

B&M CONSULTORES

**EL FINANCIAMIENTO DE LA NACIÓN Y EL
MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA**

Cali, Febrero 14 de 1996

EL FINANCIAMIENTO DE LA NACIÓN Y EL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA

Resumen Ejecutivo

Este capítulo plantea cómo el financiamiento interno de la Nación a través del mercado de capitales cumpliría dos objetivos: uno *fiscal*, de provisión de recursos para financiación del gasto a través de fuentes alternativas al crédito, y el otro *institucional*, de contribución a la formación y consolidación del Mercado de Capitales en Colombia con un papel del deudor soberano, punto de referencia del mercado.

La principal característica del comportamiento de los ingresos y gastos del Gobierno Nacional desde 1980 se ha garantizado por la ganancia en importancia relativa de los ingresos tributarios directos, pasando de niveles del 13% del PIB a niveles del 23%. Los gastos se han redistribuido hacia los gastos en funcionamiento y servicio de la deuda, con estabilidad relativa en los gastos de inversión. La participación de los impuestos indirectos en el financiamiento del gasto es hoy mucho menor que en los años ochenta. Por su parte el financiamiento del déficit fiscal ha sido modificado de manera sustancial, especialmente a través de bonos, como Títulos de Tesorería, TES, presentándose por primera vez fondeo en los mercados de capitales internacionales a través de las emisiones de bonos de deuda pública.

El financiamiento del déficit en Colombia en los últimos años ha estado caracterizado por un incremento sustancial en el endeudamiento como proporción del PIB, pero con una sustitución importante en las fuentes: una disminución en los desembolsos de crédito externo y la introducción del financiamiento interno a través de instrumentos de mercado como los Títulos de Tesorería, TES y las emisiones internacionales de bonos de deuda pública.

Las perspectivas del financiamiento interno del Gobierno Nacional por medio de instrumentos de mercado, con la emisión y colocación de TES en el Mercado de Capitales, representan una alternativa nueva en Colombia. Estos instrumentos dependen sustancialmente de las condiciones mismas del mercado: de su profundidad, liquidez, transparencia y diferenciación del riesgo. En la debilidad de estos aspectos se manifiesta la incipiente en el desarrollo del mercado colombiano y por lo tanto son precisamente ellos los limitantes, en el mediano plazo, para el posicionamiento del *instrumento soberano*. Esto mismo hace que las estrategias de diseño y colocación de los TES jueguen un papel central en el proceso de consolidación del mercado.

Las experiencias internacionales, de gobiernos como el de Estados Unidos, Alemania y Japón, muestran la importancia de los instrumentos soberanos como patrones de referencia para el mercado. El mercado secundario de los papeles de deuda norteamericanos conforman el mayor mercado del mundo y el más líquido, donde los pagarés que se emiten a plazos entre 1 y 10 años son los de mayor liquidez. Los instrumentos soberanos son utilizados para las operaciones de control monetario, en especial los certificados que se emiten a plazos entre 3 meses y un año. En Alemania hay títulos de deuda cuyo mercado excluye a extranjeros; el Bundesbank puede adquirirlos para control del mercado de dinero pero únicamente a través del mercado secundario

y es él el responsable de su colocación y redención, teniendo un papel de asesor sobre las condiciones de la emisión. La interacción de las políticas fiscal y monetaria se realiza principalmente a través del papel del Bundesbank como controlador del precio de los títulos de deuda pública. En el Japón se realizaba hasta 1987 la colocación de los títulos de deuda a través de un contrato de colocación asegurada con cerca de 800 firmas de corretaje, bancos y compañías de seguros; a partir de ese año se tiene una combinación de subasta y contrato de underwriting. La experiencia internacional indica que es factible que las Operaciones de Mercado Abierto se adelanten exclusivamente con instrumentos emitidos por el Gobierno nacional, o con instrumentos emitidos por el Banco Central, como es el caso actual de Colombia

La ley en Colombia ordena la sustitución de los Títulos de Participación por TES para la realización del control monetario por parte del Banco de la República, es decir, la existencia de un único instrumento soberano en el mediano plazo. Esta situación tiene aspectos positivos representados en la no existencia de dos agentes grandes en un mercado incipiente, facilitando el acceso de la Nación al mercado de corto plazo. Los aspectos negativos se dan por posibles conflictos entre la Tesorería y el Banco de la República con las políticas restrictivas del último y el costo fiscal de los efectos de ellas sobre la tasa de interés; además se disminuiría la independencia del Banco de la República, dada la baja liquidez del mercado.

La mezcla óptima de instrumentos según plazos se enfrenta a la restricción de la inexistencia de instrumentos de corto plazo, plazo restringido para los TP's, siendo necesaria la existencia de un monto sustancial de instrumentos de corto plazo para la transición de TP's a

TES. Además las necesidades de esterilización monetaria ponen de manifiesto el gran tamaño del mercado secundario requerido y la importancia de su consolidación.

La cuantificación del impacto del financiamiento con TES sobre la tasa de interés se enfrenta a la dificultad en la información disponible, por la poca experiencia con TES en el mercado. Los resultados del modelo de demanda de activos financieros con ecuaciones aparentemente no relacionadas, muestra un efecto importante de los montos y las tasas de colocación de los TES sobre la demanda de los CDT de todo el sistema financiero, del orden del 34%. El impacto fiscal, que considera como alternativa al financiamiento con TES el fondeo externo, incluyendo el costo de esterilización, podría alcanzar los 270.000 millones de pesos en la alternativa más estricta, pero podría igualmente ser más modesto, de acuerdo con las condiciones de liquidez monetaria. El documento recomienda revisar el mandato de la ley y mantener la emisión independiente de instrumentos para propósitos fiscales y monetarios.

Finalmente se recomienda buscar la consolidación de los TES en el mercado, en especial propender por su liquidez en el mercado secundario y como una contribución importante a la transparencia del mercado, eliminar en el mediano plazo los mercados cautivos con las colocaciones convenidas y forzosas. El diseño de los TES debe tener una diversificación limitada pero que atienda los diferentes segmentos del mercado; los instrumentos a tasa flotante juegan un papel importante en esto, pero sus montos deben ser limitados. Su colocación podría ampliarse a personas naturales a través de la colocación por intermedio de bancos y CAV's que acceden más fácilmente a estos segmentos. Se considera finalmente que el contrato de underwriting, para los papeles a tasa flotante, no es conveniente por tratarse de un papel del deudor soberano.

B&M CONSULTORES

EL FINANCIAMIENTO DE LA NACIÓN Y EL MERCADO DE CAPITAL EN COLOMBIA

Autores: **Gustavo Moreno - B&M Consultores**
Inés Maria Ulloa - Universidad del Valle

Los Autores agradecen los comentarios de Rafael Herz y María Claudia Correa, y la asistencia en el procesamiento de la información de Julio César Alonso y Carlos Alberto Torres. Sin embargo, cualquier error es responsabilidad exclusiva de los autores.

ÍNDICE

I.	Objetivos	5.
II.	El financiamiento del Gobierno Central en Colombia y otros países	6.
	A. El financiamiento del Gobierno Nacional 1980-1994	7.
	B. Políticas de financiamiento del déficit del Gobierno Nacional	9.
	C. Perspectivas del financiamiento interno del Gobierno Nacional	12.
	D. Antecedentes: Ley 51 de 1990, Ley 31 de 1992 y Constitución Nacional	19.
	E. Instrumentos de financiamiento de otros países y su articulación en Operaciones de Mercado Abierto	22.
	1. El financiamiento estatal en Estados Unidos	23.
	2. El financiamiento federal en Alemania	29.
	3. El financiamiento del Gobierno Central estatal en otros países	34.
	(a) El financiamiento nacional en el Japón	34.
	(b) El financiamiento nacional en Italia	36.
	(c) El financiamiento federal en Brasil	38.
	F. La diferenciación de riesgo: requisito para la consolidación del mercado de capitales	40.

ÍNDICE (Continuación)

III.	La operación con Títulos de Tesorería	45.
	A. Características generales	46.
	B. Mezcla óptima de instrumentos según plazo y determinación cantidades	50.
	C. Transición de los Títulos de Participación a los Títulos de Tesorería	54.
IV.	Cuantificación del impacto del financiamiento con TES	56.
	A. El efecto desplazamiento del financiamiento interno de la Nación	57.
	B. El costo fiscal del financiamiento con TES	61.
V.	Recomendaciones	64.
VI.	Anexo No.1. El financiamiento estatal en otros países	69.
	Anexo No. 2. Las características principales de los TES	74.
VII.	Bibliografía	77.

ÍNDICE DE CUADROS

1.	Ingresos y gastos del Gobierno Nacional Central como proporción del PIB (1980-1994)	7
2.	Participación de los ingresos tributarios en el financiamiento de los gastos del Gobierno Central (1980-1994)	8.
3.	Déficit o superávit total del Gobierno Nacional Central y su financiamiento (1989-1994)	8.
4.	Deuda Interna del Gobierno Nacional Central. Saldo de capital e intereses (1989-1994)	8.
5.	Emisiones colombianas en el exterior	8.
6.	Producto Interno Bruto (Colombia) y deuda del Gobierno Nacional Central (1980-1994)	9.
7.	Deuda pública como proporción del PIB de EE.UU. y Japón (1987-1993)	9.
8.	Metas de colocaciones de TES en el mercado (1995-1998)	16.
9.	Participación porcentual de los principales activos financieros en total ahorro financiero (Diciembre 1993 - Mayo 1995)	17.
10.	Cálculo de la duración de la mezcla de plazos de los TES	53.
11.	Distribución del saldo de TES por modalidades a Agosto 31 de 1995	54.
12.	Estructura de plazos de los saldos, excluyendo colocaciones obligatorias, a Agosto 31 de 1995.	54.

EL FINANCIAMIENTO DE LA NACIÓN Y EL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA

I. Objetivos

El Ministerio de Hacienda y Crédito Público busca explorar fuentes alternas al endeudamiento externo, y así reorientar una parte significativa del financiamiento estatal hacia la captación de recursos internos a través de la emisión y colocación de títulos de deuda en el mercado interno de capitales. Esto implica el diseño, el mercadeo y la colocación de Títulos de Tesorería (TES) por un monto total de \$140 mil millones en 1995 y cifras significativamente superiores en los años siguientes¹. La estrategia de financiamiento de la Nación con TES busca dos objetivos principales:

- *Fiscal*: proveer recursos al menor costo para el financiamiento del gasto público a través de fuentes alternas a las tradicionales.
- *Institucional*: contribuir a la formación y consolidación del mercado de capitales mediante el posicionamiento permanente de papeles de corto, mediano y largo plazo emitidos por deudor soberano, que servirán de punto de referencia para la tasa de interés en el mercado doméstico.

¹ Para 1996 las metas netas de colocación por subasta alcanzan \$450.000 millones.

Estos dos objetivos son importantes por la contribución potencial que su logro significa para los procesos de modernización de la economía. Por una parte alcanzar estos conllevan nuevas fuentes para el financiamiento del gasto del Gobierno Nacional y por la otra, al tomar el Estado un papel activo en la formación y consolidación del mercado de capitales, abre nuevas perspectivas a la inversión, abaratando el costo financiero del crecimiento productivo del país.

II. El financiamiento del Gobierno Central en Colombia y otros países

En el presente capítulo se hace un análisis corto del comportamiento de los ingresos y gastos del Gobierno Central en Colombia en los últimos años, las políticas de financiamiento del déficit y dentro de ellas las perspectivas que se plantean para su financiamiento con recursos internos, a través de la colocación de papeles del deudor soberano en el mercado de capitales. El análisis de las perspectivas del financiamiento interno conlleva planteamientos críticos sobre la situación actual del mercado, los aportes que un instrumento soberano haría y los requerimientos para hacer posible su colocación en condiciones aun inusuales en el país. Las formas de financiamiento estatal en otros países se plantean como marco comparativo sobre los interrogantes y dificultades a los cuales se ve enfrentado el proceso de consolidación tanto del instrumento soberano en el mercado interno, como del mercado de capitales en general.

A. El financiamiento del Gobierno Nacional 1980-1994

Las cifras muestran un incremento relativo importante en la actividad del Estado en la economía, y dentro de este una mayor dinámica de los ingresos tributarios directos. Los ingresos totales del Gobierno Nacional central a partir del decenio de los ochenta muestran una tendencia creciente como proporción del PIB, con una participación de alrededor del 13% del PIB al inicio de los ochentas, que llega a niveles del 15,5% al finalizar el decenio y el 23% en 1992 y 1994 (véase Cuadro No.1). Vale la pena destacar en esta tendencia creciente la mayor participación en el PIB de los ingresos tributarios directos, producto de varias reformas tributarias, después de caer durante la crisis financiera del mencionado decenio.

Los gastos del Gobierno Nacional central han sufrido igualmente cambios relativos importantes, tanto los correspondientes al funcionamiento como al servicio de deuda y, en menor medida, a la inversión pública. En el cuadro No.1 se aprecia como en los años ochenta los gastos en funcionamiento del Gobierno Central oscilaron entre un siete y un ocho por ciento del PIB, notándose una tendencia ascendente marcada desde los primeros años del decenio del noventa, alcanzando incluso niveles del 13% del PIB en 1994. Igualmente los gastos del servicio de la deuda pública han duplicado su participación relativa, pasando de niveles del 1.3% a niveles superiores al 5%². Es importante anotar que tanto el monto de los ingresos como el de los gastos del Gobierno Central tienen ahora un mayor peso relativo en el tamaño de la actividad económica colombiana.

² Los gastos de inversión han tenido una participación relativa bastante estable.

Cuadro No. 1. Ingresos y gastos del Gobierno Nacional Central como proporción del PIB (1980-1994)

(Cifras en porcentajes)

Año	Ingresos del Gobierno Nacional Central				Gastos del Gobierno Nacional Central					
	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Otros ingresos corrientes	Ingresos corrientes	Ingresos de capital (1)	Ingresos totales	Gastos de funcionam.	Gastos serv. de deuda	Gastos inversion	Gastos totales
1980	3,18%	7,16%	0,31%	10,65%	1,88%	12,54%	6,93%	1,31%	4,12%	12,36%
1981	3,38%	7,34%	0,47%	11,19%	2,05%	13,24%	7,79%	1,42%	4,10%	13,31%
1982	3,17%	7,52%	0,53%	11,21%	1,51%	12,72%	7,96%	1,51%	3,81%	13,27%
1983	2,60%	6,35%	0,77%	9,72%	2,52%	12,24%	8,37%	1,49%	3,30%	13,16%
1984	2,56%	4,80%	0,45%	7,80%	4,87%	12,67%	8,55%	1,68%	3,80%	14,03%
1985	2,60%	5,89%	0,86%	9,36%	4,15%	13,51%	7,72%	1,72%	4,30%	13,73%
1986	2,74%	6,16%	1,27%	10,17%	3,95%	14,12%	7,27%	2,85%	3,72%	13,85%
1987	2,52%	6,70%	1,70%	10,93%	2,80%	13,73%	7,50%	2,64%	3,39%	13,53%
1988	3,66%	6,95%	0,41%	11,02%	3,39%	14,41%	7,33%	2,91%	3,86%	14,10%
1989	3,86%	6,90%	0,63%	11,39%	3,74%	15,13%	7,64%	3,25%	4,25%	15,14%
1990	4,08%	6,51%	1,27%	11,85%	4,30%	16,14%	7,92%	3,12%	4,46%	15,49%
1991	6,20%	6,16%	1,03%	13,39%	4,90%	18,29%	9,88%	3,26%	3,60%	16,74%
1992	6,08%	6,29%	0,74%	13,11%	9,53%	22,64%	11,81%	4,04%	5,70%	21,55%
1993	5,87%	7,62%	0,56%	14,04%	3,43%	18,04%	10,84%	3,52%	3,39%	17,75%
1994	5,88%	8,07%	0,55%	14,50%	6,93%	22,75%	13,06%	5,65%	3,21%	21,92%

FUENTE:

Banco de la República. Hasta 1988, Principales Indicadores Económicos 1923-1992. A partir de 1989, Revista del Banco de la República, cuadro 10.1.1. Los ingresos corresponden a reconocimientos, los gastos a giros y reservas

(1) Incluye recursos del balance del tesoro, recursos de crédito interno y externo y utilidades de la C.E.C. y de las empresas industriales y comerciales del Estado.

