que era emitido por el Banco de la República con el propósito de regular el mercado monetario, interviniendo en el mercado abierto. Fueron emitidos a la orden y se negociaban al descuento. El propósito era contraer o expandir la oferta monetaria y fueron reemplazados por TES Clase A.

1.2.3 Títulos de tesorería TES

En 1990 mediante la ley 51 se crearon los Títulos de Tesorería (TES) como mecanismo de financiación interna, estos títulos tenían como objetivo financiar el presupuesto nacional y reemplazar a su vencimiento los TAN y a los Títulos de Participación, a su vez la Constitución de 1991 se eliminó la emisión directa como medio de apalancamiento financiero del gobierno central y se le otorgó autonomía a los miembros de la Junta Directiva del Banco de la Republica en sus decisiones referentes a la política monetaria, crediticia y cambiaria. Con esta restricción, con la autonomía de la Junta Directiva y con la creación de los TES se da el cambio a la actual dinámica de financiación del Estado.

La ley 51 de 1990 consolidó dos tipos de TES⁶:

- TES clase A: que serían utilizados para cubrir el pasivo existente con el Banco Central (Banco de la República), y para sustituir a su vencimiento la

⁶ Tomado del documento: "Títulos de Tesorería TES". Ministerio de Hacienda y Crédito Público. 2002.

deuda contraída en Operaciones de Mercado Abierto⁷ (OMAS) a través de Títulos de Participación.

- TES Clase B: destinados a la financiación de la Nación (Apropiaciones presupuestales y Operaciones temporales de Tesorería del Gobierno Nacional), para sustituir a su vencimiento a los Títulos de Ahorro Nacional (TAN) y para emitir nuevos títulos para reemplazar los que se amorticen sin exceder los montos de emisión autorizados.

1.2.3.1 TES clase A

Los TES clase A sirvieron para cancelar la deuda que el gobierno tenía hasta el momento con el Banco de la República, esta deuda ascendía a \$676.340 millones, para este fin se expidió un Título TES clase A el 4 de julio de 1991 a la orden del Banco de la República por \$490.594 millones, y la cifra restante se pagó en Títulos TES clase B. El Título clase A a la orden del Banco Central tenía la característica de poderse fraccionar y de poderse colocar en el mercado o también podía ser usado en operaciones de mercado abierto.

Dadas las particularidades del Título este se fraccionó en ocho títulos de igual valor cada uno de \$61.324 millones, y la amortización se realizaría anualmente entre diciembre de 1996 y diciembre de 2003. En cuanto a los intereses, la liquidación se realizaría entre el 15 de septiembre de 1993 y el 13 de septiembre de 1994 al 24.5 %, y los intereses anteriores se pagarían en dos cuotas, la primera en septiembre 15 de 1993 donde se cancelarían los intereses

⁷ Transacciones del Banco de la República de compra y venta de instrumentos financieros en el mercado abierto, a tasas de interés competitivas.

correspondientes al año en curso y en diciembre 30 se cancelaría de manera anticipada los interés correspondientes al año siguiente (1994).

Para los intereses del ultimo trimestre de 1994 y hasta el 2003 se liquidarían bajo una tasa de interés igual a la inflación esperada aumentada en un 1% para los primeros 7 años y en un 2% para los restantes. Y por ultimo los intereses referentes al ultimo trimestre de 1994 y de diciembre de 1995 se capitalizaron en 1996, reinvertiendo la causación anual la cual era aplicable para el siguiente periodo a las tasas ya señaladas.

1.2.3.2 TES clase B

Las características de la inversión y negociación de los TES clase B son reguladas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Publico y/o por el Banco de la República con circulares reglamentarias.

Las características generales de los TES clase B son⁸:

- Los TES Clase B se dividen según su rendimiento en TES Clase B de Tasa Fija y TES Clase B de Tasa Variable. Los TES Clase B de Tasa Fija son emitidos para los plazos de 1, 2, 3, 5, 7 y 10⁹ años, mientras que los plazos para los de Tasa Variable son de 5, 7 y 10 años.
- Los TES Clase B son emitidos por la Nación y cuentan con la garantía de ésta.

⁸ Tomado del documento: "Títulos de Tesorería TES". Ministerio de Hacienda y Crédito Público. 2002.

⁹ Después de haber sido colocados por primera vez en 1993 son reintroducidos al Mercado de Deuda Publica Interna en el 2000.

- El estimativo de los ingresos de su colocación se incluirá en el Presupuesto General de la Nación como recursos de capital.
- Sus rendimientos y redención se atienden con cargo a los recursos del Presupuesto General de la Nación.
- Pueden ser administrados directamente por la Nación o ésta puede celebrar con el Banco de la República o con otras entidades nacionales o extranjeras, contratos de administración fiduciaria y todos aquellos necesarios para la edición, emisión, colocación, garantía, administración o servicio de los mismos.
- Cada emisión requiere el concepto de la Junta Directiva del Banco de la República sobre las características y condiciones financieras que tendrá, además del Decreto que la autorice y fije las condiciones financieras específicas.
- Su emisión no afecta el cupo de endeudamiento y está limitada, para las destinadas a financiar las apropiaciones presupuestales, por el monto de éstas.
- El Ministerio de Hacienda y Crédito Público definirá el inicio y cierre de cada emisión.
- No cuentan con la garantía del Banco de la República.

1.2.3.2.1 Colocación de TES clase B

1.2.3.2.1.1 Operación vía subasta

La subasta es el mecanismo más importante a través del cual se lleva a cabo la colocación de TES en el mercado primario. La subasta que se utiliza es de tipo holandés, es decir es una subasta donde el gobierno, en este caso el Ministerio de Hacienda y Crédito Público da una tasa de corte y concede las ofertas que tenga la tasa igual o menor a la tasa de corte. La oferta que compensa el cupo demandado define la tasa de corte o tasa de rendimiento efectiva del título, definiendo un único precio para todas aquellas ofertas por debajo de la tasa de corte.

La subasta tiene un calendario fijo para los TES de tasa fija, fijado en semanas monetarias de cada mes. Las subastas de los TES UVR (Unidad de Valor Real) y TES USD (Dólares) no son llevadas a cabo todos los meses, estas son anunciadas el primer día hábil de la semana en que se va a llevar a cabo la subasta.

Para participar en la subasta se debe ser perteneciente al Programa Creadores de Mercados como explicaremos detalladamente mas adelante y la oferta mínima de cada agente es de quinientos millones de pesos (\$500'000,000) y el monto máximo es el equivalente a doscientos millones de dólares (USD \$200'000,000) en pesos colombianos. Para el anterior cálculo se toma la TRM (Tasa Representativa de Mercado) de la fecha de presentación.

Dado el caso de que se presente una oferta total superior a la demanda fijada para la primera vuelta, se dará lugar a una segunda vuelta la cual será limitada a las entidades Creadores de Mercado que se hayan hecho meritorias a un puesto en la subasta, esta subasta se realiza manteniendo la misma tasa de rendimiento.

1.2.3.2.1.2 Operaciones forzosas

Las entidades que dependen del presupuesto general de la nación por ley deben invertir un porcentaje de sus excedentes de liquidez en TES clase B, estas inversiones son calificadas como operaciones forzosas.

Para determinar el monto a invertir, se utilizará el promedio mensual, del trimestre inmediatamente anterior de las cuentas corrientes, de la disponibilidad de caja, de los depósitos de ahorro a término y de los activos financieros diferentes a TES que estén en poder de los establecimientos públicos.

Las operaciones forzosas tienen vencimiento de mínimo un año y su rentabilidad efectiva anual es aquella definida en la subasta para el plazo fijado.

1.5.1.1.1.1 Operaciones convenidas

Las inversiones que elaboran las empresas públicas nacionales del gobierno central en TES, las cuales son ya convenidas por el gobierno según sus necesidades de financiamiento, son llamadas las operaciones convenidas.

Estas inversiones no son realizadas de manera competitiva, son operaciones fungibles y toman como rendimiento la tasa que fue fijada en la última subasta para plazos de 1 a 15 años.

1.2.3.2 Evolución histórica de los TES clase B

En 1992 se emitieron por primera vez los TES clase B los cuales llegaron a explicar el 38% de la deuda interna de la Nación y este valor representó el 0,74% del PIB. El mecanismo jurídico de los TES clase B se estableció mediante el decreto reglamentario 1250 de 1992. En 1993 se subastaron TES clase B a tres y a cinco años donde el principal inversionista fue el Instituto de Seguros Sociales. Sin embargo dadas las condiciones de restricción de la dinámica económica, la oferta de bonos y de CDT fue cayendo, lo cual conllevó a que los inversionistas adquirieran títulos con tasa llamativas, con nivel de riesgo crediticio cero y con una liquidez que poco a poco fue dando vía al programa de creadores de mercado.

En noviembre de 1994 se emitieron TES clase B a 4 años, en 1995 a uno y a dos años y en el 2002 a 10 años. Todos los anteriormente mencionados eran títulos emitidos bajo una tasa fija y en moneda legal colombiana. En 1997 se emitieron títulos en pesos indexados al IPC, 1998 se colocaron los primeros TES en dólares y en mayo surgen los TES en denominación de UVR.

En el periodo de 1990-1994 (gobierno Gaviria) la economía alcanzó tasas de crecimiento del 4,5% anual en promedio, gracias a un proceso de inserción en la economía internacional y una tasa de cambio revaluada. Dadas estas condiciones económicas el gobierno pudo financiarse vía emisión de deuda externa y prestamos de entes multilaterales que a cambio solicitaban un sistema económico abierto bajo condiciones fiscales sostenibles.

Con las particularidades anteriores, al país ingresaron US \$2000 millones lo cual empujó a una expansión de la oferta monetaria, a un incentivo del crédito y a un abuso del consumo interno. A pesar de lo anterior el nivel del gasto público

mantuvo una tendencia de crecimiento lo cual se dió gracias a los compromisos que la Constitución del 91 impuso al gobierno central.

Durante la administración Samper en el periodo 1995-1998 la tasa de crecimiento cayó al 3% promedio, para compensar lo anterior y el crecimiento en el gasto, el gobierno acude a financiarse internamente vía colocaciones masivas de TES (\$5 billones anuales en promedio).

Las estadísticas nos indican que la mayor parte de la deuda pública contraída a través de TES clase B se realizó por medio de operaciones forzosas y convenidas. Para 1998 los TES clase B colocados por medio de subasta ascendieron al 27% del total y los TES B colocados por medio de operaciones forzosas y convenidas la suma indicaba el 73%. Es preciso notar que en 1999 se dió la unificación de las operaciones forzosas y convenidas para la emisión de TES B, es decir que a partir de ese año desaparece el registro estadístico de las operaciones por separado.

En el año de 2001 se vió notablemente el ascenso del mecanismo de subasta para la emisión de TES B, siendo para ese año el 59% del total de las nuevas colocaciones de TES B. Desde 1997 los TES B han representado el 80% de la deuda total interna del gobierno nacional, por consiguiente las condiciones financieras de su colocación han jugado un rol muy importante en la cantidad de los intereses y en el tamaño del déficit.

1.3 PROGRAMA CREADORES DE MERCADO

Hasta 1995 las emisiones de TES se realizaban vía operaciones con entidades estatales con el fin de administrarles liquidez y ayudar financieramente al gobierno

central, el cambio se vió con el nacimiento del programa creadores de mercado el cual logró diferenciar las operaciones convenidas y las operaciones forzosas con entes descentralizados los cuales dependen del presupuesto general de la nación.