* PIB a precios corrientes, fuente DANE. 1993 y 1994 DANE preliminar.

Al considerar el financiamiento del déficit fiscal del Gobierno Central para el período se detecta un contraste importante entre su financiamiento en los ochentas, severamente marcados por la crisis de la deuda latinoamericana y el llevado a cabo a partir de 1991 (véase cuadros No. 2, No. 3 y No. 4). En general, en el pasado se tenía como esquema básico de financiamiento la contratación de préstamos multilaterales, créditos sindicados con la banca internacional y financiación directa de proveedores; se consideraba solo marginalmente la búsqueda de financiamiento a través de la emisión de títulos en el mercado de capitales³. Además el financiamiento interno se circunscribía al financiamiento a través de la emisión monetaria del Banco de la República, cuyo destino directo o indirecto era el Estado, ó suscripción de títulos, como los TAN⁴, que prácticamente tenían el carácter de suscripción forzosa.

Un aspecto nuevo en la historia del financiamiento estatal lo constituyó la estrategia de apertura del financiamiento hacia los mercados de capitales internacionales. En los años noventa el Gobierno Nacional lanzó una colocación de bonos de deuda pública en los mercados de Estados Unidos, Europa y el Japón. Esta estrategia ha sido importante en primera medida por el aprendizaje que ha conllevado para el financiamiento estatal en Colombia y además ha logrado captar recursos por \$550 millones de dólares y \$22 billones de yenes, en 5 emisiones (véase cuadro No.5).

³ Carrasquilla (1993) hace un análisis crítico sobre el endeudamiento interno en 1991 y 1992 y su relación con el desarrollo y su papel en el desarrollo del mercado de capitales.

⁴ Títulos de Ahorro Nacional.

**Cuadro No. 2. Participación de los ingresos tributarios en el
financiamiento de los gastos del Gobierno Central (1980-1994)**

(Cifras en porcentajes)

Año	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Ingresos no tributarios	Ingresos de capital (1)
1980	25,75%	57,96%	2,52%	15,25%
1981	25,40%	55,16%	3,50%	15,42%
1982	23,86%	56,63%	3,97%	11,34%
1983	19,79%	48,30%	5,82%	19,16%
1984	18,23%	34,19%	3,19%	34,71%
1985	18,96%	42,89%	6,27%	30,22%
1986	19,81%	44,46%	9,16%	28,53%
1987	18,63%	49,50%	12,59%	20,71%
1988	25,95%	49,31%	2,94%	24,04%
1989	25,53%	45,59%	4,15%	24,68%
1990	26,31%	42,00%	8,17%	27,74%
1991	37,05%	36,79%	6,17%	29,30%
1992	28,23%	29,17%	3,44%	44,21%
1993	33,04%	42,91%	3,15%	19,32%
1994	26,83%	36,81%	2,52%	31,60%

FUENTE: Banco de la República. Hasta 1988, Principales Indicadores Económicos 1923-1992. A partir de 1989 Revista del Banco de la República, cuadro 10.1.1.

(1) Incluye recursos del balance del tesoro, recursos de crédito interno y externo y utilidades de la C.E.C. y de las empresas industriales y comerciales del Estado.

Cuadro No. 3. Déficit o superávit total del Gobierno Nacional Central y su financiamiento (1989-1994)

(Cifras en Miles de Millones de pesos)

Año	Déficit o Superávit Total	Crédito Externo Neto	Financiamiento del déficit										Total Crédito Interno	Otras (*) Variac.
			Crédito Banco República neto		Crédito Interno Neto		Otros bonos		Tesoros e intereses TAN		Amortiz. deuda otras fuentes			
			TAN	TES	TAN	TES	Otros bonos	TAN	TES	TAN	TES	Amortiz. deuda		
1989	-250,50	112,50	83,00	0,00	0,00	0,00	21,20	42,30	74,70	71,70	66,30			
1990	-199,50	46,90	233,50	0,00	0,00	32,70	49,10	135,10	180,20	-27,60				
1991	-67,40	11,00	149,30	5,10	0,00	33,20	398,90	278,30	308,10	-251,70				
1992	-532,40	55,30	0,00	0,00	110,00	694,40	103,60	341,30	566,80	-89,60				
1993	-312,30	-463,60	0,00	0,00	687,80	0,00	3,10	84,50	606,40	169,50				
1994	359,20	119,50	0,00	0,00	1.155,20	0,00	0,00	1.398,10	-242,90	-235,80				

Participación en el financiamiento del déficit

(Cifras en porcentajes)

Año	Crédito Externo	Crédito Interno	Otras (*) Variaciones
1989	44,91%	28,62%	26,47%
1990	23,51%	90,33%	-13,83%
1991	16,32%	457,12%	-373,44%
1992	10,39%	106,46%	-16,83%
1993	-148,45%	194,17%	54,27%
1994	-33,27%	67,62%	65,65%

FUENTE:

Banco de la República. Cuadro 10.1.2, se refiere a operaciones efectivas.

* Incluye variaciones de caja y depósitos de la tesorería en otros bancos.

Cuadro No. 4. Deuda interna del Gobierno Nacional Central. Saldo de capital e intereses

(Cifras en miles de millones de pesos)

Año	Bonos				Pagars			Total		Participación en saldo deuda				
	Subtotal	Agrarios	Financiam. Pntal y Esp.	TAN	TES	Ley 55 de 1985	Dec. 700 de 1992	Otros	Subtotal	Banco República	Otras entidades	Total	Bonos	Pagars
1989	303,40	4,60	32,40	200,60	0,00	0,00	0,00	65,80	550,50	492,30	58,20	853,90	35,53%	64,47%
1990	406,10	18,50	37,90	272,70	0,00	0,00	0,00	77,00	567,60	502,70	64,90	973,70	41,71%	58,29%
1991	249,90	15,50	40,30	113,50	0,00	0,00	0,00	80,60	647,30	584,90	62,40	897,20	27,85%	72,15%
1992	1.862,20	25,00	40,10	7,20	819,00	353,50	181,60	435,80	281,30	28,50	252,80	2.143,50	86,88%	13,12%
1993	2.624,10	31,60	33,00	2,20	1.472,70	401,40	200,70	482,50	247,00	34,50	212,50	2.871,10	91,40%	8,60%
1994	3.280,28	51,48	31,18	1,03	2.696,38	87,59	184,52	228,10	180,22	41,60	138,62	3.460,50	94,79%	5,21%

FUENTE:
Banco de la República. Cuadro 10.1.3. Revista del Banco de la República.

Cuadro No. 5. Emisiones colombianas en el exterior

	Emisión	Monto	Plazo
Eurobono 98	May. 93	125 millones de dólares	5 años
Yankee 99	Oct. 94	175 millones de dólares	5 años
Yankee 04	Feb. 94	204 millones de dólares	10 años
Samurai 1	Ene. 94	10 billones de Yenes	5 años
Samurai 2	Jul. 94	12 billones de Yenes	7 años

Fuente:

Ministerio de Hacienda y Crédito Público

B. Políticas de financiamiento del déficit del Gobierno Nacional

En este acápite se muestra como el financiamiento del déficit del Gobierno Nacional en los últimos años se caracteriza por cambios importantes en las fuentes y en los niveles de endeudamiento relativo al tamaño de la economía. Las fuentes tradicionales de financiamiento, como lo eran los créditos externos, son reemplazados por endeudamiento interno a través de la emisión y colocación de papeles de deuda.

Al examinar el saldo de la deuda total del Gobierno Nacional Central en relación con el tamaño de la economía colombiana (cuadro No. 6) se observa un crecimiento relativo importante de niveles del 9% del PIB al inicio de los años ochenta a niveles del 20% de la producción interna al final de ese decenio, situándose en los años noventa alrededor de esta cifra. Los niveles de endeudamiento del **Gobierno Central**⁵ (excluyendo las Entidades Descentralizadas) no se encuentran cerca de la magnitud del endeudamiento público total de países como Bélgica o Italia, donde excede el 100% del PIB anual, pero se debe tener en cuenta que el endeudamiento del Gobierno Nacional Central alcanza a tener casi la mitad de la magnitud del *endeudamiento público total* (Ver Cuadro No. 7) de las grandes economías mundiales como son la economía norteamericana y la economía japonesa.

⁵ Es importante tener en cuenta que la deuda externa del Gobierno Nacional central corresponde al 42% del total de la deuda pública colombiana.

Cuadro No. 6. Producto Interno Bruto (Colombia) y deuda del Gobierno Nacional Central (1980-1994)

(Cifras en millones de pesos)

Año	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	
PIB (precios corrientes)	1.579.130	1.982.773	2.497.298	3.054.137	3.856.584	4.965.883	6.787.956	
Deuda G. Central total	134.044	178.410	236.585	339.324	591.718	963.555	1.484.134	
Deuda % PIB	8,49%	9,00%	9,47%	11,11%	15,34%	19,40%	21,86%	
Año	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993 *	1994 *
PIB (precios corrientes)	8.824.408	11.731.348	15.126.718	20.228.122	26.106.700	33.515.046	42.455.915	54.896.399
Deuda G. Central total	1.723.093	2.356.975	2.854.205	3.970.974	4.463.329	6.268.096	7.404.847	
Deuda % PIB	19,53%	20,09%	18,87%	19,63%	17,10%	18,70%	17,44%	

FUENTE:

Banco de la República, Principales Indicadores Económicos 1923-1992, cuadro III.6 (hasta 1991).

1992-1993, Revista del Banco de la República, cuadros 6.6.7 y 10.1.3.

DANE para el PIB, cifras provisionales 1993-1994.

Cuadro No. 7. Deuda pública como proporción del PIB de EEUU y Japón (1987-1992)

(Cifras en porcentajes)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
EEUU	43%	43%	43%	46%	50%	52%	53%
Japón	61%	60%	59%	57%	n.d	n.d	n.d

Fuente:
Estadísticas Financieras Internacionales, Fondo Monetario Internacional

Las reformas efectuadas en la economía colombiana para abrirla, y la abundancia de divisas por las que atravesó el país a inicios de los años noventa crearon el marco apropiado para un cambio en la estrategia de financiamiento estatal, con reducción de los desembolsos de crédito externo y sustitución por financiamiento interno⁶, con la colocación de títulos en el mercado de capitales como los Títulos de Tesorería (TES)⁷. Este cambio en la política de financiamiento buscaba, adicionalmente, esterilizar parte del ingreso de divisas al país pero, siendo un plan masivo de financiación estatal en el mercado de capitales, presionó las tasas de interés, incentivando nuevamente el flujo de capitales. Así, la política monetaria restrictiva de 1991 generó ingresos de capital volátil con las consiguientes necesidades complementarias de emisión de instrumentos para esterilización y unas tasas de interés reales muy altas.

A partir del año 91 se observa claramente el cambio en la composición del saldo de la deuda interna entre pagarés que respaldan un crédito contratado y el saldo de la deuda interna representada por bonos. Mientras los pagarés llegaron a representar entre un 60 y un 70% del total de la deuda interna hasta 1991, los bonos pasaron a representar entre un 85 y un 90% del crédito interno a partir de 1992, siendo su suscripción obligatoria. Pero esta tendencia de recomposición del financiamiento interno se traduce, sólo a partir de 1995, en un verdadero financiamiento estatal a través de instrumentos del mercado de capitales, cuando se colocaron masivamente Títulos de Tesorería con colocaciones voluntarias a través de subasta; esto implica

⁶ Véase Castellanos, J. (1993).

⁷ Los TES fueron creados por la Ley 51 de 1990. Los TES clase B son aquellos que se encuentran en circulación actualmente. Una descripción detallada sobre sus características se encuentran en el acápite II.D del presente capítulo.

que no hay vínculo directo entre la transacción para utilizar los recursos y la transacción para movilizarlos.

Vale la pena destacar la tendencia creciente hacia un mayor peso del financiamiento interno del déficit fiscal, elemento de gran importancia, además, porque los instrumentos de financiamiento utilizados en el último período han sido papeles del mercado de capitales. No sólo se ha modificado la composición de la deuda interna del Gobierno Nacional sino que su monto total ha crecido sustancialmente en los últimos años. A Diciembre de 1994 el saldo de la deuda interna del Gobierno Nacional ascendía a \$3 billones, es decir, a 6% del PIB. Durante 1995 se ha presentado un aumento sostenido mes a mes, llegando en Junio a \$3.7 billones; las proyecciones para el resto del año 95 implican un comportamiento similar, lo que haría que el total de la deuda interna a Diciembre de 1995 ascienda a casi \$4.3 billones o 6% del PIB estimado del año 95⁸. En economías como la norteamericana, la japonesa y la alemana los saldos de instrumentos soberanos de largo plazo en circulación a Septiembre de 1995, alcanzan niveles de \$302, \$248 y \$100 billones de dólares respectivamente, representando 4.4% del PIB para la norteamericana, 5.3% para la japonesa y 4.7% para la economía alemana. Es decir los niveles de endeudamiento interno del Gobierno Central en Colombia alcanzaron ya los niveles de endeudamiento interno de largo plazo de las grandes economías mundiales.

Carrasquilla (1993) hace alusión a un estudio del FMI donde se muestra el peso cada vez menor de los préstamos sindicados para los países en desarrollo, unido a un mayor acceso a los

⁸ Estimación del DNP - Unidad de Análisis Macroeconómico.

mercados de capitales internacionales, con colocaciones que ascendieron en 1992 a US\$9.3 mil millones. Ahora bien, la alternativa de financiamiento del Estado a través del mercado de capitales interno implica un financiamiento proveniente del ahorro privado, que conlleva una mayor disponibilidad de recursos y puede ser producto de un mayor ahorro privado o de una recomposición de los portafolios. En Colombia ocurrió una recomposición de portafolios, pues las reformas realizadas en la economía Colombiana durante la administración pasada generaron un flujo importante de repatriación de capitales.

C. Perspectivas del financiamiento interno del Gobierno Nacional

El análisis de las perspectivas del financiamiento interno del Gobierno Nacional a través de la emisión y colocación de Títulos de Tesorería implica la consideración del papel estratégico de este para el desarrollo del mercado de capitales. Al mismo tiempo, este análisis conlleva consideraciones sobre el tamaño y características del mercado, aspectos todos que condicionan las posibilidades del endeudamiento mismo. Es así como se presentan los instrumentos de financiamiento existentes, las necesidades de financiamiento y su dimensionamiento en el mercado.

Los Títulos de Tesorería son una alternativa nueva para el financiamiento de la Nación a través del mercado interno de capitales. La Ley 51 de 1990 creó los TES A y B; mientras los TES A son títulos emitidos para la cancelación de una deuda con el Banco de la República, los

TES B son papeles de deuda interna de la Nación que se emiten actualmente a tasa fija y tasa flotante (indizada con el IPC) y, por disposición de la Ley 31 de 1992 deberán reemplazar los Títulos de Participación para las Operaciones de Mercado Abierto. La creación de este instrumento es de gran importancia para el mercado interno de capitales: es practica universal tomar como referencia en cada mercado los instrumentos emitidos por el ente en el cual reside la soberanía del respectivo país. Para el caso colombiano, la Constitución Nacional pone la soberanía en cabeza de la Nación, de la cual emanan los poderes públicos. Se presume que los instrumentos emitidos por el deudor soberano carecen de riesgo, así la historia de las finanzas públicas en prácticamente todos los países, está salpicada por episodios puntuales de incumplimiento.

Así, el mandato legal implica la existencia de un *instrumento soberano único* en el mercado de capitales, respaldado por la capacidad de exacción del soberano, para cumplir tanto la función fiscal descrita, de contribuir al financiamiento de la Nación, como la función de control monetario, tomando así el papel de referencia para la tasa de interés del mercado. De esta forma toma posición el legislador frente al dilema de permitir que Gobierno y Banco Central emitan instrumentos de manera independiente para sus respectivos propósitos, o forzar que el emisor sea uno sólo.

En los primeros años se colocaron únicamente TES a través de operaciones convenidas con entidades públicas o por colocaciones forzosas en entidades con excedentes de liquidez y es

solo desde finales de 1994 que se vienen realizando colocaciones voluntarias en el mercado de capitales, por el sistema de subasta. Desde inicios de 1995 la Nación ha buscado financiarse internamente con TES colocando montos significativos y utilizando para ello la colocación por medio del sistema SEBRA⁹ del Banco de la República y con contratos de underwriting¹⁰ para los TES a tasa flotante. Al respecto es importante puntualizar algunos aspectos importantes acerca de las perspectivas y posibilidades del financiamiento interno de la Nación.

Las posibilidades de financiamiento del Gobierno Central en el mercado de capitales se circunscriben actualmente a la colocación de TES B, cuyos plazos son de 1, 2 y 3 años a tasa fija y 5 y 7 años a tasa flotante¹¹. En la actualidad coexisten dos instrumentos con mínimo riesgo, los Títulos de Participación y los TES, restringiéndose legalmente el mercado de los últimos a plazos de mas de un año, pero siendo el mandato legal la existencia de un instrumento único en el mediano plazo. Tanto los plazos como los montos colocados actualmente corresponden a los de un mercado todavía incipiente y reflejan la falta de madurez del mercado colombiano y su diferenciación del riesgo. Además por necesidades de financiamiento cruzado entre las entidades públicas se han venido colocando montos importantes de TES de manera convenida y forzosa, tipos de colocaciones que no favorecen la formación de un mercado de capitales transparente.

La vinculación de la Nación al mercado interno de capitales debe hacerse pues de manera gradual, teniendo en cuenta los posibles efectos de desplazamiento del sector privado por una

⁹ SEBRA, Sistema Electrónico del Banco de la República.

¹⁰ Es un contrato de colocación garantizado.

¹¹ Desde Enero de 1996 se han colocado TES a tasa variable a plazos mayores, es decir a 7 años.

parte y el desplazamiento de Títulos de Participación del Banco de la República que han servido hasta el momento como instrumento de control monetario. El saldo de los Títulos de Tesorería en circulación a Agosto 31 del presente año asciende a 3.170 mil millones, que representan 5.7% del PIB¹² y 2.8 veces los saldos promedios de los Títulos de Participación.

Como parte del papel del Estado en el mercado se hace indispensable asegurar la transparencia del proceso de colocación de TES. En este proceso se deben suprimir en el mediano plazo las colocaciones obligatorias y convenidas, de tal modo que los TES solamente se coloquen por subasta, en unos montos y tasas conocidas por todos los agentes, y como resultado de una dinámica del mercado. Además todos los agentes que cumplan con los requerimientos establecidos para el posicionamiento deben tener acceso a la información sobre las finanzas de la Nación. En particular, debe informarse formal y periódicamente sobre la situación fiscal para que los agentes dispongan de la información necesaria para la toma de sus decisiones sobre los títulos de deuda pública que se ofrecen en el mercado. Tanto el proceso como los resultados deben ser claros y transparentes.

Por estas razones la labor del Gobierno Nacional en el desarrollo y consolidación del mercado de capitales en Colombia ha sido y será de gran importancia, mucho mas si se consideran las metas de colocaciones netas de TES por subasta del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

¹² En países como Japón este saldo representa 5.3% del PIB, para Estados Unidos 4.4% y para Alemania 4.7%, a Septiembre 30 de 1995.

Con base en las metas de colocaciones de TES fijadas por el Ministerio de Hacienda (Cuadro 8), y teniendo en cuenta la composición del mercado primario de papeles de renta fija y los plazos de las colocaciones de CDT en el mercado, se hará un primer análisis de las perspectivas de financiamiento interno del Gobierno Nacional por medio de instrumentos competitivos en el mercado de capitales colombiano.

El mercado primario de capitales en Colombia para 1994 fue casi 7 % del PIB. Su dimensión fue \$3.4 billones, o 4 mil millones de dólares. Esto equivale a un promedio diario de colocación de \$0.13 billones, o menos de 16 millones de dólares. De este total los CDT's de entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria son el rubro más significativo, con una participación de 67% del total. Los Títulos de Participación emitidos por el Banco de la República equivalieron casi al 17%, los bonos privados al 8% y los bonos públicos al 3%. Los TES, por su parte, fueron sólo 2.2% del total, en tanto que en 1993 alcanzaron 7.5% del total, colocándose \$0.188 billones, o \$3600 millones por semana. La participación de los bonos en el mercado primario de papeles de renta fija pasó del 4.7% en 1990 a niveles de alrededor del 11% en 1993 y 1994, incremento explicado por la mayor colocación de bonos privados. El crecimiento en 1994 de la emisión de bonos privados alcanzó la cifra del 58%, mientras que los niveles de las tasas de interés incentivaron un crecimiento del 199% en los CDT.

El mercado secundario, por su lado, en 1994 movilizó \$18.2 billones, de los cuales el 88% corresponde a papeles de renta fija, 10% a acciones y el 2% restante a certificados de cambio. El

Cuadro No. 8. Metas de colocaciones netas de TES en el mercado

(Miles de millones de pesos)

Año	Total
1995	1.410
1996	1.664
1997	2.300
1998	3.300

Fuente:
Ministerio de Hacienda y Crédito Público

total del mercado en 1994, sumando transacciones en el mercado primario y en el secundario, fue de \$21.6 billones, o poco más de \$0.4 billones semanales.

En contraste, en 1991, cuando el total de lo transado en el mercado de capitales excedió el 11% del PIB, y se transaron \$3.4 billones, o 5.5 mil millones de dólares, los papeles del Banco de la República sumaron \$1.85 billones, que equivalen a 55% del total, los papeles del sector oficial distintos a los del Banco de la República equivalieron a más del 14% del total, y los papeles del sector privado a menos del 26% del valor total de las transacciones. Finalmente, las acciones representaron en ese año menos de 5% del total transado.

Además, casi el 85 % de lo que el Banco considera principales activos financieros de la economía nacional¹³, cuya suma total asciende a casi \$ 19 billones, está representado por cuentas de ahorro, CDT's, pasivos fiduciarios y aceptaciones bancarias en circulación, es decir son activos concentrados en el corto plazo.

Finalmente si se analiza en el total del ahorro financiero (Cuadro 9) la participación de los papeles que teóricamente podrían competir con los TES del Gobierno Nacional, CDT, TER, CEV, Cédulas del BCH, Bonos y Títulos de Participación, estos han representado cerca del 40% del ahorro financiero en los últimos dos años y lo que va corrido del presente año. La

¹³ Los activos financieros definidos por el Banco de la República son depósitos de ahorro, CDT's, CEV, TER, cédulas del BCH, bonos de bancos y corfinancieras, aceptaciones bancarias y títulos del Banco de la República y del Gobierno Nacional como Títulos de Participación, Canjeables, Certificados de Cambio, agroindustriales, TES, TAC y TAN.

Cuadro No. 9 Participación porcentual de los principales activos financieros en el Ahorro Financiero

	1994												
	Diciembre	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
Depósitos ahorro bancos	15,3%	13,9%	13,4%	13,6%	12,9%	12,5%	12,7%	12,5%	12,6%	12,5%	12,7%	12,6%	12,6%
Depósitos ahorro corfinancieras	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Certificados depósito término	19,5%	19,1%	19,6%	19,5%	19,4%	19,5%	20,2%	20,4%	20,9%	20,4%	20,2%	20,9%	20,9%
Depósitos CAV	30,6%	30,2%	30,6%	31,7%	31,5%	30,5%	30,6%	30,0%	30,4%	30,0%	30,6%	30,4%	30,4%
CDT Compañías Financ. Ctial.	7,1%	6,7%	7,0%	7,0%	6,9%	6,8%	7,2%	7,2%	7,6%	7,2%	7,2%	7,6%	7,6%
Organismos cooperativos orden sup.	0,9%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Certificados eléct. valorizables CEV	0,5%	0,4%	0,3%	0,2%	0,7%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,4%	0,4%
Títulos energ. rentab.creciente TER	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Acreedores fiduciarios	2,5%	4,4%	3,6%	4,0%	3,8%	4,5%	2,9%	4,4%	2,4%	4,4%	2,9%	4,4%	2,4%
Aceptaciones bancarias	1,5%	1,4%	1,3%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Cédulas BCH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%	2,3%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Bonos bancos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%	0,9%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Bonos circulación corfinancieras	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,1%	2,2%	2,1%	2,0%	2,1%	2,2%	2,0%	2,0%
TITULOS BANCO DE LA REPUBLICA	12,0%	13,3%	13,3%	12,2%	10,7%	10,0%	9,8%	8,9%	9,5%	8,9%	9,8%	9,5%	9,5%
De participación	9,5%	10,7%	11,0%	10,1%	8,7%	8,5%	8,4%	7,6%	8,3%	7,6%	8,4%	8,3%	8,3%
Canjeables	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%
Certificados de cambio	2,3%	2,3%	2,1%	1,9%	1,8%	1,4%	1,3%	1,1%	1,0%	1,1%	1,3%	1,0%	1,0%
Agroindustriales	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Títulos nominativos encaje (Res.1/91)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Títulos en divisas por retención y otros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
TITULOS GOBIERNO NACIONAL	6,8%	6,6%	6,9%	6,4%	6,2%	7,8%	7,6%	7,8%	7,9%	7,8%	7,6%	7,9%	7,9%
Títulos ahorro nacional TAN	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
TES	6,8%	6,6%	6,9%	6,4%	6,2%	7,8%	7,6%	7,8%	7,9%	7,8%	7,6%	7,9%	7,9%
TAC	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

FUENTE: Banco de la República. Informe mensual de indicadores económicos.

Cuadro No. 9 (continuación) Participación porcentual de los principales activos financieros en el Ahorro Financiero

	1995											
	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo			
Depósitos ahorro bancos	11,6%	11,8%	11,6%	12,0%	12,2%	12,1%	11,8%	12,4%	12,4%			
Depósitos ahorro corfinancieras	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%			
Certificados depósito término	20,7%	20,9%	20,9%	21,7%	21,0%	22,6%	22,9%	23,3%	22,5%			
Depósitos CAV	29,2%	30,0%	29,9%	30,2%	30,1%	30,8%	30,9%	31,3%	30,9%			
CDI Compañías Financ. Ccial.	7,4%	7,6%	7,8%	8,0%	7,7%	7,6%	7,4%	7,6%	7,1%			
Organismos cooperativos orden sup.	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%			
Certificados eléct. valorizables CEV	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,6%	0,6%	0,6%	0,7%	0,6%			
Títulos energ. rentab. creciente TER	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%			
Acreedores fiduciarios	3,7%	2,8%	3,7%	2,3%	4,4%	2,8%	3,2%	3,0%	4,5%			
Aceptaciones bancarias	1,2%	1,2%	1,2%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%			
Cédulas BCH	2,4%	2,3%	2,2%	2,5%	1,7%	1,6%	1,4%	1,3%	1,2%			
Bonos bancos	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%			
Bonos circulación corfinancieras	1,9%	1,9%	1,9%	2,1%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%	2,0%			
TÍTULOS BANCO DE LA REPUBLICA	8,5%	8,0%	7,0%	5,1%	6,1%	6,0%	6,3%	4,5%	4,4%			
De participación	7,5%	7,0%	6,4%	4,7%	6,0%	5,6%	5,9%	4,4%	4,3%			
Canjeables	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%			
Certificados de cambio	0,9%	0,8%	0,6%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%			
Agroindustriales	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%			
Títulos nominativos encaje (Res.1/91)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%			
Títulos en divisas por retención y otros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,3%	0,0%	0,0%			
TÍTULOS GOBIERNO NACIONAL	10,5%	10,8%	11,0%	12,1%	11,6%	11,5%	11,3%	12,0%	12,4%			
Títulos ahorro nacional TAN	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%			
TES	10,5%	10,8%	11,0%	9,9%	11,6%	9,5%	9,3%	10,0%	10,4%			
TAC	0,0%	0,0%	0,0%	2,1%	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%			

FUENTE: Banco de la República. Informe mensual de indicadores económicos.

participación de los TES en el total del ahorro financiero ha venido incrementándose del 6.8% en 1993, al 9.9% en 1994 hasta alcanzar un 10.4% en mayo de 1995. Teniendo en cuenta las colocaciones planeadas por subasta, los TES deberán alcanzar un 11% del ahorro financiero colombiano al finalizar el año.

Estas cifras no permiten hacer aseveraciones definitivas sobre la demanda por instrumentos de mediano y largo plazo. Aunque es posible que la baja participación de tales instrumentos en el ahorro financiero sea consecuencia de demandas desabastecidas, también sería temerario afirmar que la demanda existe. Por lo tanto sería más constructivo insistir en pulsar el mercado, con el fin de continuar con el proceso de consolidación del papel soberano en el mercado institucional y penetrar el mercado de personas naturales.