Los Creadores y/o Aspirantes a Creadores de Mercado son las entidades financieras o las Sociedades Comisionistas de Bolsa Colombianas, estas entidades se encargan de comprar, comercializar y estudiar la deuda publica interna del país. Estas entidades se les otorgan la condición de Creadores de Mercado después de cumplir con los requisitos de capital y calificación de riesgo estipulado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Siendo miembro del Programa de Creadores de Mercado se deben cumplir con una serie de prerrogativas y de obligaciones para obtener una calificación significativa que lo mantenga en el mismo.

El otorgamiento de ser Creador de Mercado es concedido por año calendario. Desde 1999 la subasta de TES clase B se limitó solo a los miembros del grupo de Creadores y Aspirantes a Creadores de Mercados. En el año 2000 se dió el afianzamiento del Programa Creadores de Mercado para los Títulos de Deuda Pública.

El programa se fomentó de manera activa desde 1997, donde se seleccionaron a 11 entidades como creadores de mercado, estos agentes son los únicos autorizados para penetrar al mercado primario. Los Creadores de Mercado cuentan con las siguientes prerrogativas y obligaciones¹⁰:

Prerrogativas:

¹⁰ “Títulos de Tesorería TES”. Ibidem. 2002.

- Acceder, junto con los Aspirantes a Creadores de Mercado, de manera exclusiva a las subastas periódicas en el mercado primario de TES Clase B.
- Asistir a reuniones periódicas con funcionarios del Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Dirección General de Crédito Público y el Banco de la República para tratar temas relacionados con el programa.
- Proponer la adopción de aquellas medidas que puedan optimizar su labor, disminuir sus riesgos o mejorar el funcionamiento de los mercados de deuda pública.
- Participar exclusivamente en las segundas vueltas de las subastas de TES Clase B.
- Acceder a los Sistemas Centralizados de Negociación en los cuales se desarrollen los mercados de primer escalón del mercado secundario de Títulos de Deuda Pública.

Obligaciones:

- Hacerse acreedor al 4% de las adjudicaciones¹¹ en el mercado primario de TES Clase B durante la vigencia, incluyendo las colocaciones por el mecanismo subasta y segunda vuelta; y ubicarse dentro de los primeros lugares dentro del número máximo de Creadores de Mercado establecido por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público
- Cotizar puntas de compra y venta permanentemente, en al menos uno de los Sistemas Centralizados de Negociación calificado como mercado de primer escalón por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

¹¹ Ponderadas por el plazo de acuerdo a las condiciones establecidas en la Circular Externa del Ministerio de Hacienda y Crédito Público No 12, Título IV y V.

- Distribuir a sus clientes reportes de investigación sobre la evolución y perspectivas del mercado de TES Clase B al menos trimestralmente.

Los Aspirantes a Creadores de Mercado son las entidades que participan por primera vez en el programa o que sean ya creadores los cuales no obtuvieron el puntaje necesario para mantener la categoría de creador, pero que sin embargo mantiene una buena calificación como agente activo de subastas y cotizaciones. . Los Aspirantes a Creadores de Mercado cuentan con las siguientes prerrogativas y obligaciones¹²:

Prerrogativas:

- Acceder, junto con los Creadores de Mercado, de manera exclusiva a las subastas periódicas en el mercado primario de TES Clase B durante el año.
- Asistir a reuniones periódicas con funcionarios del Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Dirección General de Crédito Público y el Banco de la República para tratar temas relacionados con el programa.
- Proponer la adopción de aquellas medidas que puedan optimizar su labor, disminuir sus riesgos o mejorar el funcionamiento de los mercados de deuda pública.
- Acceder a los Sistemas Electrónicos de Negociación en los cuales se desarrollen los mercados de primer escalón del mercado secundario de TES clase B.

Obligaciones:

¹² Tomado del documento: “Títulos de Tesorería TES”. Ministerio de Hacienda y Crédito Público. 2002.

- Hacerse acreedor del 2% del monto total de TES Clase B colocados por el mecanismo de subasta, en primera vuelta. Para que un Aspirante a Creador de Mercado obtenga la condición de Creador de Mercado debe hacerse acreedor a no menos del 4% del monto total de TES clase B adjudicados por el mecanismo de subasta y asimismo, ubicarse dentro de los lugares del número máximo de Creadores.
- Ofrecer puntas de compra y de venta permanentemente, conforme lo establezca el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- Distribuir por lo menos cada trimestre informes con análisis del mercado de deuda pública elaborados por el grupo de investigación de la entidad.

1.4 DEUDA PÚBLICA

1.4.1 Definiciones

Dada la importancia del tema del endeudamiento que enfrenta el país y para la claridad de conceptos económicos referentes a este trabajo, es preciso notar que cuando hablamos de deuda nos referimos a las obligaciones que exigen un pago corriente o futuro del principal y/o de los intereses, según sea el caso, por parte de un deudor.

Definiciones de deuda publica hay varias dadas las características del tipo de deuda en si o del sector en el que se encuentre, para fines de nuestro estudio procedemos a exponer tres tipos de deuda pública, que para este estudio son las mas precisas y pertinentes. Las tres clases de deuda pública a explicar son la Deuda Bruta, la Deuda Neta y la Deuda Neta de Activos Financieros.

- a) La Deuda Bruta¹³ (DB) se refiere al valor nominal de todas las deudas del sector público no financiero, las cuales se encuentran en manos de agentes privados o públicos dentro y fuera del país. Es decir que la Deuda Bruta es la suma de todas las deudas de las entidades no financieras la cuales componen el sector público.

La Deuda Bruta Pública incluye:

- La deuda del gobierno Nacional Central en bonos.
 - Los bonos emitidos por los municipios.
 - Las deudas de las entidades publicas, por ejemplo pagares, créditos, etc.
 - Las deudas del sector público no financiero con el sector financiero.
 - El rezago presupuestal de todas las entidades.
- b) La Deuda Neta (DN) esta es la misma Deuda Bruta sustrayéndole las deudas que se encuentran en poder del sector publico. Por ejemplo el Metro de Medellín.
- c) La Deuda de Activos Financieros (DNAF) es la Deuda Neta sustrayendo todos los activos financieros que posee el sector público no financiero.

1.4.2 Expansión de la deuda

Para entender el desarrollo de la deuda en Colombia es importante conocer en manos de quién se encuentra y su perfil según plazos y rendimientos. Para esto

es necesario dividir al estado entre las entidades que realizan actividades financieras SPF y las que no SPNF, la suma de la deuda en manos de estas entidades ascendió en 1996 a \$ 30,1 billones de pesos que equivalía al 30% del PIB y continuo incrementándose a una tasa promedio de 31.6% hasta el año 2002 superando en 17.8 puntos el crecimiento nominal del PIB durante los mismos años¹⁴.

A continuación haremos un análisis de los dos tipos de entidades antes mencionadas:

- a) SPF, Sector Público Financiero: Pertenecen a este las entidades que realizan labores de intermediación en condiciones de mercado, labores de fomento, labores de previsión y de salvamento. Las obligaciones pertenecientes a este sector corresponden en su mayoría a títulos fogafín, títulos de desarrollo agropecuario, títulos findeter, bancoldex, banco cafetero y la deuda externa del banco de la republica.
- b) SPNF – sector público no financiero: esta conformado por las dependencias del gobierno que agrupan bienes de consumo colectivo como son educación, salud, defensa etc., y por las empresas del sector publico que son las encargadas de proveer agua, energía etc., para el 1996 el nivel de deuda de este sector correspondía a \$25,7 billones que correspondía al 25,5% del PIB. En el **cuadro 4** podemos ver el crecimiento de la deuda bruta del SPNF:

CUADRO 4. Deuda bruta del sector no financiero 1995- 2004

¹³ Tomado del Documento de Asesores 2002. Confis.

¹⁴ LOZANO, Luís Ignacio. Dinámica y características de la Deuda Pública en Colombia 1996-2002. Colombia: 2003. p 2.

Deuda bruta del sector público no financiero (SPNF) 1/

	Interna 4/	Externa	Total	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Interna	Externa	Total
	(Miles de millones de pesos)			(Porcentaje del PIB) 2/			(Participación)		(Crecimiento nominal) 3/		
Dic-95	9.928,6	12.017,8	21.946,4	11,8	14,2	26,0	45,2	54,8			
Dic-96	12.679,4	12.926,6	25.606,0	12,6	12,8	25,4	49,5	50,5	27,7	7,6	16,7
Dic-97	18.774,3	17.608,6	36.382,9	15,4	14,5	29,9	51,6	48,4	48,1	36,2	42,1
Dic-98	23.946,4	24.448,4	48.394,8	17,0	17,4	34,4	49,5	50,5	27,5	38,8	33,0
Dic-99	32.928,5	32.879,2	65.807,7	21,7	21,7	43,4	50,0	50,0	37,5	34,5	36,0
Dic-00	46.653,2	41.965,2	88.618,4	26,7	24,0	50,7	52,6	47,4	41,7	27,6	34,7
Dic-01	54.905,1	50.801,8	105.706,9	29,2	27,0	56,2	51,9	48,1	17,7	21,1	19,3
Dic-02	67.330,5	61.967,6	129.298,0	33,1	30,5	63,6	52,1	47,9	22,6	22,0	22,3
Sep-03	71.210,6	66.396,1	137.606,7	32,3	30,1	62,4	51,7	48,3	0,0	0,0	0,0
Dic-03	74.366,6	65.883,0	140.249,6	32,9	29,1	62,0	53,0	47,0	10,5	6,3	8,5
Sep-04	79.210,1	62.169,1	141.379,2	33,1	26,0	59,1	56,0	44,0	11,2	(6,4)	2,7

1/ No incluye IFI.

2/ Para los datos trimestrales se utiliza el PIB de los últimos 12 meses.

3/ Para septiembre de 2004 corresponde a la variación con respecto a septiembre de 2003.

4/ En la deuda interna del GNC se incluyen los bonos de capitalización de la banca pública.

Fuente: Banco de la República

Para entender el comportamiento histórico de la deuda en Colombia es necesario remontarse a la crisis internacional de los años treinta, en ese momento la deuda bruta del país comenzó incrementarse hasta llegar al 22,4 % del PIB en 1935, durante la crisis el país tuvo tasas de crecimiento negativas y debido a esto debió endeudarse para sostener su funcionamiento, después de la crisis y con la reactivación de la economía mundial el nivel de endeudamiento disminuyó hasta ser solo el 4% del PIB en 1955.

En los sesentas la razón deuda / PIB comenzó a incrementarse de nuevo llegando al 15% del PIB en 1972. Logrando disminuir durante la bonanza cafetera¹⁵ y creciendo hasta 8.8% en 1986.

Durante los últimos años el incremento en la participación de la deuda en el PIB se debió tanto a un aumento en la deuda en si, como a una disminución en el ritmo de crecimiento de la economía principalmente si se tiene en cuenta que el crecimiento real para 1998 fue del 0.6% y para 1999 fue del -4.1%. Los constantes déficit en que ha venido incurriendo la economía del país así como el servicio de la deuda en si son la principal causa de el incremento en la razón deuda PIB.

1.5 VARIABLES MACROECONOMICAS QUE INFLUYEN EN EL MERCADO DE DEUDA PUBLICA

Hay diversos factores que influyen en la tendencia de las cotizaciones del mercado de deuda pública colombiana. Sin embargo se ha observado en la ultima década que los administradores de portafolios seleccionan un portafolio de TES analizando variables económicas como: el Producto Interno Bruto (PIB), las tasas de interés externas e internas, la oferta monetaria, el déficit fiscal, la tasa de cambio, la inflación y la coyuntura internacional.