Cabe una anotación referente a otros instrumentos no computados en el ahorro financiero, y cuya importancia se ha incrementado en los últimos años; son los instrumentos emitidos a mediano y largo plazo por entidades del sector privado, entidades descentralizadas de los órdenes nacional, departamental y municipal, y por entidades territoriales (departamentos y municipios). Su monto es difícil de establecer, dado que no todos se colocan mediante ofertas públicas. Sin embargo el grueso de la oferta de estos instrumentos se ha llevado a cabo mediante oferta pública; el monto total de colocaciones de bonos registrado en las tres Bolsas de Valores del país, para los últimos años es:

(\$miles de millones)

- 1992: \$397.2
- 1993: \$297.4
- 1994: \$389.2

D. Antecedentes: Ley 51 de 1990, Ley 31 de 1992 y Constitución Nacional

La Ley 51 de 1990 autoriza a la Nación la emisión y circulación de Títulos de Tesorería para ser utilizados por el Gobierno para financiar apropiaciones presupuestales, y reemplazar eventualmente los Títulos de Participación del Banco de la República en Operaciones de Mercado Abierto. Se abre la posibilidad de utilizar estos títulos para operaciones temporales de tesorería, en sustitución de los cupos de crédito de la Nación en el Banco de la República, que quedan suspendidos.

La ley crea dos clases de TES, A y B. Los TES A se emitieron con el propósito de cancelar una deuda del Gobierno Central con el Banco de la República. Específicamente la cancelación de una cuenta especial de divisas y en reemplazo de los Títulos de Ahorro Nacional (TAN) emitidos en 1985; tienen un plazo de 15 años y son emitidos al portador. El monto total emitido fue de \$450.000 millones y no se encuentran en circulación pues la administración de los títulos está a cargo del Banco de la República, en nombre y por cuenta del Gobierno Nacional, mediante contrato. Los TES B son aquellos que en la actualidad se encuentran en circulación, son emitidos

a tasa fija y a tasa flotante. Actualmente se emiten con un plazo de 1, 2, 3, 5 y 7 años y se describen en detalle más adelante.

Las normas preveen los mecanismos para administrar los TES: De una parte el Gobierno Nacional está en la obligación de incluir en el Presupuesto Nacional, como recursos de capital, el estimativo de los ingresos provenientes de la colocación de títulos para operaciones temporales de tesorería. Así mismo se incluyen en el Presupuesto Nacional, las apropiaciones requeridas para atender el pago de los rendimientos y la redención de los títulos. De otra parte, la Constitución Nacional de 1991 determinó la autonomía administrativa y técnica del Banco de la República, cuya tarea fundamental será la de asegurar la estabilidad de la moneda. También fijó como funciones del Banco la regulación del crédito internacional y la tasa de cambio.

Además redistribuyó los ingresos corrientes de la Nación hacia los entes territoriales, limitando la capacidad de endeudamiento de la Nación. Esto reduce el patrimonio de la Nación pero la capacidad de endeudamiento del sector público agregado, en última instancia, es una sola.

La Ley 31 de 1992 determinó las funciones del Banco de la República, pero además dispuso que a partir de 1999 las operaciones de mercado abierto en moneda legal se realizarán exclusivamente con títulos de deuda pública. Ello requiere un acuerdo marco, preferiblemente con el objetivo de hacer una sustitución total puntual, en vez de hacer una transición, con los riesgos consecuentes. El acuerdo conllevaría la renuncia a fijar tasas por parte de la tesorería,

dejando su definición al mercado, la supresión de colocaciones de TES por medio de operaciones obligatorias y convenidas , y la definición de mecanismos de coordinación hacia el futuro.

Así el cumplimiento de la Ley sobre la existencia de un único instrumento para política fiscal y monetaria tiene aspectos convenientes para el caso colombiano:

- En efecto, en un mercado incipiente, la coexistencia de dos agentes muy grandes, cuyas transacciones tienen un efecto sustancial sobre las condiciones del mercado, podría ser fuente de confusiones, pasando a ser un elemento inhibitorio del desarrollo del mercado.
- Al existir dos emisores de instrumentos soberanos se puede presentar un préstamo del Banco de la República hacia la Nación, cosa a todas luces inconveniente y contraria al espíritu de la Constitución. Esto se presenta si el Banco registra pérdidas y el reintegro por parte de la Nación se realiza en la siguiente vigencia fiscal.
- Facilita el acceso para la Nación al mercado de corto plazo; ya que los TES sólo se permiten emitir a plazos mayores a un año.

La utilización de un sólo instrumento tiene la desventaja de que:

- El Banco de la República podría tener menos independencia operativa para realizar sus operaciones de mercado abierto, en un mercado que presenta una baja liquidez.

- Podrían surgir conflictos entre el Banco de la República y la Tesorería porque la política monetaria restrictiva, al modificar la liquidez de la economía y afectar la tasa de interés, haría subir el costo del endeudamiento, agravando los problemas fiscales.
- Los plazos de emisión presentarían un riesgo de desestabilización monetaria en caso de que la Tesorería reduzca los plazos, sin tener en cuenta debidamente el perfil de sus ingresos, con el fin de reducir costos de financiamiento.

Más adelante se discutirá con más detalle las implicaciones de las normas vigentes y se recomendarán aspectos relevantes sobre el mantenimiento del mandato legal o el cambio de él. Experiencias internacionales a tener en cuenta al respecto se discuten en el siguiente acápite: Mientras en Estados Unidos se utilizan instrumentos de un sólo emisor para propósitos fiscales y para las operaciones de mercado abierto, en Alemania el Gobierno Federal y el Banco Central emiten sendos grupos de instrumentos con sus respectivos propósitos.

E. Instrumentos de financiamiento de otros países y su articulación con

Operaciones de Mercado Abierto¹⁴

En relación con las experiencias de otros países sobre el financiamiento del gasto estatal, se hace aquí alusión tanto a los instrumentos de financiamiento como a algunas experiencias que puedan ser relevantes para Colombia, tanto por sus aspectos positivos como por los riesgos a los cuales se puede ver enfrentado este proceso en nuestro país.

¹⁴ Para algunos detalles veáse Anexo No.1.

1. El financiamiento estatal en Estados Unidos

El financiamiento del gasto Federal en los Estados Unidos¹⁵ ha involucrado endeudamiento desde su independencia, alcanzando niveles relativamente moderados, del 20% del PNB hasta la guerra de Secesión, cuando se elevó al 50%. También alcanzó valores elevados a causa de su participación en las Guerras Mundiales; al finalizar la Primera Guerra ascendía al 41% del PNB y al concluir la Segunda Guerra llegó al 160%. En la mitad de los años setenta alcanzaba el 40% y en la actualidad llega a niveles del 53% del PNB.

Los principales instrumentos de financiamiento que emite la Tesorería de los Estados Unidos para captar fondos son los *Bonos*, los *Pagarés* y los *Certificados*.

Los *Certificados de Tesorería* son pasivos a cargo del Gobierno de los Estados Unidos, con obligación de pagar una suma al vencimiento; los plazos más comunes son 13, 26 y 52 semanas y se venden con descuento mediante subasta. Las posturas pueden ser competitivas o no competitivas¹⁶; las competitivas son hechas por grandes inversionistas en las cuales el inversionista declara las cantidades y los precios que desea pagar. Las posturas no competitivas son realizadas por pequeños inversionistas o por personas individuales; no requieren la especificación de un precio pero generalmente el precio pagado corresponde al promedio de las

¹⁵ Véase Rhoads (1978), Batten et al (1990).

¹⁶ Véase Anexo 1.

ofertas competitivas aprobadas. Los Certificados no son redimibles antes de su vencimiento pero se transan en el mercado secundario.

El canje de Certificados (*big roll*) es muy usado, ya que el precio de emisiones nuevas muchas veces está un punto base por debajo de los que se encuentran en circulación, de tal forma que se puede registrar ganancia al vender los Certificados viejos para comprar emisiones nuevas.

Los *Pagarés* representan el título valor que en mayor volumen circula. Por ley pueden emitirse a un plazo no menor de año ni mayor de 10, al portador o con registro. Devengan interés y tienen cupones adjuntos; los intereses son liquidados dos veces al año y el rendimiento de los cupones es, en general, menor al de otros papeles con igual plazo, por tratarse de deudor soberano. Pueden ser adquiridos directamente de la Reserva Federal, por medio de un intermediario o en el mercado secundario; en los períodos de suscripción se pueden hacer ofertas competitivas o no competitivas, pero las no competitivas admitidas tienen limitación en su monto total. Igualmente las posturas las puede realizar un intermediario autorizado a nombre de terceros pero bajo el cobro de una comisión; los resultados de las subastas son publicados en los periódicos al día siguiente.

Los *Bonos de Tesorería* tienen menor importancia; generalmente se emiten con una amplia gama de vencimientos, casi todos ellos a más de 10 años, siendo este plazo la principal diferencia con los *Pagarés*. El mercado de Bonos tiene una menor participación en el mercado de capitales en la presente década que la participación que tuvo en décadas anteriores, pero otros factores han

impedido que el plazo promedio de vencimiento de la deuda de los Estados Unidos baje aun más. La Tesorería, al realizar compras con cargo a fideicomisos del Gobierno, prefiere los Bonos y Pagarés con mayor plazo. En adición el Sistema de la Reserva Federal mantiene una cartera importante de valores de Tesorería a largo plazo.

Los Certificados de Tesorería para pago anticipado de impuestos permiten disminuir la concentración de los ingresos tributarios en los seis primeros meses del año. Se pueden presentar para pago de impuestos o redimirlos a su vencimiento como cualquier Certificado de Tesorería. No se ofrecen regularmente, sino de acuerdo a las necesidades de fondeo.

La Tesorería ofrece frecuentemente nuevos valores a cambio de los que están próximos a vencerse. Así, mediante el *exchange refunding*, el poseedor de los títulos puede canjear el papel próximo a vencerse por efectivo o por la misma cantidad nominal de valores nuevos. Los derechos de suscripción son negociados activamente por los intermediarios primarios.

Otro mecanismo que es de gran importancia para la Tesorería, es el abatimiento (*attrition*), mediante el cual el tenedor presenta parte de los papeles para su redención en efectivo. El abatimiento depende claramente de las expectativas en relación con la tasa de interés; la tasa de abatimiento sube cuando las expectativas son hacia un alza. En estos casos la Tesorería ofrece Pagarés y Bonos a plazos mas cortos, junto con los Pagarés y Bonos a plazos mas largos, de tal forma que se tengan opciones a diferentes plazos y así controlar la tasa de abatimiento.

El reembolso por adelantado (*advance refunding*) representa una forma de hacer atractiva la compra de valores a largo plazo, ofreciendo estos títulos a precios atractivos. La Tesorería ofrece a los poseedores de títulos de una emisión específica la oportunidad de cambiarlos por una nueva emisión a plazo mayor, mucho antes de su vencimiento. Con esto se mejoran los plazos de la deuda pública y se mantienen interesados a los clientes en papeles de largo plazo, sin tener que introducir nuevas emisiones. Los reembolsos por adelantado pueden ser *senior* o *junior*. Los *senior* son aquellos que se ofrecen a los poseedores de Bonos en circulación cuya franja de vencimiento alcanza un periodo de cinco a diez años, dándoles la oportunidad de canjear sus títulos por emisiones nuevas a mayores tasas y plazos (de veinte a cuarenta años). Los *junior* son mas importantes en cuanto a volumen y se ofrecen a los poseedores de emisiones cuyo plazo de vencimiento es menor a cinco años, dándoles la oportunidad de canjearlos por nuevos títulos, que en general se encuentran en la franja de cinco a diez años.

Los reembolsos por adelantado permiten de esta forma el refinanciamiento de parte de la deuda, eliminando presiones sobre el mercado de nuevas emisiones y permitiendo un menor costo fiscal representado por las tasas de interés. Ellos permiten mayor flexibilidad y mejor programación del financiamiento de la deuda y sus plazos, acompañados de menores interferencias sobre la política monetaria. Esta clase de recurso ofrece oportunidad en Colombia para el mantenimiento de plazos de deuda relativamente largos, en especial cuando las expectativas en relación con la inflación y las tasas de interés son hacia el alza en el mediano y largo plazo o incluso cuando se desea influenciar la formación de expectativas en el mercado.

El Sistema de la Reserva Federal (Fed) es uno de los principales elementos en la distribución y administración de la deuda. Sus metas son asegurar la estabilidad monetaria, el equilibrio racional de la balanza de pagos, la estabilidad y el crecimiento económico y un alto nivel de empleo. La influencia sobre el mercado monetario se realiza principalmente a través de las Operaciones de Mercado Abierto; la compra y venta de títulos del Gobierno influye directamente en las posiciones de las reservas de los bancos asociados al Sistema Federal¹⁷. Los títulos del Gobierno transados principalmente son los *Certificados de Tesorería* y con menor frecuencia los *Pagarés* y *Bonos* a largo plazo; es decir este tipo de operaciones son posibles ya que el mercado de valores del Gobierno es grande, profundo y activo¹⁸, con transacciones de miles de millones de dólares diarios¹⁹. Esto asegura que las transacciones realizadas no tengan impacto significativo sobre sus rendimientos. El Sistema de la Reserva Federal crea reservas bancarias al comprar valores en el mercado abierto, ya que al comprar títulos acredita a la cuenta de un banco asociado, y este las puede distribuir en el mercado de fondos federales. Estas operaciones afectan principalmente la creación *temporal* de reservas...

Los bancos de la Reserva Federal también intervienen por su cuenta en el mercado de valores del Gobierno. Ellos monetizan indirectamente la deuda al comprar emisiones nuevas de títulos de Tesorería; acreditan la cantidad correspondiente a la cuenta de la Tesorería en su propio banco o en las cuentas de la Tesorería en bancos comerciales asociados. La creación de reservas

¹⁷ Los bancos asociados al Sistema de la Reserva Federal poseen cerca del 80% del activo bancario de los Estados Unidos.

¹⁸ Este mercado es el más amplio y activo de los mercados financieros de Estados Unidos.

¹⁹ Las transacciones de títulos de deuda del Gobierno de los Estados Unidos en el mercado secundario alcanza diariamente cifras cercanas a los 90 billones de dólares. El saldo de títulos de deuda de largo plazo en circulación representa el 4.4% del PNB.

adicionales se aplaza en el primer caso, hasta el momento en que la Tesorería gire pagos de bienes y servicios contra esos fondos. En el segundo caso la monetización es inmediata, ya que el crédito se registra en las cuentas de la Tesorería en los bancos asociados.

El Sistema de la Reserva Federal es utilizado por la Tesorería para financiar sus necesidades de préstamos del mercado con valores del Gobierno, es decir utilizando los servicios del Sistema para actuar en el mercado abierto. Puede reunir dinero nuevo a través de préstamos en efectivo, con un crecimiento del monto de la deuda en circulación. Por otra parte puede canjear emisiones de títulos de deuda que se venzan, lo que implica un refinanciamiento, permaneciendo constante el monto agregado de deuda. Bajo estas modalidades la Tesorería debe pagar la tasa de interés del mercado, ya que está actuando en un mercado libre de oferta y demanda.

Teniendo en cuenta las nuevas políticas de financiamiento del gasto en Colombia, es importante considerar algunos aspectos de la experiencia de los Estados Unidos. Un aspecto crucial en el caso norteamericano tiene que ver con el tamaño y la profundidad del mercado de títulos de deuda y la importancia del mercado secundario, tanto para la política fiscal como para la monetaria. Es precisamente a través de la experiencia de los Estados Unidos como se puede apreciar la importancia de un instrumento soberano para la formación de un mercado de capitales. El mercado secundario de los títulos de deuda es el mercado financiero más líquido del mundo y los papeles son considerados los de menor riesgo en el mundo entero, sirviendo así

como base para la determinación de la retribución al riesgo o sea para la determinación de las tasas de interés.

Por otra parte la política monetaria se efectúa en gran medida a través de Operaciones de Mercado Abierto con estos instrumentos soberanos únicos, siendo pues la experiencia norteamericana el ejemplo para analizar los aspectos positivos y negativos de la existencia de un único instrumento para la realización de las políticas fiscal y monetaria. Su viabilidad se hace notoria, pero vale la pena hacer la salvedad que igualmente se exige una magnífica coordinación entre el Gobierno Nacional y el Banco Central.

2. El Financiamiento Federal en Alemania

Los instrumentos de financiamiento del gasto federal utilizados en Alemania²⁰ se pueden resumir en los siguientes:

- Papeles Oficiales (öffentliche Anleihen)
- Obligaciones del Gobierno Federal (Bundesobligationen)
- Papeles de Deuda del Gobierno Federal (Bundesschatzbriefe)
- Papeles de Financiamiento (Finanzierungsschätze)

²⁰ Véase “Der deutsche Rentenmarkt. Struktur, Emittenten und Abwicklung”, Commerzbank (1990) y “Die Deutsche Bundesbank. Geldpolitische Aufgaben und Instrumente”, Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank Nr. 7 (1989).

- Papeles con Descuento (unverzinsliche Schatzanweisungen)
- Obligaciones de Tesorería (Kassenobligationen)
- Bonos de Deuda Pública (Schuldscheindarlehen)

Tanto los *Papeles Oficiales* como las *Obligaciones del Gobierno Federal* son títulos de deuda para el financiamiento del gasto público en general y del Gobierno Federal respectivamente cuya colocación se realiza en la bolsa, con frecuencia por medio de subasta; son redimibles únicamente a su vencimiento, pagan intereses anualmente, no tienen restricciones sobre el comprador y no requieren permiso del Ministerio de Finanzas. Los *Papeles* tienen un vencimiento en su mayoría de 10 años y son emitidos a través de consorcio o por oferta pública estatal; el vencimiento de las *Obligaciones* es en general de 5 años, se emiten de manera permanente, desde 1990 también con interés variable y se venden a través de los institutos de crédito. El Banco Federal (Bundesbank) realiza operaciones de compra y venta de estos papeles regularmente, con el fin de incidir en su precio.

Por el contrario, tanto los *Papeles de Deuda del Gobierno Federal* como los *Papeles de Financiamiento* no se transan en bolsa, se emiten permanentemente, se venden a través de institutos de crédito y no pueden ser comprados por extranjeros. Su vencimiento es de 6 y 7 años para los primeros y de 1 a 2 años para los segundos. El Bundesbank no incide sobre el precio de estos papeles, ya que no son transados en bolsa.

Papeles con Descuento se emiten de manera permanente y se venden libremente o por subasta, *no se transan en bolsa* y su vencimiento va desde 2 meses hasta 2 años. Permiten redención parcial anticipada y tienen restricciones para la compra por parte de extranjeros. Algunos títulos de deuda dentro de esta categoría son tomados a su vencimiento por el Bundesbank, bajo cierta reglamentación. (En Alemania todo título estatal que posea un vencimiento menor a dos años es un papel regulador del mercado de dinero y no se considera perteneciente al mercado de capitales). Por el contrario las *Obligaciones de Tesorería* no tienen restricciones sobre el comprador, se venden por subasta en el mercado regulado y su vencimiento va desde uno hasta 8 años.

Bonos de Deuda Pública son títulos que corresponden a grandes créditos para el financiamiento del gasto público del estado en general. Se ofrecen como bonos de deuda pública, no se transan en bolsa y su vencimiento va desde uno a 10 años. Son redimibles únicamente a su vencimiento, pagan intereses anualmente y tienen restricciones en muchas ocasiones para ser adquiridos por extranjeros.

El Bundesbank emite también papeles con descuento, similares a los aquí mencionados de deuda pública, dentro de sus políticas de Operaciones de Mercado Abierto (son llamados papeles de movimiento y de liquidez). El producto de la venta de estos títulos le es entregado al Gobierno Federal. A su vencimiento son redimidos por el Bundesbank, y por regla general tienen un vencimiento de tres meses. El Banco Central Alemán (die Deutsche Bundesbank) funciona de

manera limitada como fuente de crédito para el Gobierno Federal. Por razones históricas esta función se limitó estrictamente, con el fin de garantizar la **independencia** del Banco Central.

La legislación monetaria alemana limita el acceso del Estado al crédito proveniente del Banco Central. El Bundesbank puede otorgar créditos directos al gobierno únicamente en el corto plazo y por montos limitados (del orden de 6 billones para el gobierno federal, 2.6 billones para todos los estados federales y en menores cuantías a las entidades estatales), que *no implican derechos sobre los montos sino límites máximos*. Estos montos son realmente créditos de corto plazo a la tesorería, y no para financiamiento del déficit estatal propiamente dicho. Pueden ser descontados de los papeles de deuda estatal que el banco haya comprado.

La compra directa de bonos de deuda pública por el Banco Central está prohibida. El Bundesbank *no puede comprarlos directamente* al emisor sino en el mercado secundario en las condiciones vigentes en el mercado. La compra de estos papeles sólo le es permitida al banco para el control del mercado de dinero, con el fin de asegurar la liquidez del mercado bancario e incidir sobre la tasa de interés.

El Bundesbank es, además, el agente fiscal de los papeles de deuda pública; es responsable de su colocación y su redención, y es el asesor sobre las condiciones de la emisión. Un aspecto importante de las interrelaciones entre el financiamiento estatal y la política monetaria tiene que ver con la función del Bundesbank como controlador del precio del bono de deuda en el mercado. Esto implica intervenciones constantes en la bolsa de valores, mediante compras y

ventas de los bonos de deuda cuando el precio ha tomado un rumbo errático, con el fin de garantizar su transacción constante y en grandes cantidades. Estas intervenciones son realizadas en buena parte por solicitud del gobierno federal y su costo es asumido por el emisor. Las operaciones de mercado abierto en papeles de largo plazo que involucran influencia de la política monetaria hacia la fiscal, sólo se realizan de manera restringida y necesariamente a través del mercado secundario como ya se mencionó.

Otro aspecto a mencionar en el caso alemán sobre las interacciones entre las políticas fiscal y monetaria, es la obligación del gobierno federal de comunicar regularmente el monto de sus créditos al Bundesbank, con el fin de proveerle la información pertinente sobre el monto de la deuda pública total y su dimensionamiento en el mercado monetario.

En general, el mercado alemán de títulos de deuda del gobierno está dominado por los papeles del Gobierno Federal con el 90%, mientras la participación correspondiente a los estados federales y las comunas es del 8% y el 2% respectivamente. Las emisiones del gobierno Federal se encuentran concentradas en los Papeles Oficiales con un 43% del total, las Obligaciones Federales representan cerca del 18%, los Bonos de Deuda Pública el 23% y los Papeles de Deuda del Gobierno Federal el 6%. La estructura de plazos de los títulos de deuda está distribuida de manera bastante uniforme: el 24% del mercado está representado en papeles con vencimientos entre 2 y 4 años, mientras la participación en el mercado de papeles con

vencimientos menores de dos años y entre 4 y 6 años, 6 y 8 años y 8 y 10 años es del 19% para cada grupo²¹

El aspecto más relevante de la experiencia alemana para Colombia tiene que ver con el funcionamiento exitoso de un mercado con instrumentos de dos emisores soberanos, en el cual no se han presentado dificultades de coordinación entre la política monetaria y fiscal, aun bajo las presiones de endeudamiento ocasionadas por la reunificación. Esta situación permitiría evaluar los aspectos positivos y negativos en caso de una modificación al mandato legal en nuestro país.

3. El Financiamiento de Gobierno Central Estatal en Otros Países

(a) El financiamiento nacional en el Japón²²

El instrumento principal de fondeo del Gobierno del Japón son los *bonos a 10 años*. Hasta 1987 eran vendidos únicamente a través de un contrato de forzosa y asegurada con 815 firmas de corretaje y bancos. En la actualidad se realiza su colocación a través de una combinación de subastas y contrato de colocación garantizado, realizándose el 60% de los montos de colocación por el sistema de subasta. Los otros papeles de deuda del Gobierno, como los *Bonos a 2 años*, los *Bonos a 20 años* y los *Pagarés a 3 y 6 meses* se colocan únicamente por subasta, mientras que la

²¹ Esta distribución representaba la estructura existente hasta 1990.

²² Véase Bikhchandani (1993).

colocación de los *Bonos a 5 años* se hace por contrato de underwriting y se discute la introducción de un *Pagaré a 1 año* para colocación por subasta. Es importante anotar que el mercado de los bonos y pagarés de plazo diferente a los diez años es bastante más pequeño pero presenta un crecimiento importante en los últimos años.

Los privilegios que reciben los miembros del contrato de underwriting son: sólo miembros de él pueden hacer ofertas en las subastas, pero no están obligados a hacer ofertas en cada una de ellas; deben hacer ofertas únicamente en nombre propio; reciben una comisión por las colocaciones de realicen o bien en la subasta o bien a través del contrato de colocación.

Los Bonos a 10 años se emiten generalmente una vez al mes; el Ministerio de Finanzas consulta con el grupo representante de firmas de corretaje y decide el monto total de emisión y las condiciones; esta últimas son anunciadas públicamente la mañana antes de la subasta. El bono es adquirido por aquellos que hicieron ofertas por encima y hasta el promedio de venta de la subasta. Como la subasta es de precio múltiple, el 40% de las ofertas exitosas realizadas por los miembros del contrato de underwriting paga el precio promedio ponderado de la subasta; el 60% del monto colocado paga el precio de oferta que cada firma de corretaje hizo en su propio nombre.

La principal diferencia del mercado japonés con respecto al norteamericano tiene que ver con la liquidez de los papeles de deuda en el mercado secundario. Mientras en los Estados Unidos se tiene el mercado mas grande y líquido del mundo, en el Japón la concentración de este

es muy alta y hasta hace muy poco las posibilidades de manipulación del precio eran muy altas. Este riesgo siempre se presenta en mercados poco profundos, como el de Colombia. Además no se debe esperar demasiado de los instrumentos en un principio; en Colombia también encontraremos concentración y habrá riesgo de prácticas indebidas o manipulaciones.

(b) El Financiamiento Nacional en Italia²³

Durante los últimos dos decenios Italia ha vivido un alto y creciente déficit fiscal, acompañado de una política monetaria restrictiva, obligada por los requerimientos del Sistema Monetario Europeo sobre la permanencia de la lira dentro de las franjas del tipo de cambio.

La disminución de la inflación ha sido una meta importante de política económica. El sector productivo recuperó eficiencia y competitividad en los ochenta, después de la crisis de los setenta. Sin embargo las finanzas públicas se deterioraron fuertemente; el déficit fiscal alcanzó en promedio en los años ochenta un 13%. Como consecuencia de esto el stock de deuda pública creció rápidamente, alcanzando en 1991 el 100% del producto nacional, e incluso se incrementó en años posteriores; el servicio de la deuda creció del 5% de PNB en 1980 al 9% en 1990.

La política monetaria es mas una política estructural, que ha buscado modernizar los instrumentos de control monetario, y no exclusivamente una política cuantitativa. Por una parte, se buscó controlar la creación de dinero, y por la otra cambiar las reglas del sector financiero,

²³ Veáse Caranza (1991).

tratando de convertirlo en vehículo para la canalización del ahorro, sobre todo de los hogares, hacia papeles del Estado. Esta canalización se convirtió en la principal estrategia de política monetaria, contribuyendo a esto además la independencia entre el Banco Central y la Tesorería desde 1981. Las necesidades de recursos hicieron del sector público en los ochenta, el único innovador financiero en el mercado italiano.

Esté cambio en la canalización del ahorro de los hogares trajo como consecuencia una modificación en la composición de los portafolios privados, pasando los papeles estatales del 20% en los años setenta al 70% de dichos portafolios al final de los ochenta. Una consecuencia natural de esto es la menor importancia de los títulos de deuda pública en los portafolios de los bancos comerciales y del Banco Central. De esta forma, el control del crecimiento monetario se hizo a través de la política de tasa de interés. Los niveles de tasas de interés se elevaron sustancialmente, con la ventaja para Italia de que a pesar de esto continuó el desarrollo de la inversión privada.

Finalmente, es necesario aclarar que la venta masiva de títulos estatales al sector privado en Italia se realizó en un período de alta e inestable inflación y fue posible gracias al recorte en los plazos de los papeles. Esto ha traído como consecuencia una disminución en los plazos de vencimiento de la deuda, con las consecuencias esperadas²⁴ y ha presionado la política monetaria: para los mismos niveles de deuda y de déficit anual se hacen necesarias nuevas colocaciones. En caso de que una emisión no se coloque satisfactoriamente, se presenta un

²⁴ Los plazos promedios de vencimiento eran en 1990 de tres años.

problema de control monetario y las reservas bancarias no pueden ser controladas. Ello hace que el refinanciamiento estatal se convierta en un juego delicado y continuo, situación que puede presentarse cuando el financiamiento de corto plazo atiende necesidades de largo plazo. En Colombia no hay precedentes, pero el riesgo se mitigaría si hay emisión separada, con emisiones diferentes, para fines fiscales y monetarios. Un emisor único podría hacer que consideraciones distintas de las monetarias y de movilizaciones de recursos de muy corto plazo puedan generar inestabilidad y vulnerabilidad permanente.

(c) El Financiamiento Federal en Brasil

El financiamiento doméstico del Gobierno Federal de Brasil puede hacerse a través de la emisión de títulos, la creación de dinero y el crédito neto bancario al sector público. El tamaño y la extensión del sector público Brasileño muestra la influencia decisiva de la política fiscal sobre toda la economía. Después de 1982 se presentó un cambio en el financiamiento del gasto, de financiamiento externo a interno, unido a la incapacidad de reducción permanente de las bases del déficit. Esto conllevó a un uso creciente del ahorro privado. En la segunda mitad de 1985 y en 1986 se produjo una amplia expansión fiscal, acompañada de expansión monetaria y una revaluación real del tipo de cambio, de tal forma que se presentó simultáneamente un boom de consumo, una caída en la cuenta corriente e hiperinflación. El problema se agravó con la transferencia continua de deuda externa privada al sector público en los procesos de renegociación.

Así, la presencia masiva del sector público en los mercados financieros, la inestabilidad en la negociación de activos y la inestabilidad en la tasa de interés, hizo que el sector privado desarrollara sistemas protectores basados en el recorte de plazos de los instrumentos financieros, llegando a no transar a plazos mayores de sesenta días. Esto endogenizó la base monetaria. El caso Brasileño en los años ochenta es una muestra de la inestabilidad generada por la confluencia de errores en la política fiscal y la monetaria y sus efectos acumulativos en un marco inapropiado constitucional y legal del crédito público.