Existen otras variables que son muy importantes como el nivel de desempleo, estabilidad política e institucional, el nivel de endeudamiento, el nivel de riesgo país y la incidencia en el comercio exterior; sin embargo las anteriormente

¹⁵ Kalmanovitz, Salomón. Historia Económica de Colombia. Ed. Terius 1998

mencionadas son las de mayor impacto al momento de selección un portafolio de TES. A continuación explicamos esas variables:

- a) Producto Interno Bruto: es el valor monetario de los bienes y servicios finales producidos dentro del territorio de un país, para nuestro estudio de Colombia. Se podría decir que es la tasa de crecimiento real de la economía, ya que refleja el grado de actividad económica en los diferentes sectores, incluyendo los bienes para producción, consumo interno y para exportación. En la medida que la producción sea mayor, la cotización de los TES es mejor, esto debido a que se genera una mayor base gravable para el recaudo tributario. También se eleva el nivel de liquidez requerido por la economía, se incrementa la oferta laboral lo cual genera mayores recursos de los agentes institucionales y mejora las perspectivas de la calificación del riesgo.
- b) Tasas de interés y oferta monetaria: El nivel de liquidez de la economía es un factor determinante para la oferta y demanda de TES, esto debido a que los agentes financieros cuentan con mayores recursos para darle una rotación mas dinámica a los portafolios y de esta manera tener una mayor negociación en las distintas series emitidas. Esto también garantiza la estabilidad de las tasas de interés de referencia las cuales permiten una mayor profundidad en las negociaciones.
- c) Déficit Fiscal: Esta puede ser la variable de mayor impacto en el desempeño del mercado de deuda pública, ya que del buen proceder de las finanzas públicas dependen las expectativas de repago (de los cupones y del principal) de los componentes de la inversión en TES. La confianza en el emisor y la decisión de realizar estructuración y no de encajarse en la especulación dependen directamente de una perspectiva de mejoramiento en los ingresos fiscales y de la optimización de gasto público. Si se

mantiene un nivel de déficit fiscal elevado frente al PIB, el cual no sea sostenible, se verán mayores niveles de endeudamiento, problemas de caja e incredulidad en el mercado financiero lo cual se convierte en una mayor volatilidad de los títulos en las negociaciones.

- d) Tasa de Cambio: Este resulta un activo financiero competitivo para la inversión en títulos de deuda. A medida que sea más rentable invertir en moneda extranjera para los agentes locales; la inversión y la negociación de TES se verá reducida. Lo contrario sucede si los procesos son de reevaluación, donde inclusive se atrae posición de portafolios extranjeros proporcionada la rentabilidad atractiva que tienen las inversiones en deuda colombiana local.
- e) Inflación: La estabilidad en el nivel general de precios es importante en la medida que una disminución de esta no solo favorece a la economía y a la credibilidad de la política monetaria adoptada (esto acontece ya que la inflación es considerada como un impuesto más gravable para los pobres), sino que constituye mejores colocaciones de deuda a un costo más rebajado, donde se da el espacio para una baja de tasas reales y unas emisiones indexadas a tasa variable.
- f) Tasas de Interés Externas y Coyuntura Internacional: Dados los actuales niveles de globalización de la economía, los mercados financieros se han vuelto dependientes del flujo de capitales extranjeros, y las tasas de interés externas ya que estas a medida que sean mayores atraen la inversión sacrificando las posiciones en emergentes, asimismo los niveles de déficit corrientes y fiscales de los principales países desarrollados también causan recomposición de portafolios que afectan las cotizaciones locales y adicionalmente a las divisas más representativas.

1.5.1 Dependencia de los inversionistas institucionales y entidades establecimientos de crédito del nivel de inversiones en deuda pública

Los inversionistas institucionales en Colombia son aquellos que administran recursos de terceros vía portafolios de inversión y que canalizan el ahorro público hacia la inversión. Como agentes institucionales tenemos a los Fondos de Pensiones y Cesantías, las Sociedades Fiduciarias, los Establecimientos Bancarios y las Compañías de Seguros entre otros¹⁶.

Estos agentes invierten en deuda pública parte del portafolio de los recursos de liquidez y las reservas que deben tener por ley de garantías. En cuanto al portafolio de las Sociedades Fiduciarias principalmente son fondos comunes o individuales que se encuentran bajo su responsabilidad. Cabe destacar que muchas fiduciarias son agentes activos en la administración de portafolios de pasivos pensionales, particularmente de entidades estatales o de procesos de liquidación.

La participación de estos agentes institucionales en la deuda pública se explica en el **cuadro 5**:

CUADRO 5. Participación de los agentes institucionales en la deuda publica¹⁷

¹⁶ Solo se mencionan estos agentes de mercado debido a que son los que tienen mayor influencia en mercado de deuda pública interna.

¹⁷ La información analizada comprenden los estado financieros tomados de la Superintencia Bancaria.

AGENTE	INVERSIONES DEUDA PUBLICA¹⁸	INVERSIONES EN DEUDA PUBLICA INTERNA	% DE DEUDA PUBLICA INTERNA¹⁹	FECHA DE CORTE²⁰
FONDOS DE PENSIONES Y CENTANTIAS	\$54,840,134,950	\$15,545,721,624	28.35%	AGO/05
SOCIEDADES FIDUCIARIAS	\$265,586,508	\$239,292,028	90.10%	SEPT/05
BANCOS	\$26,147,375,401	\$24,295,510,486	92.92%	SEPT/05
COMPAÑIAS DE SEGUROS	\$4,215,446,616	\$3,419,750,633	81.12%	JUN/05
TOTALES	\$85,468,543,474	\$43,500,274,771		

El papel de los agentes institucionales es muy importante ya que ellos mediante su participación promueven una mayor liquidez, volatilidad y eficiencia a las cotizaciones de deuda pública. Las entidades del orden centralizado colaboran con los agentes institucionales a dar mejor y mayor profundidad al mercado de deuda pública.

Lo anterior debido a que estas entidades del orden centralizado dependen presupuestamente del gobierno central y por ley están obligadas a invertir en TES. Además de darle fondo al mercado de deuda pública, estos agentes y

¹⁸ Incluye títulos de deuda pública interna, títulos de deuda pública externa y otros títulos de deuda pública.

¹⁹ Este porcentaje indica la proporción invertida en deuda pública interna de la inversión total en deuda pública de los agentes institucionales.

²⁰ La fecha de corte de cada agente institucional varía según su normatividad.

entidades, tienen la responsabilidad de darle estabilidad al ahorro del conjunto de la población.

1.5.2 Distribución de los TES clase B por sector

El mercado de deuda pública interna ha venido presentando un crecimiento significativo desde 1996. Para los años de nuestro estudio (1996 – 2004) se puede notar una tendencia de crecimiento regular en el sector público, sector financiero y sector privado, este último presentó un crecimiento del 2,740%, el mayor de los tres sectores.

El sector financiero presentó un aumento del 2,397% en la tenencia de TES de 1996 a 2004, mientras que en este mismo periodo el sector público en la tenencia de TES tubo un aumento de 40.5%, siendo este el menor porcentaje de crecimiento en comparación a los otros dos sectores.

La distribución de la cantidad en pesos de TES clase B la podemos apreciar en el **cuadro 6:**

CUADRO 6. Distribución de los TES clase B por proveedor

DISTRIBUCIÓN DE LOS TES CLASE B POR POSEEDOR 1/
Salidos en Miles de Millones de Pesos

	Dic-88	Dic-87	Dic-86
A Sector Financiero	1,287.7	1,851.7	2,632.8
Crediliito	1,048.5	1,363.8	1,675.3
Bancos comerciales	316.7	323.8	523.6
Corporaciones financieras	64.2	49.7	67.0
Clas de financiamiento comercial	1.9	22.4	9.8
Corporaciones de ahorro y vivienda	39.8	6.6	9.1
Compañías de Leasing	0.0	0.0	0.0
Cooperativas grado sup. car. fina.	0.0	0.2	1.5
Fondo de garantías	445.6	499.5	250.4
Banco de la República	180.3	461.6	803.8
Auxiliares	219.1	487.9	857.4
Almacenes Generales de Depósito	0.0	0.0	0.0
Clas de reaseguro	5.4	15.7	5.2
Sociedades fiduciarias	207.8	361.3	521.6
Sociedades administradoras Fdcos Cesantías Y Pensiones	6.0	111.0	330.6
B Sector Privado	384.3	1,857.2	1,478.2
Clas de seguros y capitalización	83.2	153.6	136.8
Fondos mutuos de Inversión	18.8	148.1	5.0
Comisionistas de bolsa	126.9	86.7	28.6
Depositos de valores (Parte Privada)	94.3	763.5	676.5
Personas jurídicas	34.7	468.2	594.5
Personas naturales	1.1	24.2	20.1
Entidades sin animo de lucro	5.2	12.8	18.9
C Sector Público	4,286.2	6,106.2	8,844.1
Entidades Públicas	1,347.8	1,853.3	3,742.5
Ecopetrol	150.1	187.2	275.4
Telecom	147.5	230.2	726.2
Cajanal	0.0	0.0	0.0
Sena	128.4	138.7	201.3
Caprecom	20.4	52.8	116.9
ISAGEN	0.0	133.1	200.2
INVIAS	16.7	30.8	65.9
EPM	0.0	0.0	0.0
Metro de Medellín	0.0	0.0	0.0
ISA	0.0	0.0	0.0
Santafé de Bogotá	0.2	0.0	0.0
Patrimonio Autónomo de Ecopetrol y Telecom	-	-	-
Otras Entidades Públicas	-	-	2,156.6
Depositos de valores (Parte Pública)	0.0	0.0	98.9
Federación Nacional de Cafeteros	0.0	0.0	0.0
ISS	2,916.5	3,845.1	5,291.1
Tesorería General de la República 2/	0.9	406.9	711.6
TOTAL (A+B+C)	6,887.2	8,814.1	13,868.1

1/ Incluye los Tes denominados en pesos, dólares y UMRC. No incluye los Tes de la Ley de Vivienda (Ley 546).
2/ Corresponde a Inversiones de la Tesorería con los Fondos Administrados por encargo fiduciario.