En el Brasil el mercado de títulos del Gobierno se inició en la segunda mitad de la década del sesenta y creció constantemente en los setentas y ochentas. En un país con expectativas inciertas sobre la producción y la inflación, ha sido posible la consolidación de este mercado merced a las condiciones del mercado secundario de los títulos Federales. El mercado interbancario de reservas está basado exclusivamente en la reventa de papeles del Gobierno; la tasa de interés de referencia para los mercados financieros depende directamente de la tasa a la cual se transen los valores del Gobierno Federal.

La experiencia del Brasil enseña que, a pesar de las dificultades de consolidación a las que se ve enfrentado un mercado de capitales en una economía con altas tasas de inflación, sí es posible su desarrollo sobre la base de papeles soberanos, pero se corre el riesgo de endogenizar el costo del servicio de la deuda, al abusar de la indización.

F. La diferenciación de riesgo: Requisito para la consolidación del mercado de capitales

Los mercados financieros se comportan según la confianza, y por lo tanto según la incertidumbre, que generan las políticas de los gobiernos. La volatilidad, y por ende el riesgo, son mayores a medida que se amplían los plazos. En el caso de Colombia, los cambios en políticas y los altos niveles de inflación de la economía posiblemente dificultan que el mercado realice un cálculo del riesgo y la rentabilidad de la inversión, e inhiben la oferta y demanda de papeles de mediano y largo plazo.

El papel de un instrumento soberano en el mercado corresponde precisamente al punto de referencia del mínimo riesgo. Este no implica riesgo nulo mas sí punto de referencia para la conformación de una curva de rendimientos. Por lo tanto en un mercado con una clara diferenciación de riesgo, la tasa de interés del papel del deudor soberano representa la base de la retribución al riesgo en ese mercado. El concepto de soberanía en general, está atado al desenvolvimiento de la Europa Moderna, posterior al debilitamiento del Sacro Imperio Romano Germánico; al consolidarse la nación-estado se debilitaron los esquemas de exacción feudal, hasta hacer crisis a finales del siglo XVIII. La soberanía recae en el caso colombiano en la Nación y de esta forma la tasa retributiva de los Títulos de Tesorería debe servir como punto de referencia al mercado.

La importancia para un mercado del instrumento soberano se puede apreciar al considerar la relevancia de las transacciones con él en los Estados Unidos, por ejemplo: el mercado secundario de papeles del Estado es el mayor mercado y el más líquido del mundo y los papeles de deuda de los Estados Unidos son considerados el instrumento financiero más seguro del mundo. Las transacciones diarias de ellos eran en 1991 del orden de 85 billones de dólares, mientras las transacciones diarias de papeles de renta fija en la Bolsa de Nueva York ascendían a 6 billones²⁵. Así pues, un mercado de capitales desarrollado va acompañada de la existencia de volúmenes importantes de transacciones con papeles del deudor soberano, cuya tasa de interés sirve de base para la retribución al riesgo en ese mercado.

El mercado colombiano no parece diferenciar el riesgo por varias razones. El Estado ha rescatado en el pasado las instituciones financieras que se han encontrado en dificultades, y tendría que hacerlo nuevamente en caso de crisis, por el tamaño del mercado, y por ende, por la crisis económica general que se podría presentar. Esto ha generado un ambiente de no preocupación por el aspecto riesgo en el momento de tomar una decisión sobre inversión financiera. Por otra parte, la subsistencia en Colombia de una alta participación estatal directa en el mercado financiero contribuye a esta no diferenciación. Así, mientras el estado participa en el Banco Ganadero, Banco Popular, Caja Agraria y Banco del Estado con el 100%, en Concasa y el Banco Cafetero a través del Fondo Nacional del Café, en Estados Unidos, donde el mercado es más maduro, la participación ha sido transitoria. En Francia e Italia, donde el estado ha

²⁵ Véase Bikhchandani et al. (1993).

participado tradicionalmente, hay una marcada tendencia hacia la privatización de los servicios bancarios.

Adicionalmente, el mercado de largo plazo está dominado por títulos estatales para los cuales no se requiere diferenciación del riesgo, y el reducido tamaño del mercado y su iliquidez impiden la especulación con papeles, aspecto que sería un indicador del riesgo asignado por el mercado. Por esta falta de diferenciación del riesgo, no es clara la posibilidad hoy en Colombia para el **deudor soberano** de colocar títulos a una tasa inferior a la imperante en el mercado. Para lograr la diferenciación es necesaria una agresiva estrategia de comunicación, que desvirtue la hipótesis de rescate automático por el Estado de entidades en dificultades.

Es importante tener en cuenta que el funcionamiento apropiado de un mercado interno de capitales depende, entre otras, de la diferenciación del riesgo, del grado de fracturación de la curva de rendimientos²⁶ que se tenga, de las facilidades para la formación de carteles y de la capacidad de distribución de las firmas de corretaje. El mercado Colombiano exhibe en la actualidad varios de los problemas mencionados:

- La presencia en el mercado de tasas activas y pasivas a mediano plazo atadas a tasas pasivas a corto plazo (90 días) de manera flotante, como es la norma en el mercado colombiano (DTF más un margen), contribuye a la pérdida de la noción del riesgo.

²⁶ En teoría debería haber, bajo expectativas inflacionarias, una curva de rendimientos de pendiente positiva y fluida. En Colombia se presentan rupturas en la curva.

- El mercado de capitales Colombiano es fracturado por varias razones. Hay poca claridad sobre la curva de rendimientos; esta presenta rendimientos no continuos e inconsistentes en el tiempo²⁷. Hay ausencia de papeles a largo plazo y existen sólo en montos reducidos títulos a mediano plazo. El mercado primario de acciones está en receso y el mercado secundario es marginal. En el pasado la regulación ha contribuido a la fracturación del mercado, llegando incluso a determinar la remuneración de los agentes corredores.
- El reducido tamaño y la alta concentración de la propiedad en el mercado podrían permitir la existencia de carteles de oferentes e intermediarios que pueden controlar el precio y las transacciones de determinados papeles.
- La labor de distribución al detal no se realiza plenamente por parte de las firmas de corretaje, pues a ellas les falta capacidad de acceso a las personas naturales.

Con el ánimo de solucionar el último aspecto, se recomienda considerar la realización de la promoción de la venta de TES a personas naturales, a través de los Bancos Comerciales y las Corporaciones de Ahorro y Vivienda. Estas entidades, con sus redes de oficinas y su contacto directo con sus clientes, podrían informar y promocionar eficientemente el papel.

Un objetivo prioritario para el desarrollo y consolidación del mercado de capitales Colombiano es propender por una mayor diferenciación del riesgo. La actual coyuntura se presenta como apropiada para el mejoramiento en este aspecto, ya que la actividad regulatoria y

²⁷ Los Títulos de Participación del Banco de la República se emiten hasta por 360 días pero se encuentran concentrados en plazos hasta por 90 días, en tanto que el plazo más breve de papeles de la Nación es un año.

de vigilancia en Colombia permite actualmente que los estados financieros reflejen la solidez de las instituciones financieras.

Los Acuerdos de Basilea, acogidos por Colombia, se traducen en estándares mínimos sobre el capital de operación de las instituciones, específicamente sobre la definición de capital y la cuantificación del riesgo de los activos. El concepto de capital corresponde al de patrimonio técnico y está compuesto por capital primario menos las inversiones en las filiales, si los estados financieros no están consolidados. El capital primario está compuesto por el capital mas las reservas y el capital secundario incluye las valorizaciones y los ajustes por inflación. El capital primario vale por el 100% mientras el secundario cuenta como el 50%, con la restricción de que no debe exceder al capital primario. Los Acuerdos se traducen en Colombia en la definición y el cumplimiento del *margen de solvencia*, la razón de patrimonio técnico sobre los activos ponderados por riesgo, en la actualidad tiene como valor mínimo el 9% y debe pasar a 10% en Enero de 1996. Los Acuerdos de Basilea se aplican en Colombia desde 1991, y se tenía una ponderación menos exigente del riesgo desde 1988; las modificaciones introducidas en Colombia están recogidas en el Decreto 963 de Abril de 1994. A Junio del presente año los márgenes de solvencia de las instituciones financieras alcanzaban los siguientes montos: 14.4% para las instituciones bancarias, 10.6% para las CAV, 15.9% para las Corporaciones Financieras, 17% para las Compañías de Financiamiento Comercial de Leasing y 13% para las que no realizan Leasing²⁸.

²⁸ En la actualidad se realizan esfuerzos para la aplicación del margen de solvencia a las Capitalizadoras. La Compañías Aseguradoras y Fiduciarias deben cumplir con un margen de solvencia que va de 1 a 40% por su misma función.

Esta normatividad, unida a las reglas que establecen la valoración del portafolio de inversiones a precios de mercado, y la calificación de cartera anulan el riesgo de colapso financiero de una institución y minimizan la posibilidad de crisis sistémica. De esta forma se garantiza la solidez de las instituciones y se evita la intervención del Gobierno Nacional para asumir el rescate de instituciones que colapsen, permitiendo su liquidación de manera ordenada. Respecto a las normas exigidas a las empresas vigiladas por la Superintendencia de Sociedades en relación con las prácticas contables y el plan único de cuentas, estas aseguran igualmente que los estados financieros reflejen la realidad. Toda esta normatividad existente en el mercado colombiano, debe ser aprovechada por el Gobierno Nacional con una estrategia de comunicación para incentivar la conciencia sobre el riesgo, sobre la no intervención gubernamental en un colapso y, por ende, en beneficio de los títulos emitidos por el deudor soberano.

III. La operación con Títulos de Tesorería

Los instrumentos de los cuales dispone la Nación para financiar su gasto con recursos del mercado interno de capitales son los TES clase B, cuyas características se presentan en este capítulo. Además el Gobierno Nacional necesita disponer de una mezcla de instrumentos cuyos vencimientos se enmarquen en el corto, mediano y largo plazo para poder efectuar su financiamiento. Por esto se explican los factores y los criterios necesarios para la determinación de la mezcla óptima, incluyendo el concepto de duración de un portafolio.

Otro aspecto relevante para las operaciones con los TES tiene que ver con el cumplimiento de la Ley 31 de 1992, o sea con la existencia de un sólo instrumento soberano en el mercado. Esto conlleva un período de transición de los Títulos de Participación hacia los TES, no exento de posibles dificultades, y cuyos aspectos principales se discuten igualmente en el presente capítulo.

A. Características generales

La creación de los TES corresponde pues a la estrategia de cambio en el financiamiento estatal que se presenta a inicios de los noventa. El Ministerio de Hacienda y Crédito Público colocó mediante operaciones convenidas, \$200 mil millones aproximadamente entre 1993 y 1994.

Los TES B son los instrumentos que emite la Nación actualmente para financiar su gasto²⁹. Son papeles emitidos a la orden del tenedor, a un plazo de uno, dos y tres años a tasa fija, y cinco y siete años a tasa flotante ó indizada con el IPC. Las tasas nominales respectivas a las cuales se vienen emitiendo corresponden al 31%, 30% y 29% respectivamente y la tasa real promedio de las transacciones indizadas en 1995 fue de 8.5% sobre el IPC. La liquidez primaria es nula antes del vencimiento, pero son libremente negociables en mercado secundario por endoso y entrega³⁰

²⁹ Las últimas circulares reglamentarias de los TES corresponden a las UOM-99 de Noviembre de 1995 para los TES a tasa variable y UOM-25 de Marzo de 1995 y UOM-02 de Enero de 1996 para los TES a tasa fija. Además las primeras colocaciones de TES a tasa variable, a 7 años, se realizaron el 23 de Enero de 1996.

³⁰ Para mayores detalles sobre sus características ver Anexo No. 2.

Adicionalmente, los TES B a tasa fija son divisibles, pues sus cupones de interés son separables del principal; los TES B a tasa flotante no tienen esta característica, siendo este el principal aspecto que los diferencia. Los TES a tasa flotante se venden a la par y su colocación se hace a través de un contrato de underwriting³¹.

Los papeles presentan algunas restricciones:

- *Legales*: los decretos que permiten la emisión de Títulos de Tesorería fijan un plazo mínimo de un año. Se ha, pues, segmentado la oferta de papeles sin riesgo, reservándose el Banco de la República los plazos inferiores a un año y dejando a la Nación la emisión de títulos de deuda a un año o más.
- *Contractuales*: representadas en el contrato de agencia celebrado entre la Nación y el Banco de la República. Sin embargo, puede haber canales alternos al Banco de la República.
- *Internas*: se definió vender por Subasta Holandesa³² una vez por semana papeles con tasa fija y, a partir de Junio 13 de 1995, una vez cada 15 días papeles con tasa flotante con base en la variación del IPC.

³¹ El contrato de underwriting es un contrato de colocación garantizada entre el emisor y una(s) firma(s) de corretaje.

³² El procedimiento de la Subasta Holandesa se explica en el párrafo siguiente.

En general, las características de los TES los hacen líquidos en el mercado secundario:

- Son divisibles, al poderse negociar separadamente el capital de los intereses.
- Su emisión a la orden del tenedor, permiten su endoso y venta en el mercado.
- Son susceptibles de venta por la modalidad de descuento, cuando se trata de tasa fija.
- Son el único papel de largo plazo en el mercado, sin riesgo.
- Los instrumentos de tasa flotante tienen garantía de rentabilidad real, por su indización con el IPC.

La principal limitación a la liquidez de los TES es su plazo, en la actualidad a un año o más.

Con respecto a los mecanismos de colocación utilizados vale la pena hacer las siguientes aclaraciones. Las subastas podrían, hipotéticamente, conducirse según el procedimiento denominado Subasta Holandesa. En este procedimiento el emisor recibe ofertas; las ordena y toma un volumen que satisfaga sus requerimientos, partiendo de las tasas más altas y dando a todos los oferentes atendidos la misma tasa. El sistema de subastas semanales en Colombia para instrumentos de tasa fija no corresponde a la Subasta Holandesa en al menos dos elementos: el anuncio previo de montos a movilizar y la definición de tasa de corte con posterioridad al recibo de las ofertas. No es, pues, un sistema transparente. La transparencia en la conducta del emisor soberano es muy importante para la maduración del mercado de capitales.

El anuncio previo de los montos, usual en Latinoamérica, busca facilitar el mercadeo por parte de los agentes colocadores durante los días anteriores a la respectiva subasta, pero no compromete al emisor. Sería innecesario pues, en un sistema maduro, con presencia estable del Gobierno Nacional en el mercado, hacer tales anuncios. Entre tanto, podría explorarse la implantación de esquemas con anuncio previo de rangos de montos que en algún grado comprometan al emisor.

El derecho a decidir si se acepta las ofertas sobre la base de su costo podría tener fundamento en el riesgo de cartelización que un mercado poco profundo conlleva. Además, en situaciones de discrepancia sobre política monetaria entre el Gobierno Nacional y el Banco de la República puede ser útil diferir decisiones sobre precio al momento que se haya obtenido la mayor cantidad de información posible. Sin embargo, una vez más, esta práctica por parte del emisor soberano no contribuye a la formación de un activo transparente con igualdad de oportunidades para todos los concurrentes. Para evitar compromisos de incurrir en costos excesivos por imperfecciones del mercado se podría considerar el anuncio del límite de tasa con anterioridad a la subasta.