Continuación: CUADRO 6. Distribución de los TES clase B por proveedor

DISTRIBUCIÓN DE LOS TES CLASE B POR POSEEDOR 1/			
Salidos en Miles de Millones de Pesos			
	Dic-98	Dic-00	Dic-01
A Sector Financiero	8,818.7	10,116.6	13,310.8
Crediticio	4,487.6	6,063.6	8,142.1
Bancos comerciales	899.6	1,917.6	4,518.2
Corporaciones financieras	290.0	175.6	230.5
Ciás de financiamiento comercial	20.5	29.9	41.2
Corporaciones de ahorro y vivienda	22.5	6.5	59.4
Compañías de Leasing	0.0	0.0	0.0
Cooperativas grado sup. car. fina.	2.6	2.4	38.8
Fondo de garantías	1,157.0	1,204.6	1,410.6
Banco de la República	2,095.3	2,727.1	1,843.4
Auxiliares	2,131.1	4,051.9	5,168.8
Alicaciones Generales de Depósito	0.0	0.0	0.0
Ciás de reaseguro	0.0	0.0	0.0
Sociedades fiduciarias	1,054.8	2,011.7	2,810.9
Sociedades administradoras Fdos Cesantías Y Pensiones	1,076.3	2,040.1	2,357.9
B Sector Privado	1,788.4	3,404.0	4,348.0
Ciás de seguros y capitalización	121.7	409.6	479.5
Fondos mutuos de Inversión	21.7	32.3	85.6
Comisionistas de bolsa	25.0	44.3	91.5
Depósitos de valores (Parte Privada)	725.1	1,441.1	1,361.6
Personas jurídicas	876.9	1,386.1	2,150.3
Personas naturales	11.1	28.4	70.8
Entidades sin ánimo de lucro	17.9	62.3	106.7
C Sector Público	11,882.9	13,262.8	16,710.3
Entidades Públicas	4,076.1	5,009.0	5,997.5
Ecopetrol	1,023.5	236.5	205.1
Telecom	667.5	672.7	623.7
Cajanal	0.0	6.6	7.5
Sena	131.8	218.6	281.1
Caprecom	138.6	203.5	257.2
ISAGEN	112.3	36.9	65.1
INVIAS	104.3	103.2	86.7
EPM	0.0	31.1	68.7
Metro de Medellín	0.0	7.1	10.4
ISA	0.0	6.2	0.0
Santafé de Bogotá	0.0	2.9	1.5
Patrimonio Autónomo de Ecopetrol y Telecom	-	2,338.3	2,643.9
Otras Entidades Públicas	1,898.0	1,145.5	1,736.4
Depósitos de valores (Parte Pública)	556.4	162.4	112.4
Federación Nacional de Cafeteros	0.0	0.0	0.0
ISS	6,213.9	6,667.3	6,737.5
Tesorería General de la República 2/	835.9	1,414.1	2,862.8
TOTAL (A+B+C)	20,100.4	28,772.4	33,887.2

1/ Incluye los Tes denominados en pesos, dólares y UVR/C. No incluye los Tes de la Ley de Vivienda (Ley 545).

2/ Corresponde a Inversiones de la Tesorería con los Fondos Administrados por encargo fiduciario.

Continuación: CUADRO 6. Distribución de los TES clase B por proveedor

DISTRIBUCIÓN DE LOS TES CLASE B POR POSEEDOR 1/
Salidos en Miles de Millones de Pesos

	Dic-02	Dic-03	Dic-04
A Sector Financiero	21,829.2	24,878.8	30,382.4
Crediticio	12,942.7	17,477.9	20,260.4
Bancos comerciales	8,128.8	11,137.8	15,719.4
Corporaciones financieras	462.6	454.3	813.7
Ciás de financiamiento comercial	50.7	26.4	70.2
Corporaciones de ahorro y vivienda	1.0	0.0	0.0
Compañías de Leasing	0.0	0.0	0.0
Cooperativas grado sup. car. fina.	13.7	3.4	16.4
Fondo de garantías	1,733.6	2,446.0	2,417.2
Banco de la República	2,552.3	3,410.1	1,227.5
Auxiliares	8,386.5	7,401.9	10,131.9
Almacenes Generales de Depósito	0.0	0.0	0.0
Ciás de reaseguro	0.0	0.0	5.4
Sociedades fiduciarias	4,038.7	1,511.4	1,126.2
Sociedades administradoras Fdos Cesantías Y Pensiones	4,347.8	5,890.6	9,000.4
B Sector Privado	8,288.8	8,286.0	10,530.8
Ciás de seguros y capitalización	842.2	1,023.5	1,513.5
Fondos mutuos de Inversión	143.7	171.1	676.5
Comisionistas de bolsa	333.5	229.8	193.2
Depositos de valores (Parte Privada)	1,756.4	2,001.2	2,232.7
Personas jurídicas	2,943.5	4,452.4	5,456.1
Personas naturales	165.4	242.4	309.2
Entidades sin ánimo de lucro	103.2	144.5	149.3
C Sector Público	16,026.8	18,888.2	17,284.4
Entidades Públicas	7,821.4	12,074.8	13,317.1
Ecopetrol	889.2	731.7	93.2
Telecom	751.6	47.6	0.3
Cajanal	8.4	4.6	0.0
Sena	359.0	483.6	601.7
Caprecom	319.9	361.5	414.2
ISAGEN	8.0	17.8	36.0
INVIAS	202.2	180.6	236.5
EPM	0.0	72.8	70.7
Metro de Medellín	3.2	0.0	0.0
ISA	0.0	0.0	0.0
Santafé de Bogotá	44.6	144.0	215.0
Patrimonio Autónomo de Ecopetrol y Telecom	2,878.8	3,829.0	4,576.3
Otras Entidades Públicas	2,356.6	6,201.5	7,074.2
Depositos de valores (Parte Pública)	206.6	367.3	396.6
Federación Nacional de Cafeteros	0.0	25.0	9.1
ISS	5,426.0	3,838.2	3,088.7
Tesorería General de la República 2/	1,571.7	673.9	453.9
TOTAL (A+B+C)	42,843.8	60,114.0	68,187.3

1/ Incluye los Tes denominados en pesos, dólares y UVRD. No incluye los Tes de la Ley de Vivienda (Ley 546).

2/ Corresponde a inversiones de la Tesorería con los Fondos Administrados por encargo fiduciario.

Fuente: Banco de la República.

2. SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA EN COLOMBIA

Gran parte de la estructura fiscal en Colombia radica fundamentalmente en los ingresos de la Nación; las reformas tributarias y la misma dinámica económica han permitido sostener en forma creciente los recursos con que el Estado puede mantener una capacidad equilibrada fiscal sin soslayar el nivel de déficit sostenible.

Para comprender la dinámica futura de la deuda pública es muy importante analizar su sostenibilidad. Para esto es necesario observar el comportamiento de las finanzas del Estado, ya que son éstas en última instancia las que determinarán el incremento o disminución en el endeudamiento gubernamental y el principal ingrediente del endeudamiento total donde se incluye también el sector privado.

Asimismo, la capacidad de pago del Gobierno como emisor se basa en la salud de sus finanzas, de esta manera la sostenibilidad de su deuda dependerá también de los factores macroeconómicos que afecten las cifras fiscales. En este aparte se hará un breve repaso a la dinámica de las finanzas públicas, la estructura del gasto, el perfil actual de la deuda colombiana, y finalmente se presentarán los modelos econométricos de sostenibilidad de la deuda pública interna con relación al PIB.

2.1 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LAS CIFRAS FISCALES

Es bien sabido que existe históricamente un problema en las finanzas públicas, esto en términos simples lo que significa es que lentamente el saldo de la deuda estatal ha presentado año tras año incrementos significativos. El problema no radica en los ingresos fiscales, de hecho las reformas tributarias junto con la mayor dinámica de la economía han contribuido a generar unos ingresos crecientes como porcentaje del PIB.

Mientras en 1993 los ingresos totales del Sector Público no Financiero (SPNF) alcanzaban un 23,1% del PIB, en 2003 estos sumaban un 31,2%²¹. Es cierto que la desaceleración que presentó la economía a mediados y finales de los noventa tiene su efecto estadístico sobre esta cifra, sin embargo, el incremento en los ingresos no deja de ser rescatable especialmente durante los últimos años.

A pesar de los anteriores aspectos, el desbalance entre ingresos y gastos del Estado, generó un déficit fiscal para el SPNF que creció ostensiblemente entre 1993 y 1999, al pasar de un 0,3% del PIB a un 5,9%. Sin embargo, a partir de 1999 se estabilizó, en buena medida, gracias al saneamiento fiscal y a la caída abrupta en la inflación que permitió liberar recursos en el Estado por unas menores transferencias.

Esta dinámica de gasto es la principal causante de la explosión de la deuda pública del SPNF: en los últimos 12 años, mientras los ingresos corrientes de la Nación se incrementaron en una tasa promedio de 7% anual, los gastos del Gobierno Central crecieron a una tasa de 11% anual. Así mismo, el saldo de la deuda pública neta del sector público no financiero pasó de \$21,3 billones (21,2%

²¹ Estadísticas tomadas del Banco de la República.

del PIB) en diciembre de 1996 a \$114,6 billones de pesos (50,9% del PIB) en diciembre de 2003.²²

Al entrar a analizar la estructura del gasto corriente del SPNF se encuentra que las transferencias mantienen su importancia, si bien otros rubros cobran mayor relevancia frente a la participación en el gasto del Gobierno Nacional Central (GNC). Cabe recordar que el SPNF además del GNC contiene las empresas industriales y comerciales del estado, las empresas públicas locales y nacionales, así como a los gobiernos locales (sector descentralizado). Actualmente el gasto del SPNF se compone en un 38% por el rubro de transferencias, seguido por salarios (29%), intereses (19%) y bienes y servicios (13%).²³

Se observa entonces que hay una gran tarea por hacer en cuanto a la estructura del gasto público. Se deben plantear reformas estructurales a la Constitución que frenen el acelerado crecimiento en el gasto en transferencias, así como en salarios. Flexibilizar el gasto es necesario de manera que los gastos se muevan al ritmo de los ingresos, y que no estén atados a un componente que los hace insostenibles.

A pesar de todo esto, el SPNF está generando superávit primarios. El superávit primario es la diferencia entre los ingresos y gastos totales del SPNF excluyendo el pago de intereses, por esto es que es llamado también “superávit antes del pago de intereses”. Dicho superávit primario tiene la utilidad de permitir evaluar, en el margen, el ajuste fiscal²⁴ que se viene haciendo, antes de tomar en cuenta

²² Boletín No. 7 - Ley Orgánica de Presupuesto. Mayo 2004. Observatorio Legislativo. Instituto de Ciencia Política. 2002

²³ Boletín No. 7 - Ley Orgánica de Presupuesto. Mayo 2004. Observatorio Legislativo. Instituto de Ciencia Política

²⁴ El concepto de balance primario en estricto sentido, además de descontar el pago de intereses, no incluye los ingresos por concepto de rendimientos financieros. En el sector público descentralizado, juegan un papel importante los rendimientos financieros que se derivan de sus portafolios de TES.

el efecto histórico de la deuda²⁵. La ecuación para el superávit primario puede expresarse así:

$$\text{Superávit primario} = \text{Ingresos Totales} - \text{Gastos Totales} + \text{Intereses Netos}$$

Si bien este superávit primario aún se mantiene presentado particularmente por los entes descentralizados también es cierto que la actividad económica, la liquidez mundial y la estabilidad de orden público ha permitido tener un continuo manejo del rubro de endeudamiento hacia el largo plazo tratando de mejorar el perfil y el tipo de monedas de deuda.

2.2 DINÁMICA DE LA DEUDA PÚBLICA

En el numeral anterior se realizó un análisis del SPNF, pero otro aspecto que es importante destacar es la dinámica de la deuda pública, o la deuda del Gobierno Nacional Central (GNC), ya que ésta presenta la información más completa en términos de sus características, además que enmarca al GNC como emisor de esta deuda, mientras que la deuda total del SPNF incluye como emisores a distintas entidades descentralizadas.

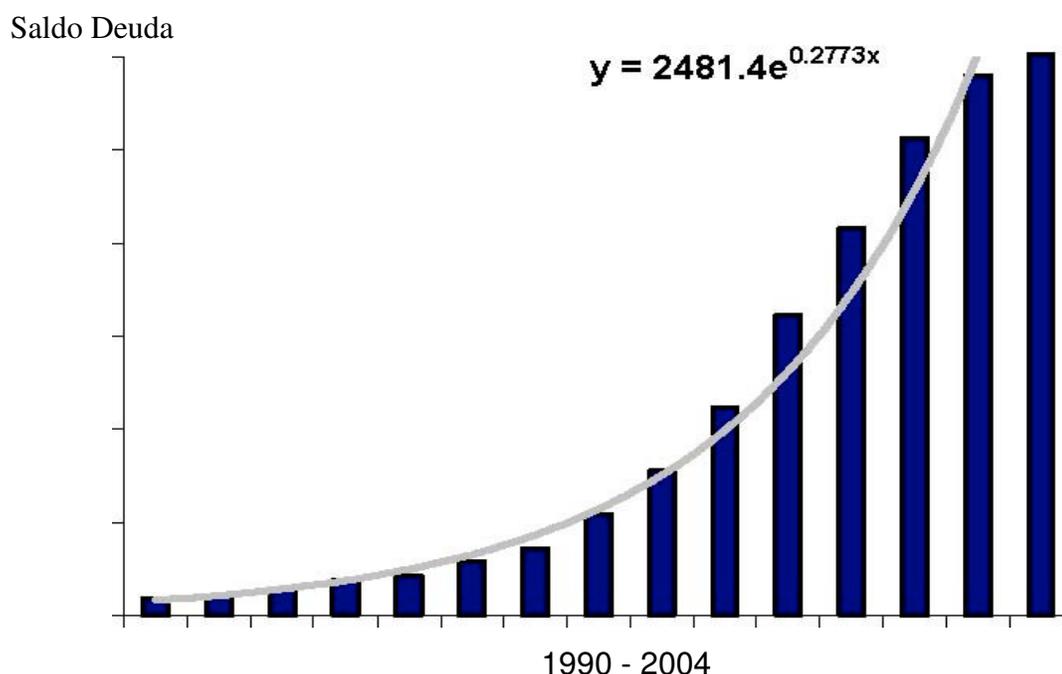
Por otra parte, mientras el GNC presenta un déficit del 5,4% del PIB a cierre de 2003, el sector descentralizado muestra un superávit del 2,5%, lo que demuestra que el problema fiscal proviene del GNC, mientras parte de su financiación se atribuye a la rentabilidad de entidades descentralizadas. A esto se suma que la deuda total del GNC suma casi la totalidad de la deuda del sector público, ya que

²⁵ CLAVIJO, Sergio. Deuda pública cierta y contingente: el caso de Colombia. Borradores de Economía. Abril de 2004

la primera alcanza a septiembre de 2003 \$116,3 billones, y la segunda \$116,5 billones.²⁶

Al 31 de marzo de 2004 la deuda del GNC sumaba \$120,5 billones, de los cuales un 54,3% pertenece a deuda interna, y el 45,7% restante a deuda externa. En tanto, la evolución reciente del saldo de la deuda total del GNC presenta una marcada carrera ascendente, fruto del creciente déficit del Gobierno Nacional. Mientras en 1990 la deuda del GNC era de \$3,5 billones, al 31 de marzo de 2004 este saldo fue 34 veces mayor, lo que es equivalente a una tasa de crecimiento anual del 28,6% en este período.

CUADRO 7. Evolución saldo total del GNC



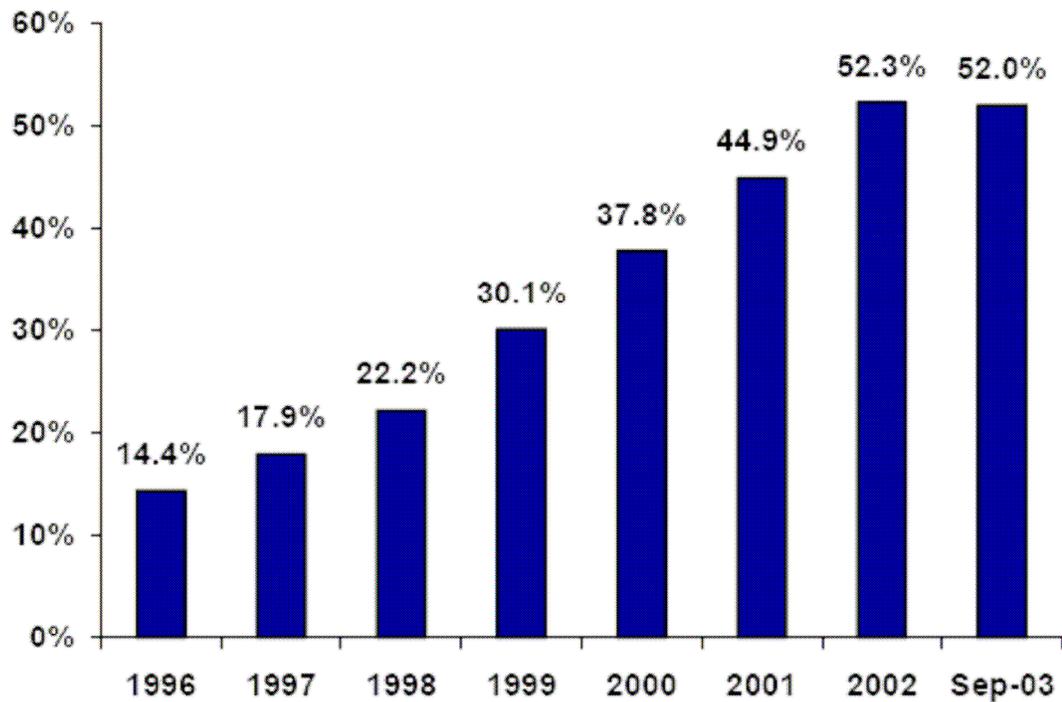
Fuente: Ministerio de Hacienda

* Nota: para 2004 se tomó el saldo al 31 de marzo.

²⁶ Departamento Nacional de Planeación

Este ritmo de expansión de la deuda se hace insostenible, una vez que los ingresos del GNC crecen a tasas de un dígito, lo que conlleva a un déficit en expansión, y a un efecto creciente, en el cual el mayor déficit alimenta una mayor deuda, que a la vez repercute en el déficit futuro debido al pago de más intereses y amortizaciones.

CUADRO 8. Saldo nominal de la deuda



Fuente: Ministerio de Hacienda,

De lo anterior se puede observar que el empujado crecimiento de la deuda del GNC obedece tanto al incremento de la deuda interna, así como de la externa. A mediados de los noventa la deuda interna presentó un inclinado ritmo de expansión, lo que se debió básicamente al desarrollo del mercado local de deuda del Gobierno.

Así, la deuda interna ha ganado participación desde comienzos de los noventa, tras alcanzar tan solo un 12,8% del total de la deuda del GNC en 1990, en el 2003 obtenía una participación mayoritaria con el 54,3% del total del PIB.²⁷

Esto es particularmente importante a partir del año 2003 debido a la política de recomposición de la deuda, como respuesta a la necesidad de aminorar el riesgo cambiario, derivado de la exposición que en deuda externa se tuvo durante el final de la década de los años 90.

Por lo tanto, con esta mayor participación de la deuda denominada en pesos, el GNC está menos expuesto en su endeudamiento frente a movimientos del tipo de cambio y shocks externos, los cuales han jugado en contravía de las finanzas públicas al incrementar el valor en pesos del endeudamiento externo en años de altas devaluaciones y de consecución de recursos como fue el caso de finales de 2002.

El plan actual del Gobierno es llevar la relación entre deuda interna y externa a un 60 - 40, con el fin de mantener el ritmo de reducción de la exposición a movimientos del tipo de cambio.²⁸

²⁷ Estadísticas Banco de la Republica

²⁸ PLANEACIÓN NACIONAL Indicadores de coyuntura económica 2004

En lo que respecta a las fuentes de financiación específica del GNC la que más se destaca a corte del año 2004 es la de los TES, que conforman un 45,1% del total, seguidos por los bonos externos (yankees, o bonos soberanos) con un 25,3%. Asimismo, el Banco Interamericano de Desarrollo ha aportado \$11,4 billones a la deuda del GNC (9,4% del total).

Esta gran magnitud de los TES como fuente de financiación puede jugar en contra del plan del Gobierno de incrementar la participación del endeudamiento interno, debido a que si bien podría capotear el impacto de los movimientos del dólar sobre la deuda, el saldo vigente en TES ya es alto, y la colocación de más papeles dentro del país podría llevar a una sobreoferta de TES.

Lo anterior afectando las colocaciones futuras de estos papeles, una vez que los agentes exigirían unas tasas de rendimiento cada vez mayores por tomarlos. El porcentaje comparativo de los TES con relación a los demás papeles de financiamiento se muestra en el siguiente cuadro:

CUADRO 9. Perfil de la deuda del GNC: fuentes de financiación

Fuentes	COP millones	USD millones	Participación
TES	54,337,169	20,289	45.1%
Bonos Externos	30,461,116	11,374	25.3%
BID	11,357,953	4,241	9.4%
Bonos Fogafin Banca Pública	3,863,340	1,443	3.2%
BIRF	6,891,404	2,573	5.7%
Créditos Comerciales	2,085,898	779	1.7%
Bonos Ley 546	2,425,683	906	2.0%
CAF	3,281,765	1,225	2.7%
Banco Agrario	961,170	359	0.8%
Bonos de Paz	1,282,247	479	1.1%
TRD	2,158,826	806	1.8%
Créditos de Exportación	439,124	164	0.4%
Otros Deuda Interna	449,506	168	0.4%
Otros Deuda Externa	542,356	203	0.4%
Total	120,537,557	45,009	100.0%

Fuente: Ministerio de Hacienda, Datos al 31 de marzo de 2004.

Se puede conceptuar que con las características anteriormente reseñadas de la deuda y las finanzas del sector público, cabe destacar que la sostenibilidad del endeudamiento público, a partir del cálculo del superávit primario necesario para estabilizar el saldo de la deuda pública como porcentaje del PIB, implica examinar diversas variables macroeconómicas sobre la sostenibilidad de la deuda y por ende sobre las finanzas públicas.

A través del análisis de sostenibilidad se debe analizar aquellas variables que hacen relevante el nivel de superávit primario que permita, dado un crecimiento y

una tasa de interés real de largo plazo, mantener el saldo de la deuda como proporción del PIB estable alrededor de un nivel límite.²⁹

2.3 CRECIMIENTO ECONÓMICO Y SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

El crecimiento económico es de importancia toda vez que la relación Deuda Pública Total/PIB determina la capacidad que el país tiene para absorber más endeudamiento.

De lo anterior se desprende que, a mayores tasas de crecimiento económico esta relación se disminuye lo que representa para el país una mayor salud fiscal. Para corroborar esta relación, sólo basta con aludir a la reducción que tuvo la deuda total como porcentaje del PIB (Producto Interno Bruto) entre 2002 y 2003, pasando de 54,2% a 52,5%, básicamente debido al crecimiento del 3,79% en 2003 frente al 1,62% en el año inmediatamente anterior, más no en el saldo en pesos constantes de la deuda total como tal.³⁰

Pero asimismo es importante destacar, que la deuda por sí sola no dice nada sobre las finanzas del Estado, en cambio, al colocarla como proporción del PIB se puede establecer el grado de apalancamiento del país con relación a su Ingreso total, del cual sólo una proporción corresponde a los ingresos del Gobierno y del sector público. Haciendo una comparación con una compañía del sector real, la deuda de una empresa por sí sola no genera mucha información, es decir para una compañía grande una deuda de \$100 mil millones no es gran cosa, pero para

²⁹ Esta ecuación es obtenida a partir del supuesto que la deuda actual como proporción del PIB, así como la del periodo anterior, será igual al nivel crítico o máximo de endeudamiento,

³⁰ Ministerio de Hacienda y Crédito Público

una empresa mediana con ingresos del orden de \$200 mil millones, eso es un nivel de endeudamiento muy alto.