En las emisiones a tasa flotante se ha utilizado la colocación por oferta pública con contrato de colocación garantizada ó de underwriting. Esta práctica se entiende como un modo de fortalecer el posicionamiento de un instrumento con plazos poco usuales en el mercado nacional (hasta el momento cinco años), pero coloca en enorme desventaja a los emisores privados, ya que las firmas de corretaje involucradas en el contrato se concentrarían principalmente en la

colocación del instrumento soberano. En consecuencia, se debe prescindir de la colocación garantizada para papeles emitidos por el deudor soberano si se desea el fortalecimiento del mercado, con multiplicidad de emisores y riesgos.

Después de presentar las características principales de los Títulos de Tesorería y los aspectos principales de las operaciones con ellos, es necesario discutir los aspectos relevantes sobre la mezcla óptima de volúmenes de TES, con sus respectivos plazos, requeridos para la realización de operaciones de financiamiento de la Nación.

B. Mezcla óptima de instrumentos según plazo y determinación de cantidades

La mezcla óptima de papeles para el financiamiento del gasto de la Nación, desde la perspectiva del emisor, se determina por el perfil de su flujo de efectivo. En efecto, la emisión de instrumentos a corto plazo debe tener en cuenta cómo es el perfil de desembolsos a lo largo del ejercicio, así como el calendario tributario, los cronogramas de ventas de activos, las fechas de distribución de excedentes de empresas industriales y comerciales de la Nación que defina el Gobierno y la programación de pago de dividendos de las sociedades de economía mixta en que tenga participación la Nación.

Una mezcla de instrumentos según plazos, a corto, mediano y largo plazo se enfrenta a una primera restricción representada por las normas vigentes, que deslindan el ámbito de la Nación, limitando sus instrumentos a un plazo mayor o igual a un año, del ámbito del Banco de la

Republica, que se reserva el corto plazo. No existen instrumentos de deuda pública a *corto plazo* pues el plazo mínimo de emisión de TES es un año y por lo tanto no hay posibilidad de sustitución. En otros países como Estados Unidos, Alemania e Italia, existe una proporción importante del mercado de capitales representada en instrumentos de deuda pública a corto plazo, que permiten realizar operaciones de mercado abierto con ellos. Si se va a proceder en Colombia con un sólo instrumento, habrá que modificar estas normas y asumir los riesgos consecuentes de utilización indebida del instrumento, con la consiguiente desestabilización de las finanzas públicas

Dadas las restricciones de liquidez que representan los papeles a largo plazo, la existencia de un monto sustancial de instrumentos a *corto plazo* en el mercado es indispensable para el proceso de transición en Colombia, con el fin de cumplir con el mandato de la ley sobre la existencia de un sólo instrumento para la política fiscal y las operaciones de mercado abierto. Sin embargo sí no se presenta un diseño adecuado se incurre en riesgo de inestabilidad monetaria, como ha ocurrido en Italia: la inestabilidad de la economía y, por ende, la preferencia por títulos a corto plazo, disminuye el vencimiento promedio de la deuda, de tal forma que para los mismos niveles de deuda y de déficit, se hace necesario un refinanciamiento frecuente de la Nación y este se convierte en un proceso reiterativo, complejo y continuo, que puede hacer difícil el control monetario.

Considerando el *mediano plazo*, es decir plazos de uno a siete años, una condición indispensable para su transacción es la existencia de condiciones económicas estables. Estas se

logran en la medida en que haya continuidad en el marco general de reglas tributarias y cambiarias y en el flujo en la distribución de utilidades, permitiendo a los agentes económicos la incorporación de ellas en sus procesos de decisiones. La posibilidad de existencia de instrumentos de *largo plazo*, es decir a ocho años y más, será una posibilidad solo en un futuro algo distante, en la medida en que el mercado de capitales se consolide, diferencie el riesgo, sea transparente, y la economía exhiba una tasa de inflación a un dígito, por un período considerable de tiempo. Colocar instrumentos de largo plazo requiere de mucha confianza.

Los plazos de los instrumentos a más de un año se deben determinar considerando los vencimientos de obligaciones previamente contratadas y el rédito fiscal de las inversiones en curso, para cuya ejecución se tiene intención de movilizar recursos. El monto máximo de obligaciones representadas en TES a colocar en el mercado nacional de capitales se debe determinar con base en estimaciones econométricas, para evitar desplazar del mercado financiero a agentes sin acceso a fuentes alternas, o encarecer demasiado el crédito para ellos, socavando su competitividad en un sistema económico abierto. El monto mínimo debe considerar estimaciones cuantitativas de operaciones de mercado abierto, el inventario de instrumentos en poder del Banco de la República y el saldo en poder de terceros.

Una medida importante para la conformación de la mezcla óptima de instrumentos según sus plazos está representada en la duración de ésta; es decir del plazo medio de la mezcla de instrumentos, ponderado por el valor presente de los pagos de intereses y principal. Por tratarse de un análisis desde la perspectiva de la oferta, del “portafolio de instrumentos de la Nación” y

no del portafolio óptimo del demandante, se presentan alternativas de mezcla de instrumentos bajo el cálculo de la duración de Macaulay, que permite una medición del riesgo de la tasa de interés de la mezcla. Cálculos alternativos de la duración son más adecuados para el cálculo de la volatilidad del portafolio, es decir para un análisis desde la perspectiva de la demanda.

De acuerdo con el Cuadro No. 10, las alternativas 1 a 5 consideran las tasas de interés promedias de los TES en 1995³³. Las alternativas 6 a 8 consideran las tasas nominales vigentes por acuerdo desde Abril de 1995³⁴.

Estos resultados, producto de supuestos cercanos a la situación actual del mercado, nos muestran que con todas las alternativas la duración de la mezcla de instrumentos es bastante baja y sería necesario hacer esfuerzos para lograr plazos mayores. Esto nos remite nuevamente a la necesidad de profundización del mercado de capitales y la diferenciación del riesgo, que permitirían una duración más adecuada a las condiciones del deudor soberano.

De no mediar el mandato legal de articular las políticas monetaria y fiscal con un mismo instrumento, la evaluación financiera de los TES partiría de la hipótesis de que habría un rédito fiscal de largo plazo si se reducen los costos financieros de los agentes privados en la economía, como consecuencia del fortalecimiento del mercado de capitales. Los beneficios de dicho rédito

³³ 34% a 1 año, 33.2% a 2 años, 33% a 3 años para los TES a tasa fija. Los supuestos sobre tasa de inflación más margen para los TES a tasa flotante (5 años) son: 1995 (20% + 8.5%), 1996 (18% + 7.5%), 1997 (16% + 6.5%), 1998 (14% + 6%), 1999 (13% + 6%).

³⁴ 31% a 1 año, 30% a 2 años, 29% a 3 años. Los supuestos sobre el comportamiento del IPC y el margen son los mismos de las anteriores alternativas.

CuadroNo. 10. Cálculo de la duración de la mezcla de plazos de los TES

Alternativa	Duración	Supuestos
1	1.74	20% a 1 año, 30% a 2 años, 50% a 3 años, 0% a 5 años
2	1.91	20% a 1 año, 30% a 2 años, 30% a 3 años, 20% a 5 años
3	2.01	20% a 1 año, 20% a 2 años, 30% a 3 años, 30% a 5 años
4	1.45	69.5% a 1 año, 24% a 2 años, 0.5% a 3 años, 6% a 5 años
5	1.76	49% a 1 año, 25% a 2 años, 6% a 3 años, 20% a 5 años
6	1.63	20% a 1 año, 30% a 2 años, 50% a 3 años; 0% a 5 años
7	1.83	20% a 1 año, 30% a 2 años, 30% a 3 años, 20% a 5 años
8	1.96	20% a 1 año, 20% a 2 años, 30% a 3 años, 30% a 5 años

en valor presente deberían, en este evento, exceder el costo de no tomar fuentes de financiación alternas, más baratas, que estén disponibles en el exterior.

C. Transición de los Títulos de Participación a los Títulos de Tesorería

La transición ordenada por la ley 31 entraña algunas dificultades prácticas. Es necesario movilizar volúmenes de dinero muy significativos para, en forma simultánea, lograr:

- Esterilizar la redención de los TP's
- Hacer la esterilización monetaria normal
- Neutralizar el impacto de la introducción de TES de corto plazo.

Al final de Agosto de 1995 el saldo de los TES B es de \$3,170 mil millones, lo cual equivale a 2.8 veces el saldo promedio de TP's y 5.8% del PIB de 1994. De ellos, el Banco de la República tiene alrededor de \$180 mil millones. La distribución del saldo de TES entre las diferentes modalidades de colocación se presenta en el cuadro No. 11, notándose como el 27% del saldo de TES en circulación ha sido colocado por subasta o underwriting.

La estructura por plazos de los saldos a Agosto 31 del 95, excluyendo las colocaciones obligatorias, se presenta en el Cuadro No. 12. Se observa una concentración de los plazos en períodos de dos o menos años, explicada por la todavía corta experiencia con las subastas y el proceso de posicionamiento de los TES en el mercado de capitales colombiano.

Cuadro No. 11. Distribución del Saldo de TES por modalidades a Agosto 31/95

Distribución de Saldos de TES a Agosto de 1995	Miles de millones	Porcentaje del saldo
Subasta o underwriting	850	27%
Convenidas (entidades públicas)	929	29%
Obligatorias (entidades descentralizadas)	1391	44%

Cuadro No. 12. Estructura de plazos de los saldos, excluyendo colocaciones obligatorias a Agosto 31/95

A 1 año	32%
A 15 meses	29%
A 2 años	32%
A 3 años	2%
A 5 años	5%

Excluyendo el valor en poder del Banco de la República, se ha transado en los primeros siete meses del año un total de \$818 mil millones, equivalente al 27% del saldo en TES a Agosto 31, de los cuales se transaron \$620 mil millones por operaciones *primarias* convenidas o por subasta, lo cual le deja al mercado secundario tan sólo \$200 mil millones; esto equivaldría sobre base anualizada a \$340 mil millones.

Entre tanto, el saldo promedio de los TP's en el último semestre fue \$1,145 mil millones de los cuales solo \$28 mil millones están en poder del Tesoro (a Agosto 31 de 1995). Ignacio Mas³⁵ ha estimado en cerca de \$ 850 mil millones las necesidades de recursos del Banco de la República para servir el vencimiento de TP's. Adicionalmente la reducción progresiva del encaje promedio, de 16% a 12%, conlleva necesidades adicionales de esterilización estimadas en \$800 mil millones, y las necesidades normales de control monetario, que se calculan en valores de similar magnitud, implicaría una necesidad total de esterilización, para cumplir los anteriores objetivos en forma simultánea, de \$2,800 mil millones, equivalente al 50% de la base monetaria.

Estas cifras sobre las necesidades de esterilización que se tendrían vía TES ponen de manifiesto el tamaño requerido del mercado secundario de renta fija, para hacer posible la intervención sin grandes distorsiones, y muestran la necesidad de consolidación de un mercado secundario de un tamaño mucho mayor al actual para hacer posible la transición de Títulos de Participación a Títulos de Tesorería como instrumento de control monetario.

³⁵ La siguiente cuantificación sobre las necesidades de recursos para la transición de TP's a TES fue realizada por Ignacio Mas (1995).

Finalmente no es fácil recomendar una u otra opción, entre la segregación actual de emisiones de instrumentos soberanos por plazos y la unificación en cabeza de un sólo emisor-la Nación- al tenor de lo previsto por la ley. Sin embargo, al ponderar todos los argumentos en uno u otro sentido, la inestabilidad organizacional y programática de la rama administrativa en Colombia, de una parte, y las consideraciones cuantitativas realizadas por Mas (1995) de la otra, es evidente que son grandes los riesgos de acatar el mandato de la ley. Por lo tanto se recomienda iniciar desde ya un proceso de discusión entre el Gobierno Nacional y el Banco de la Republica para precisar los términos con los cuales se solicitaría al Congreso de la Republica la modificación a la ley.

IV. Cuantificación del impacto del financiamiento con TES

El impacto del financiamiento de la Nación a través de TES se produciría principalmente sobre tres aspectos: del funcionamiento económico: sobre los agregados monetarios; sobre las variables fiscales y sobre la tasa de interés. La estimación del impacto del financiamiento estatal debería hacerse de manera conjunta sobre los diferentes aspectos de la economía. Por lo tanto la medición ideal requeriría de un modelo macroeconómico completo de la economía colombiana, pero ante su inexistencia en Colombia y el tiempo requerido para aproximarse a su construcción, se ha optado por realizar cuantificaciones parciales de los impactos, con las limitaciones que esto conlleva.

A. El efecto desplazamiento del financiamiento interno de la Nación

El riesgo del desplazamiento de la inversión privada por el gasto público (crowding out), que ocasionaría la incursión masiva del Estado en el mercado de capitales con la colocación de TES, sería uno de los principales impactos esperados. Se espera pues un impacto de la colocación de TES sobre las tasas de interés del mercado. Sin embargo su cuantificación se dificulta por las deficiencias en la información disponible, dado el corto período de experiencia con TES en el mercado, donde buena parte de las colocaciones antes de finales de 1994 han sido convenidas o forzosas, que impiden tener bases históricas sólidas que permitan simular con certeza el efecto de las colocaciones proyectadas con la introducción de un nuevo papel o de nuevos montos o condiciones por parte del deudor soberano. Esta situación hizo necesario centrar el análisis en los años 1993-1995, período en el cual existen TES en circulación, con todas la limitaciones que esto conlleva: desde el punto de vista econométrico el período de tiempo es demasiado corto y desde el punto de vista económico hay un sesgo importante en las condiciones imperantes en el mercado en esos años, manifiest en tasas reales inusualmente altas..

El objetivo de esta cuantificación es medir el impacto de las metas de colocaciones de TES y sus posibles tasas de colocación, sobre las tasas de interés del mercado, es decir sobre las tasas de interés de otros activos financieros. Después de varios intentos de cuantificación alternativa se optó por el modelo ideal de demanda de Deaton y Muellbauer (1980), estimado para demanda de activos financieros en Colombia por Martha Misas y María Teresa Ramírez (1992). El modelo de Deaton y Muellbauer satisface los supuestos y las condiciones de un sistema de demanda con

respecto al comportamiento del consumidor, los supuestos sobre agregación implícitos y las formas funcionales.

Para el caso específico de la medición del efecto desplazamiento se modelan ecuaciones de demanda para cada uno de los activos financieros, cuya tasa de interés se pueda ver afectada por las condiciones de oferta de los TES. Las estimaciones de un sistema como este son bastante sensibles debido a la alta colinealidad³⁶ de las tasas de interés, cosa que efectivamente pesa en el caso colombiano y se manifestó como un problema frecuente. Es así, como finalmente se consideraron las siguientes ecuaciones de demanda: para los depósitos de ahorro bancarios, los depósitos en CDT de todo el sistema financiero, y los depósitos en UPAC³⁷, además de M1 como complemento para el total de activos financieros. Otros modelos considerados desagregaron los depósitos en CDT de los bancos del total de depósitos en CDT del sistema financiero y se consideraron además los Títulos de Participación del Banco de la República; sin embargo esta alternativa de modelo fue estadísticamente poco confiable.