En términos similares al análisis empresarial se puede mencionar que una relación muy utilizada para analizar el sostenimiento, es el nivel de endeudamiento respecto a los ingresos y frente a su utilidad operativa o a su utilidad operacional más depreciaciones y amortizaciones.

Al hacer comparable dicho indicador, en un entorno macroeconómico lo mismo ocurre con un país. Su nivel de endeudamiento está ligado con sus ingresos que son para el caso del Gobierno principalmente los impuestos. Estos están en función del crecimiento de la economía o PIB. De allí la importancia que tienen medidas como relación Deuda Pública Total / PIB o Deuda Pública Total / superávit Primario.

2.4 ANÁLISIS ECONOMETRICO DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

La teoría económica plantea variables explicativas a la tendencia que puede tomar el comportamiento de un mercado de deuda pública, en particular los inversionistas propenden por dar un análisis fundamental a las variables macroeconómicas, sus tendencias, su grado de influencia en el nivel de inversión, y la presencia de factores estructurales que permitan tomar decisiones con el conjunto de información disponible por parte de los agentes involucrados. Este capítulo expone un modelo econométrico cuyas variables, y por diferentes estudios (CONFIS 2002, CLAVIJO 2002, LOZANO 2004) se ha planteado para el mercado colombiano, complementado de esta forma el análisis visto durante el primer capítulo.



El modelo planteado está orientado a realizar un análisis del comportamiento de la deuda pública interna basado en el progreso de los ingresos y los pagos del gobierno central nacional en los últimos 10 años, esto se hace con el fin de observar si existen hechos estilizados (tendencias posibles) y como éstos se proyectan, con el fin de determinar los escenarios de la deuda y su trayectoria a mediano plazo.

Para la escogencia de las variables endógenas y exógenas, se ha tenido en cuenta lo planteado en la Teoría Económica en lo referente a las relaciones teóricas entre la deuda pública y sus determinantes, con base en un análisis del comportamiento de los ingresos y pagos en los últimos 10 años, con el fin de incorporar las características propias de su desempeño, y por último al realizar las estimaciones sobre las variables seleccionadas, se trató de plantear un modelo con base en variables explicativas siguiendo un enfoque práctico y sencillo en cuanto a la aplicación del modelo sin que se sacrificara mucho la bondad del ajuste.

2.4.1 Variables explicativas seleccionadas:

En materia de comportamiento de las diversas variables que explican la sostenibilidad de la deuda se pueden dilucidar particularmente las siguientes:

Producto Interno Bruto: Toda vez que es la base sobre la cual el Estado, como emisor de dichos títulos, fundamenta sus ingresos fiscales vía efectos tributarios, y además ayuda a generar confianza entre inversionistas locales y externos, que contribuyen en el largo plazo a estabilizar el grado de endeudamiento e indirectamente en variables como calificación de riesgo externa, tasas de interés, confianza en la credibilidad de la inflación, entre otras.

Inflación: Dado que es la variable de mayor compromiso para el Banco de la República, se considera que su comportamiento va directamente atado a la tendencia de las tasas de interés y por ende a la política monetaria. Su impacto es importante porque del costo del dinero depende la tasa de financiación interna del gobierno, razón que permite analizar el servicio de deuda vía pagos de interés.

Déficit Fiscal: La sostenibilidad como se ha mencionado esta directamente relacionada con la estructura fiscal. En Colombia gran parte del déficit se debe al nivel de gasto público que desde 1991 ha mantenido una tendencia alcista y sus reformas para corregir dicha tendencia no han sido estructurales.

Tasas de interés internas: Reflejan el comportamiento de la política monetaria y sirven como herramienta para el control de la inflación, no obstante, dentro del modelaje está correlacionada con el comportamiento de la inflación. Su nivel interesa toda vez que de ellas depende el gasto financiero del Gobierno Central

Al analizar estadísticamente las variables, con series históricas del período 1994 – 2005 en forma trimestral, los resultados muestran que las variables de mayor relevancia para explicar el saldo de la deuda y su comportamiento está dado por el nivel del PIB a precios constantes de 1994 y el comportamiento que tenga la inflación. (Ver Vectores Autoregresivos)

Para analizar las variables se homogenizaron los datos en forma trimestral, acorde al siguiente cuadro:

Cuadro 10

ANOS	TRIMESTRES	SALDO DEUDA PUBLICA	PIB REAL	INFLACION
		(en mill de USD)	(millones de COP) precios constantes de 1994	
1994	MARZO	8435,7	16.149.275	23,42
	JUNIO	8769,76	16.429.626	23,09
	SEPTIEMBRE	9045,33	17.341.368	22,32
	DICIEMBRE	9107,34	17.612.593	22,60
1995	MARZO	9.204,4	17.102.971	21,34
	JUNIO	9.263,9	17.321.384	21,67
	SEPTIEMBRE	10.714,2	17.997.221	20,80
	DICIEMBRE	11.731,6	18.624.641	19,47
1996	MARZO	13.063,9	17.507.147	20,21
	JUNIO	14.014,0	17.738.148	19,71
	SEPTIEMBRE	14.156,9	18.436.653	21,55
	DICIEMBRE	14.530,4	18.824.876	21,64
1997	MARZO	17.233,4	17.585.647	18,94
	JUNIO	18.579,6	18.418.732	18,67
	SEPTIEMBRE	20.503,8	19.217.023	18,02
	DICIEMBRE	21.629,7	19.772.619	17,68
1998	MARZO	23.912,7	18.539.489	19,25
	JUNIO	26.347,0	18.824.031	20,69
	SEPTIEMBRE	30.003,2	19.068.599	17,81
	DICIEMBRE	31.073,6	18.989.206	16,69
1999	MARZO	33.120,8	17.408.501	13,50
	JUNIO	37.303,5	17.423.121	8,96
	SEPTIEMBRE	42.417,2	18.517.122	9,31
	DICIEMBRE	44.743,3	18.901.857	9,24
2000	MARZO	49.314,3	17.764.538	9,73
	JUNIO	56.305,9	17.915.948	9,68
	SEPTIEMBRE	60.335,5	19.092.904	9,21
	DICIEMBRE	64.543,2	19.590.441	8,75
2001	MARZO	68.636,6	18.009.152	7,81
	JUNIO	73.307,4	18.218.096	7,93
	SEPTIEMBRE	78.183,3	19.326.126	7,96
	DICIEMBRE	83.264,2	19.904.734	7,65
2002	MARZO	83.872,4	18.049.726	5,90
	JUNIO	89.372,0	18.695.414	6,26
	SEPTIEMBRE	98.892,0	19.746.445	5,97
	DICIEMBRE	102.379,7	20.425.637	6,99
2003*	MARZO	108.659,3	18.481.986	7,59
	JUNIO	109.109,8	19.157.177	7,21
	SEPTIEMBRE	114.080,5	20.693.577	7,12
	DICIEMBRE	115.913,6	21.551.750	6,49
2004*	MARZO	117.422,8	19.508.983	6,21
	JUNIO	117.474,3	20.405.365	6,07
	SEPTIEMBRE	119.925,0	21.478.367	5,97
	DICIEMBRE	119.678,4	22.379.718	5,50
2005*	MARZO	126.275,3	20.369.097	5,03
	JUNIO	125.564,8	21.775.935	4,84
	SEPTIEMBRE	127.031,3	22.857.082	5,02
	DICIEMBRE	132.880,4	23.153.696	4,85
* Cifras provisionales.				
Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística - DANE.				

Departamento Nacional de Planeacion DNP

El modelo descrito fue corrido en E-views realizando pruebas individuales de raíz unitaria a las variables dados los problemas de tendencia que mantienen (como se observa en el cuadro anterior), y cuyos resultados fueron negativos en donde la Hipótesis nula planteada fue la existencia de raíz unitaria (ver anexo de las salidas estadísticas) utilizando el test de Dickey-Fuller.

En tal sentido se corrió un modelo cuya explicación subyace de la validez que tiene las diferencias de las variables (más no los niveles) dando como resultado válido, incluyendo el efecto de causalidad de Granger, que el nivel de endeudamiento depende de las variaciones rezagadas de la deuda al igual que las variaciones rezagadas dos períodos de la inflación y el crecimiento económico PIB (el análisis incluye 44 trimestres que equivalen a los trimestres del período en mención).

Para realizar el análisis se utilizaron vectores autoregresivos de las variables mencionadas que son explicativas desde el punto de vista estadístico mostrando los siguientes resultados.

2.4.2 Causalidad

Pruebas de Raíz Unitaria

Raíz unitaria
Inflación

Null Hypothesis: INFLACION has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-18.22643	0.0001
Test critical values: 1% level	-3.600987	
5% level	-2.935001	
10% level	-2.605836	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(INFLACION)
Method: Least Squares
Sample (adjusted): 4 44
Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INFLACION(-1)	-3.597790	0.197394	-18.22643	0.0000
D(INFLACION(-1))	1.697276	0.133748	12.69006	0.0000
D(INFLACION(-2))	0.804189	0.082297	9.771804	0.0000
C	-0.289031	0.164342	-1.758720	0.0869
R-squared	0.932618	Mean dependent var		0.027805
Adjusted R-squared	0.927155	S.D. dependent var		3.865965
S.E. of regression	1.043416	Akaike info criterion		3.015345
Sum squared resid	40.28253	Schwarz criterion		3.182523
Log likelihood	-57.81457	F-statistic		170.7040
Durbin-Watson stat	1.595731	Prob(F-statistic)		0.000000

Null Hypothesis: INFLACION has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 2 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-18.22643	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.600987	
5% level	-2.935001	
10% level	-2.605836	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(INFLACION)
 Method: Least Squares
 Sample (adjusted): 4 44
 Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INFLACION(-1)	-3.597790	0.197394	-18.22643	0.0000
D(INFLACION(-1))	1.697276	0.133748	12.69006	0.0000
D(INFLACION(-2))	0.804189	0.082297	9.771804	0.0000
C	-0.289031	0.164342	-1.758720	0.0869
R-squared	0.932618	Mean dependent var		0.027805
Adjusted R-squared	0.927155	S.D. dependent var		3.865965
S.E. of regression	1.043416	Akaike info criterion		3.015345
Sum squared resid	40.28253	Schwarz criterion		3.182523
Log likelihood	-57.81457	F-statistic		170.7040
Durbin-Watson stat	1.595731	Prob(F-statistic)		0.000000

Prueba de raíz unitaria de la serie histórica DEUDA

Null Hypothesis: DEUDA has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.446556	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.592462	
5% level	-2.931404	
10% level	-2.603944	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DEUDA)

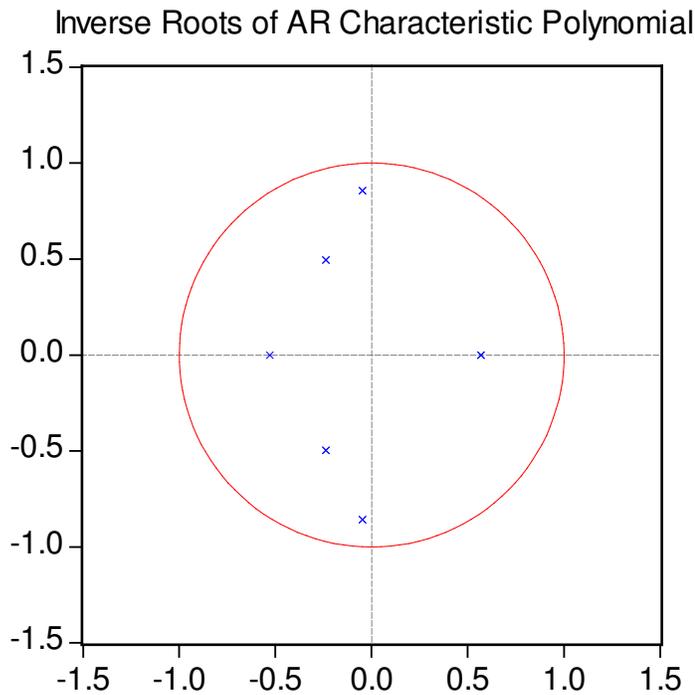
Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2 44

Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DEUDA(-1)	-0.825344	0.151535	-5.446556	0.0000
C	2472.642	556.8698	4.440251	0.0001

R-squared	0.419797	Mean dependent var	98.79720
Adjusted R-squared	0.405646	S.D. dependent var	2948.247
S.E. of regression	2272.932	Akaike info criterion	18.34092
Sum squared resid	2.12E+08	Schwarz criterion	18.42284
Log likelihood	-392.3299	F-statistic	29.66497
Durbin-Watson stat	2.113226	Prob(F-statistic)	0.000003



Modelo Econometrico 1

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests

Sample: 1 44

Included observations: 42

Dependent variable: DEUDA

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
INFLACION	2.994220	2	0.2238
PIB	3.446374	2	0.1785
All	4.543413	4	0.3374

Dependent variable: INFLACION

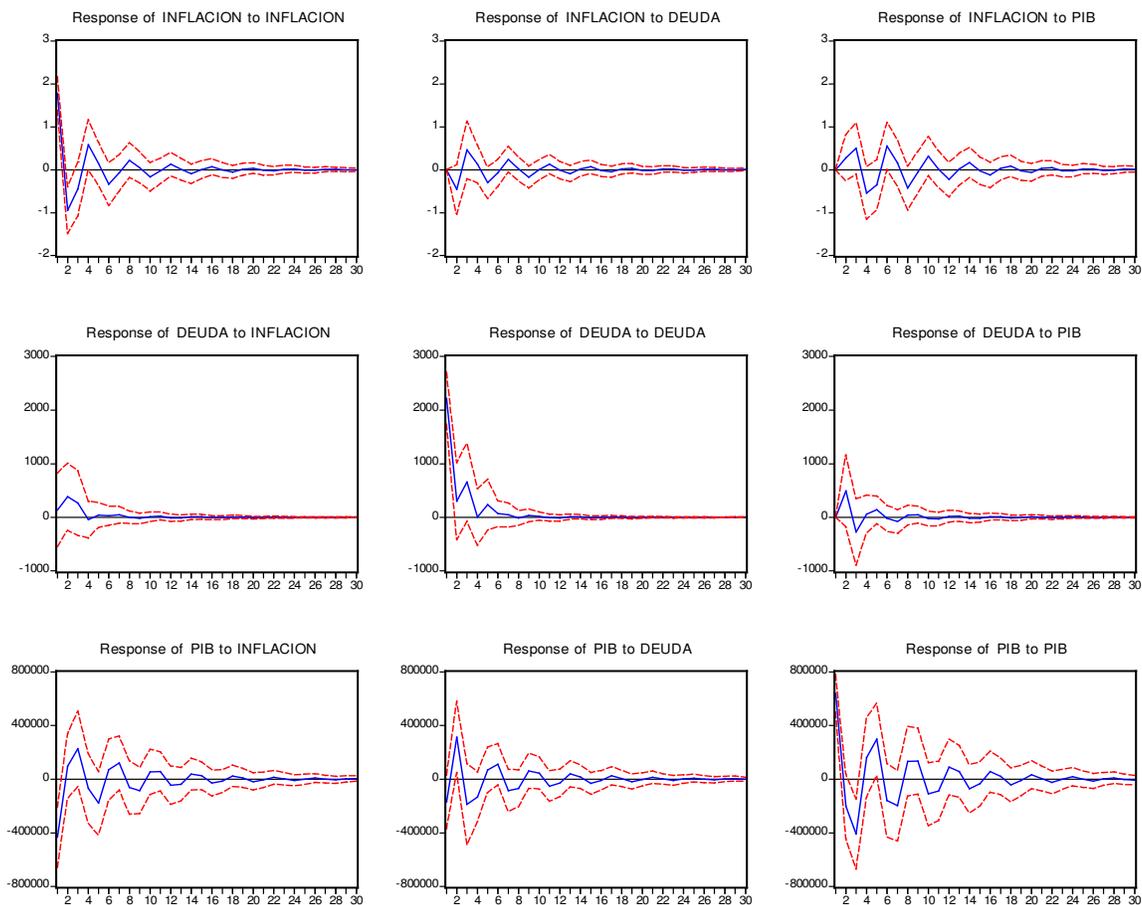
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
----------	--------	----	-------

DEUDA	3.107379	2	0.2115
PIB	10.11736	2	0.0064
All	12.10565	4	0.0166

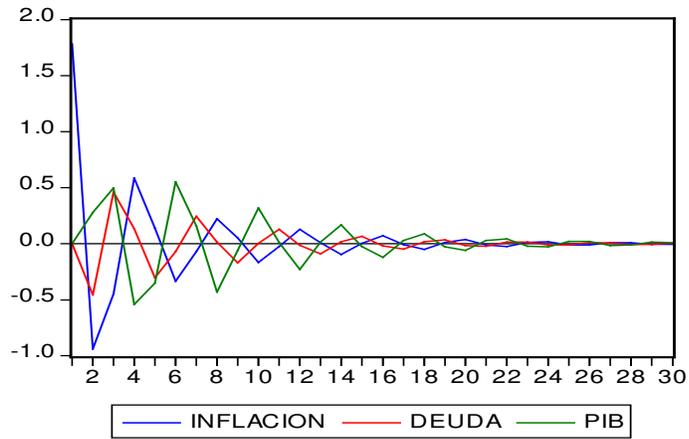
Dependent variable: PIB

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DEUDA	7.478940	2	0.0238
INFLACION	1.403713	2	0.4957
All	9.143007	4	0.0576

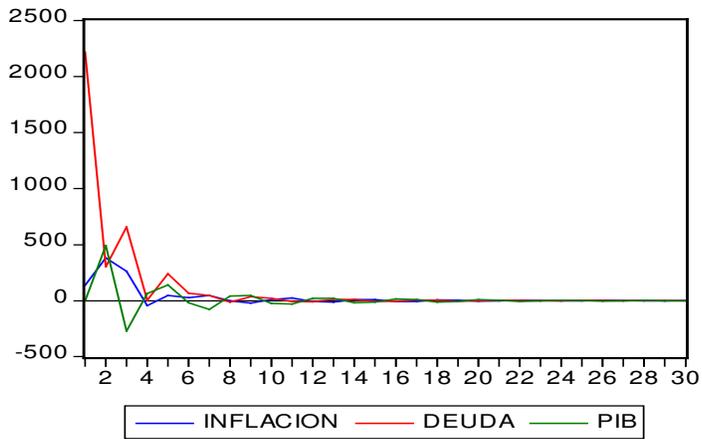
Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



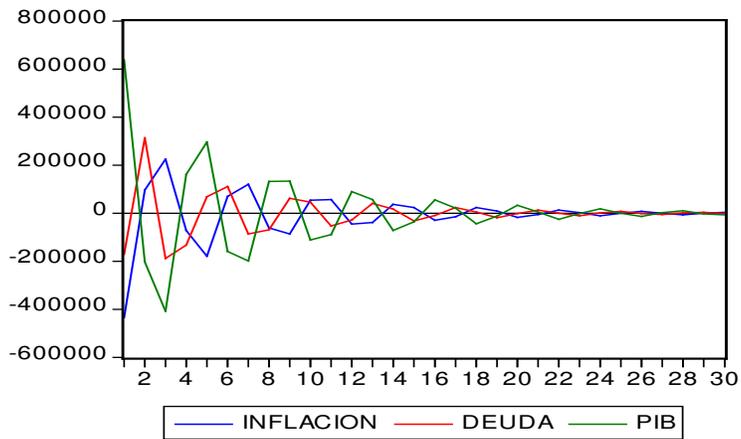
Response of INFLACION to Cholesky
One S.D. Innovations



Response of DEUDA to Cholesky
One S.D. Innovations



Response of PIB to Cholesky
One S.D. Innovations



Vector Autoregression Estimates

Sample (adjusted): 3 44

Included observations: 42 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

	DEUDA	INFLACION	PIB
DEUDA(-1)	0.194990 (0.15981) [1.22017]	-0.000172 (0.00013) [-1.34402]	117.0231 (56.8629) [2.05799]
DEUDA(-2)	0.201891 (0.15919) [1.26828]	0.000180 (0.00013) [1.40881]	-125.1988 (56.6421) [-2.21035]
INFLACION(-1)	387.2788 (226.484) [1.70996]	-0.407987 (0.18162) [-2.24638]	-32215.23 (80588.9) [-0.39975]
INFLACION(-2)	132.0540 (208.696) [0.63276]	-0.168969 (0.16736) [-1.00964]	-87310.43 (74259.4) [-1.17575]
PIB(-1)	0.000770 (0.00052) [1.47989]	4.37E-07 (4.2E-07) [1.04655]	-0.317717 (0.18517) [-1.71584]
PIB(-2)	-0.000498 (0.00050) [-1.00168]	1.23E-06 (4.0E-07) [3.07632]	-0.815637 (0.17706) [-4.60652]
C	1898.954 (666.989) [2.84705]	-0.310005 (0.53487) [-0.57959]	226959.0 (237332.) [0.95629]
R-squared	0.200957	0.531428	0.539190
Adj. R-squared	0.063978	0.451102	0.460194
Sum sq. resids	1.73E+08	111.1412	2.19E+13
S.E. equation	2222.170	1.781982	790705.5
F-statistic	1.467067	6.615852	6.825526
Log likelihood	-379.4287	-80.03118	-626.1553
Akaike AIC	18.40137	4.144342	30.15025
Schwarz SC	18.69098	4.433953	30.43986
Mean dependent	3011.287	-0.008095	83442.40
S.D. dependent	2296.859	2.405235	1076207.

Determinant resid covariance (dof adj.)	6.37E+18
Determinant resid covariance	3.69E+18
Log likelihood	-1076.562
Akaike information criterion	52.26484
Schwarz criterion	53.13367

Como se puede observar, el nivel de endeudamiento puede ser interpretado como un modelo en diferencia equivalente a la siguiente expresión:

$$\delta \text{ Deuda } t = C + \alpha(D \text{ t-1}) + \beta(D \text{ t-2}) + \phi(\text{INF } t-1) + \gamma(\text{INF } t-2) + \eta(\text{PIB } t-1) + v(\text{PIBt-2}) + e$$

Donde,

$\delta \text{ Deuda } t$	Diferencia del saldo en la deuda para el período t
C	es la constante
$\alpha(D \text{ t-1})$	la primera diferencia de la Deuda
$\beta(D \text{ t-2})$	Segunda diferencia de la deuda
$\phi(\text{INF } t-1)$	primera diferencia de la inflación
$\gamma(\text{INF } t-2)$	segunda diferencia de la inflación
$\eta(\text{PIB } t-1)$	primera diferencia del PIB
$v(\text{PIBt-2})$	segunda diferencia del PIB
e	el término de error

Cada letra griega que acompaña a la variable es el coeficiente estimado.

Acorde a los resultados el modelo estimado para el comportamiento del endeudamiento está sustentado en los siguientes resultados:

$$\delta \text{ Deuda } t = 1898,95 + 0,19499 (D \text{ t-1}) + 0,201891 (D \text{ t-2}) + 387,2788 (\text{INF } t-1) \\ + 132,0540 (\text{INF } t-2) + 0,00077 (\text{PIB } t-1) - 0,000498 (\text{PIBt-2})$$

Esto implica las siguientes apreciaciones:

El cambio en el nivel de endeudamiento está relacionado con la tendencia reciente que presenta en los últimos dos trimestres el saldo respectivo de deuda, toda vez que sobre el mismo el gobierno proyecta su nivel de presupuesto adecuado que sostiene el gasto que el ejecutivo realiza versus su fuente de generación de ingresos, vía mayores recursos fiscales o endeudamiento en los mercados de capitales.

De otro lado, la tendencia inflacionaria marca que en particular la presión inflacionaria de los últimos trimestres causa una expectativa sobre un mayor endeudamiento, toda vez que en la medida que exista mayor inflación el Banco Central puede presionar la política monetaria, encareciendo el costo del dinero y por dicha vía elevar el servicio de la deuda dado el mayor pago de intereses que el gobierno tendría que realizar a mediano plazo.

Es importante anotar que el Banco Central mueve sus tasas de interés de referencia conforme a las expectativas sobre inflación que mantenga en el largo plazo por ende, es un elemento importante dicha variable, toda vez que tanto las tasas de interés, como el comportamiento de la tasa de cambio y el crecimiento económico importan a los agentes del mercado de deuda pública.

Por último el crecimiento económico es uno de los factores de mayor confianza y estabilidad para la capacidad de endeudamiento en el país. Su influencia está directamente relacionada sobre la generación de base gravable, mayor confianza

de inversionistas internacionales y mejoras en aspectos cualitativos como la calificación de riesgo. Particularmente el modelo muestra que un crecimiento sostenible permite mejorar el nivel de endeudamiento, particularmente en el entendido que hace que la capacidad financiera del Estado pueda responder con mayor holgura a sus obligaciones financieras.

3. CONCLUSIONES DEUDA PÚBLICA INTERNA

El mercado de deuda pública interna tiene una particular importancia para el desarrollo del mercado de capitales local, el desarrollo de nuevas fuentes de financiamiento y la misma estructura de financiamiento en el largo plazo para el Estado. En tal sentido es plausible el avance que se ha logrado con su desarrollo, no obstante, es de preocupar la concentración de las inversiones en dichos títulos, el flujo de caja fiscal originado por la necesidad de superávit primarios continuos y un excesivo gasto público, el grado de liquidez que se requiere para sostener el nivel de endeudamiento y por ende un comportamiento moderado en las tasas de interés, un control sobre la inflación y un grado de crecimiento sostenible en el largo plazo de la economía.

Es de destacar que el pago por intereses de la deuda pública interna cada vez es mayor. En el 2003 el monto subió a \$15.5 billones. Más de \$1 billón por mes. Esta cifra es enorme. La deuda externa tiene un comportamiento muy similar al de la interna. El mayor aumento se presenta en la segunda mitad de los noventa. Entre 1993 y 1999 los saldos de la deuda externa e interna eran muy similares. Pero a partir del 2000 la deuda interna comenzó a crecer más rápido que la externa; y es cuando el déficit fiscal empieza a crecer, los nuevos créditos (externos e internos) terminan siendo para financiar deudas anteriores.

Entre ambos tipos de deuda hay relaciones estrechas. Cuando la tasa de interés interna es alta, hay incentivos para endeudarse en el exterior. Además de la deuda externa pública, también debe tenerse en cuenta la deuda externa privada. A medida que las tasas de interés subían el sector privado optó por endeudarse en el exterior. A comienzos de los noventa, la deuda externa privada era de

US\$2.5 miles de millones. Y ahora oscila alrededor de los US\$14 miles de millones.

En los noventa el sector privado recurre a la deuda externa porque la tasa de interés interna era muy alta y, además, porque había condiciones favorables a la revaluación del peso. En adición a ello en el período 2002 a 2004 el grado de liquidez de la economía aumenta en cerca de \$20 billones³¹ fruto entre otras del grado de liquidez mundial, la entrada de capitales externos, el aumento de las exportaciones bajo un contexto de altos precios de los commodities y un marco político de confianza entre los inversionistas, lo cual permitió que indirectamente el gobierno aprovechara para conseguir recursos más económicos dada la ausencia de oferta de valores pero restringiéndose a si mismo el mejorar sus condiciones de endeudamiento de largo plazo y mejorar su perfil mediante ajustes fiscales estructurales.

Bajo este panorama se puede inferir acorde a la información estadística que el grado de sostenibilidad del endeudamiento está influenciado por el comportamiento de la inflación y el nivel de crecimiento económico. Con ello se puede aludir que la inflación indirectamente sirve de soporte para las decisiones de política monetaria, particularmente en comportamiento de tasas de interés, que sirven como herramienta de control. De otra parte, un crecimiento sostenible da un margen de mayor maniobrabilidad toda vez que permite aumentar la base gravable tributaria que alimenta los ingresos fiscales y por otra parte mejora la perspectiva de riesgo para el país, así como la confianza para los inversionistas.

3.1 RECOMENDACIONES:

3.1.1 Crecimiento Sostenible y control de la inflación

Para dar solidez al endeudamiento y a la capacidad del Estado como agente primordial para el mercado de capitales, la confianza de los inversionistas, las decisiones de largo plazo en materia económica y la misma estabilidad de las finanzas públicas, se requiere un crecimiento sostenido del PIB con tasas cercanas al 6% y un control en materia inflacionaria.

Debe recordarse que la meta de inflación del Banco de la República oscilará entre un 2% y un 4% en el Largo Plazo, por ende ello implica que las expectativas deben encaminarse hacia dicho objetivo, lo que implica que un control estricto sobre la inflación sostendrá la capacidad de pago del Gobierno, de lo contrario el costo del dinero se encarecerá y por ende el servicio de la deuda se hace más oneroso.

3.1.2 Superávits primarios:

Los estudios demuestran que los niveles actuales de deuda son insostenibles si no se generan superávits primarios por encima del 3% del PIB en los próximos años³². Estos estudios sobre la deuda pública Colombia (CONFIS 2002, Banco de

³¹ Ver estadísticas del Banco de la República.

³² LOZANO, Ignacio. Crisis Fiscal Actual: Diagnostico y Recomendaciones. Colombia, 2004 p 92.

la Republica 2002, Clavijo 2002 y Lozano 2004) “suponen explícita o implícitamente que la economía vuelve a crecer a tasas por encima del 4% y que no hay choques negativos sobre el saldo de la deuda provenientes de las tasas de interés y de cambio en los próximos años”³³. Este superávit del 3% sería a corto plazo ya que a largo plazo se debería presupuestar un superávit más alto, ya que en el largo plazo se debe tener en cuenta el pasivo pensional.

Esta posible solución de generar superávit primarios, es la solución que le representa al país menos costos, dado que si no se generan los balances primarios positivos (ya sea mediante mayores ingresos o mediante menores gastos) que necesita el país para garantizar una deuda sostenible, se pondría llegar a que los mercados financieros colapsaran y por ende cerraran lo cual conllevaría a una situación costosa para el país, y además se presentaría una falta de credibilidad frente a mercados internacionales.

Es decir para que exista sostenibilidad de la deuda pública se requiere generar un ahorro primario equivalente mínimo al 3% del PIB para estabilizar la relación deuda pública (cierta)/PIB alrededor del 50% podríamos concluir que ese ahorro primario (superávit del 3%) lo podemos ver claramente en la generación de utilidades operacionales, con las cuales Colombia podría generar una capacidad real de pago del servicio de su deuda. Esto debido a que con el ahorro del este superávit primario se podría ir pagando la deuda lo cual estabilizaría el PIB.

³³ Citado por LOZANO, Ignacio. Crisis Fiscal Actual: Diagnostico y Recomendaciones. Colombia, 2004 p 92.

3.1.3 Reforma tributaria estructural y mayor control sobre el gasto público

La deuda interna es considerada uno de los principales "disparadores del gasto público", y un riesgo para la estabilidad económica del país en el mediano plazo. Es de total importancia el lograr un saneamiento y ordenamiento de las finanzas públicas, que no solo considere la equidad y la eficiencia del sistema, sino que también se considere el nivel de recaudo, es indispensable elevar estos niveles.

Así mismo se debería pensar en una reforma de tipo estructural que este de acuerdo con las políticas de gastos. Unas finanzas públicas saneadas permitirán que halla un crecimiento económico estable y que no haya un incremento en las tasa de interés real, lo que en últimas se refleja en una deuda sostenible.

Igualmente se debe pensar en una tributación progresiva y que mejore la equidad y la eficiencia. Por ejemplo el aumento del IVA es regresivo y termina afectando negativamente la calidad de vida de las familias pobres.

4. BIBLIOGRAFÍA

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Documento Técnico para la Valoración de TES. 2002.

BANCO DE LA REPÚBLICA. Resolución Externa No. 8 de 2000. Capítulo VIII.

BANCO DE LA REPÚBLICA. Estadísticas sobre Deuda Pública: Boletín No. 1. 2004.

BANCO DE LA REPÚBLICA. Reporte de Estabilidad financiera Diciembre 2004.

Bolsacava, Volatilidad, [www.bolsacava.com]

CANTOR, Richard y PACKER, Frank. Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings. En Economic Policy Review. Octubre de 1996.

CLAVIJO, Sergio. Deuda Publica Cierta y contingente. Colombia: 2002.

CONTRALORÍA GENERAL DE LA NACIÓN. Informes de Déficit Fiscal. Varios.

CONTRALORÍA GENERAL DE LA NACIÓN. Informes de Déficit Fiscal. Varios.

DEPARTAMENTO NACIONAL DE PLANEACIÓN. Archivos de Economía.

DEPARTAMENTO NACIONAL DE PLANEACIÓN. Indicadores de Coyuntura Económica. 2004.

FABOZZI, Frank. Bond Markets, Analysis and Strategies. New York: 1997.

FERREYRA CARRASCO, Alfonso. Volatilidad Implícita. www.alferreyra.com. 2005.

HERNANDEZ, Antonio; LOZANO, Luís Ignacio Y MISAS, Martha. La Disyuntiva de la Deuda Pública: Pagar o Sisar. Colombia: 2002.

LOZANO, Ignacio; RINCON, Hernán y RAMOS, Jorge. Crisis Fiscal Actual: Diagnostico y Recomendaciones. Colombia: 2004.

LOZANO, Luís Ignacio. Dinámica y características de la Deuda Pública en Colombia 1996-2002. Colombia: 2003.

MARTINEZ ABASCAL, Eduardo. Futuros y Opciones en la Gestión. Madrid, 1993.

MASCAREÑAS, Juan. Gestión de Carteras de Renta Fija. Madrid: 1998.

MINISTERIO DE HACIENDA, BANCO MUNDIAL Y FEDESARROLLO, Misión de Estudios del Mercado de Capitales de Colombia. Bogota: Mayo de 1996.

MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Títulos de Tesorería TES. Mayo de 2002.

MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Presupuesto General de la Nación. 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004.

MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Decreto 1064 de 1991.

RAMIREZ HASSAN, Andrés. Pago y Sostenibilidad de la Deuda Pública Colombiana: Implicaciones de Política Económica. Medellín: 2004.

SUPERINTENDENCIA BANCARIA. Circular 100 de 1995. Cap. I, XIII, XVIII, XX, XXI.

SUVALOR. Informes de Deuda Pública. Varios.

TUCKMAN, Bruce. Fixed Income Securities. Tools for Today's Markets. 2ª Edición. 2002.