Se hizo una estimación máximo verosímil de un sistema de ecuaciones aparentemente no relacionadas, compuesto por un conjunto de ecuaciones de demanda para cada uno de los activos financieros: M1 se calculó por residuo, fue necesario suprimir la consideración de los depósitos en UPAC por el problema de la colinealidad, y se consideraron ecuaciones de demanda para los

³⁶ La alta colinealidad de las tasas de interés implica la existencia de relaciones lineales fuertes entre ellas, que llevan a no permitir la estimación de los parámetros, por la singularidad de la matriz a invertir.

³⁷ La información ha sido tomada del Banco de la República. Las tasas de colocación de los TES se ponderaron por las cantidades transadas y cuando hay subastas se ponderó únicamente con los montos de la subasta.

TES, los depósitos en CDT de todo el sistema financiero y los depósitos de ahorro bancario. El modelo estimado resulta de las siguientes relaciones funcionales:

la cantidad demandada del activo i está dada por:

$$S_i = r_i q_i$$

donde q_i es la cantidad del activo i y r_i el rendimiento del activo i . La riqueza está dada por la suma de las cantidades demandadas de activos, multiplicada por su rendimiento:

$$W = \sum_{i=1}^k r_i q_i$$

El promedio ponderado de las rentabilidades:

$$\hat{r} = \prod_{i=1}^k (1 + i_{Activo_i})^{\left(\frac{r_i q_i}{W}\right)}$$

La relación riqueza-promedio ponderado de las tasas

$$R = \frac{W}{\hat{r}}$$

Así pues la ecuación de demanda para cada activo está definida de la siguiente manera:

$$\frac{S_i}{W} = \alpha_i + \beta_i \log(R) + \sum_{j=1}^k \phi_{ij} r_j$$

Para la cuantificación del impacto sobre la tasa de interés del financiamiento de la Nación a través de colocación de TES nos concentraremos en los resultados correspondientes al coeficiente ϕ_{ij} . Este tipo de estimación al considerar el peso de cada activo sobre la riqueza financiera, considera tanto el efecto de la rentabilidad ofrecida por los TES sobre las otras tasas

de interés del mercado, como sus montos de colocación. La estimación se realizó con información mensual desde Enero de 1993 hasta Abril de 1995, dada la disponibilidad de información sobre los otros activos financieros. Los resultados que se presentan a continuación no son completamente satisfactorios y los grados de libertad disponibles dificultan igualmente la utilización de opciones alternativas. Sin embargo se considera que a pesar de estas limitaciones, esta estimación aporta elementos importantes a tener en cuenta al realizar colocaciones masivas de TES en el mercado de capitales.

Las ecuaciones estimadas son las siguientes (los valores t se presentan en paréntesis):

$$(1) \text{SWTES} = -0.789 + 0.187*LR + 0.295*RTES + -0.462*RAHBAN + 0.254*RCDT$$

$$(-7.33) \quad (5.98) \quad (1.94) \quad (-0.63) \quad (0.40)$$

para 26 observaciones, R cuadrado=0.80, DW = 0.939

$$(2) \text{SWAHBAN} = 0.868 + -0.154*LR + -0.036*RTES + 0.244*RAHBAN + -0.254*RCDT,$$

$$(16.18) \quad (-9.94) \quad (-0.49) \quad (0.66) \quad (-0.80)$$

para 26 observaciones, R cuadrado = 0.92, DW= 1.073

$$(3) \text{SWCDT} = -0.879 + 0.309*LR + -0.341*RTES + 0.064*RAHBAN + 0.319*RCDT,$$

$$(-8.68) \quad (10.53) \quad (-2.39) \quad (0.092) \quad (0.529)$$

para 26 observaciones, R cuadrado 0.94, DW = 1.94

donde las variables SWTES, SWAHBAN y SWCDT representan la demanda de TES, de depósitos de ahorro bancarios y de CDT, respectivamente. LR es el $\log(R)$, RAHBAN, RTES y RCDT corresponden a $\phi_{ij}r_j$

El resultado sobre el cual se quiere llamar la atención tiene que ver con el coeficiente $\phi_{ij}r_j$ de la ecuación de demanda de los CDT de todo el sistema financiero, la tercera ecuación. Este corresponde al valor -0.341, que se presenta como altamente significativo y muestra un efecto negativo del 34% de la tasa de rentabilidad de los TES sobre la demanda de CDT de todo el sistema financiero. Es decir, se espera que la tasa de interés de los Títulos de Tesorería reduzca en un 34% la demanda de CDT en todo el sistema financiero, desplazando así la demanda por activos financieros tradicionales como los CDT y tomando de esta forma un papel preponderante en la determinación de las tasas de interés en el mercado. De esta forma el Estado desplazaría agentes captadores privados y sobre todo generaría un desplazamiento de actividad económica privada, si el efecto sobre las tasas de interés es hacia el alza³⁸.

B. El costo fiscal del financiamiento con TES

La cuantificación del costo fiscal del financiamiento interno de la Nación a través del mercado de capitales se realizó como el costo de oportunidad de las alternativas existentes de financiamiento.

³⁸ El efecto no sería necesariamente hacia el alza, si el mercado de capitales se desarrolla y consolida, de tal forma que el instrumento soberano se emita con la menor rentabilidad del mercado para su plazo.

Al respecto se consideró como alternativa el endeudamiento externo, en los montos brutos proyectados y a las tasas promedio ponderadas de los últimos 4 años (tasas promedios de la deuda pública de mediano y largo plazo, fuente Banco de la República), adicionándole el costo de esterilización monetaria.

Las necesidades de esterilización monetaria se calcularon como la razón entre las OMAS y los saldos y contrataciones de crédito externo. Así hay períodos en donde por la liquidez de la economía (flujo de divisas, etc.) es muy costoso el endeudamiento externo por las necesidades de esterilización, mientras que en períodos de baja liquidez se hace menos costoso. Los cálculos basados en la situación de los últimos 4 años nos reflejan cuatro costos alternativos muy diferentes del endeudamiento externo, donde vale la pena llamar la atención sobre el año 1991, de alta liquidez en la economía y por lo tanto con un alto costo para la alternativa del endeudamiento externo por las necesidades de esterilización.

Alternativa 1	30.9%, situación correspondiente a 1990
Alternativa 2	63.7%, situación correspondiente a 1991
Alternativa 3	18.6%, situación correspondiente a 1992
Alternativa 4	14.7%, situación correspondiente a 1993

El costo interno se supuso de acuerdo con los promedios ponderados de las colocaciones por subasta:

Alternativa A	25%
Alternativa B	28%
Alternativa C	30%
Alternativa D	32%
Alternativa E	34%

El costo de oportunidad se midió como el diferencial entre el costo del endeudamiento externo versus el interno, con las alternativas presentadas. El signo positivo significa que es mas conveniente el endeudamiento externo o sea un costo fiscal por el endeudamiento interno.

Teniendo en cuenta los montos brutos programados de colocación de TES, para 1996 \$1.400.000 miles de millones, el costo fiscal de las alternativas consideradas sería:

Alternativa A.1	-82.600
Alternativa A.2	-541.100
Alternativa A.3	89.600
Alternativa A.4	144.200
Alternativa B.1	-40.600
Alternativa B.2	-499.100
Alternativa B.3	131.600
Alternativa B.4	186.200
Alternativa C.1	-12.600
Alternativa C.2	-471.100
Alternativa C.3	159.600
Alternativa C.4	214.200
Alternativa D.1	15.400
Alternativa D.2	-443.100
Alternativa D.3	187.600
Alternativa D.4	242.200
Alternativa E.1	43.400
Alternativa E.2	-415.100
Alternativa E.3	215.600
Alternativa E.4	270.200

Las alternativas .2 se presentan siempre como favorables para el endeudamiento interno, dado el alto costo del endeudamiento externo (por la esterilización monetaria necesaria). Por el contrario las alternativas más convenientes para el financiamiento externo, es decir en las cuales

se presenta un mayor costo fiscal del financiamiento interno de la Nación corresponden a las alternativas .3 y .4, siendo la más costosa la alternativa E.4 con \$270.000 millones.

Los dos impactos cuantificados miden los efectos mas importantes a tener en cuenta en el momento de la decisión acerca del financiamiento de la Nación, donde no sólo se analizan los aspectos en relación con el desplazamiento de la actividad privada vía tasa de interés, sino que se tienen en cuenta los aspectos fiscales y monetarios del financiamiento alternativo.

Lo anterior lleva a recomendar mucha mesura en el volumen de operaciones de financiamiento de la Nación en el mercado interno de capitales, mientras el mercado crece con la economía, la tasa de ahorro deja de ser insuficiente y la confianza del público en los canales institucionales se consolida.

V. Recomendaciones

Ante la importancia para la formación del mercado de capitales de canalizar a través del mismo la demanda de recursos provenientes del ahorro doméstico para la financiación de la Nación, es de gran importancia revisar de manera permanente los instrumentos a utilizar para este propósito; el diseño, los plazos, los mecanismos de distribución y los montos a movilizar. Las consideraciones que este documento hace sobre el mercado y sobre las características de los TES permiten puntualizar algunos aspectos y hacer algunas recomendaciones.

Los TES a tasa flotante tienen aspectos muy positivos que vale la pena resaltar; ellos acceden a ciertos segmentos del mercado cuyas preferencias se encuentren adecuadamente reveladas en el diseño de este instrumento. Sin embargo desde el punto de vista fiscal, los montos de colocación deben *limitarse* claramente para evitar la endogenización de la base monetaria. Al respecto cabe recordar la experiencia de Brasil, en la cual la presencia masiva de títulos de deuda indizados en el mercado combinada con inestabilidad de las políticas, resultó en una expansión monetaria innecesaria, que a su vez retroalimentó la estimación de emisiones requeridas. Es importante puntualizar pues las incoherencias conceptuales del instrumento, ya que el Estado emite un papel indizado y de su política económica depende en buena parte el comportamiento del índice. Sin embargo se recomienda mantener la indización a través del IPC, acompañada de límites en los montos en circulación.

Con respecto a la coexistencia de dos instrumentos diferentes para la ejecución de la política fiscal y monetaria versus el cumplimiento de la ley, se recomienda:

- Evaluar en forma conjunta por parte de las dos instituciones, Banco de la República y Ministerio de Hacienda, los pros y los contras del mandato de la ley. Si se mantiene la ley se debe adelantar un acuerdo global en el cual:
 - el Banco de la República no emite instrumentos
 - el Ministerio de Hacienda y Crédito Público no fija la tasa
 - se crea un esquema de coordinación cotidiana.

Como se ha mencionado, luce más conveniente modificar la norma que acatarla, por los riesgos esta última opción entraña.

En relación con la oferta de TES en el mercado se recomienda:

- Eliminar en el mediano plazo los mercados cautivos, las colocaciones obligatorias y convenidas, como una contribución a la transparencia del mercado de capitales, aspecto crucial de la consolidación y profundización del mismo. El Estado busca asumir el liderazgo en este proceso de fortalecimiento y una de sus contribuciones debería hacerse en este aspecto, es decir, debe sopesar los aspectos puramente fiscales con sus efectos en el mercado en el cual se está actuando. La transparencia que se pueda obtener en el mercado de capitales es relativa, ya que no son posibles las dos opciones teóricas para ella: la existencia de infinito número de agente o la inexistencia de ellos, de tal forma que ningún agente pueda modificar la tasa de equilibrio del mercado; sin embargo esto no disminuye la importancia de una contribución a ella.
- Consolidar el diseño de los TES, procurando una diversificación limitada, es decir, ofrecer una gama restringida de productos, diseñados según las necesidades identificadas de los clientes objetivo, para no confundir al mercado, y en lo posible mantener diseños simples. La simplicidad debe estar limitada por un diseño coherente con las preferencias del segmento objetivo.

- Evitar la exclusión de los agentes privados en el mercado. La Nación puede tener otras fuentes de financiación, fuera del alcance de los agentes medianos y pequeños. El proceso de penetración del mercado por la Nación debe ajustarse a la evolución del tamaño del mismo.
- En los procedimientos de Subasta Holandesa que se han escogido para la colocación de TES, debe fijarse y anunciarse por anticipado una tasa tope de colocación. Esto proporciona claridad en las reglas de juego, evita los privilegios que se generarían con diferentes precios y contribuye a la transparencia del mercado.
- Evitar los contratos de colocación garantizada para instrumentos emitidos por el deudor soberano. El contrato de colocación garantizada por parte del deudor soberano coloca en desventaja importante al resto de oferentes de papeles. Al ofrecerse un papel con riesgo nulo, el lead manager concentrará su atención y actividad en la venta de los títulos de deuda, en detrimento del posicionamiento de otros papeles.
- Los Títulos de Tesorería deben tener como un objetivo inmediato de consolidación en el mercado, su liquidez en el mercado secundario. Para incrementarla se recomienda realizar las emisiones a la orden ó al portador, como las dos opciones que la garanticen.
- El acceso a personas naturales, que se incrementaría con la promoción de los TES a través de una red de intermediarios más amplia, involucrando a los bancos comerciales o las CAV's, requeriría también del pago de intereses trimestrales como es costumbre en la economía colombiana. Cabe recordar que las firmas dedicadas al corretaje de valores en Colombia tienen un acceso muy limitado al ahorro familiar.
- Debe existir la opción de realizar redención de los títulos antes del vencimiento, a criterio del emisor.

- Los TES no deberían tener amortizaciones, ya que ellas no contribuyen a la liquidez secundaria y el efecto de esta se concentraría en la dificultad en la administración de ellos.
- Se podría explorar posibilidades como las existentes en los Estados Unidos respecto a la realización de posturas no competitivas para los pequeños inversionistas. Igualmente la realización del big roll o el canje de TES viejos por nuevas emisiones.

ANEXO No.1**EL FINANCIAMIENTO ESTATAL EN OTROS PAÍSES**

En este anexo se presentan algunos detalles relativos al financiamiento del gasto estatal en países como Estados Unidos y Alemania que tienen como objeto complementar lo expuesto en el acápite II.E.

El financiamiento federal en los Estados Unidos

Las posturas no competitivas que se pueden realizar para la colocación de los *Certificados de Tesorería* tienen un cupo asignado y este es cubierto en primer lugar. El monto restante de la emisión es asignado a las posturas competitivas, en orden decreciente de acuerdo con las ofertas, hasta copar la cantidad ofrecida. Se determina un precio mínimo de venta o un rendimiento máximo y por lo general sólo se acepta una proporción de las ofertas hechas a este precio. El precio promedio al cual se aceptan las posturas no competitivas de cada emisión está generalmente más cerca del precio mínimo que del precio máximo.

Cualquier ganancia o pérdida por la venta o compra de certificados en el mercado secundario es considerada como ordinaria, mientras su rendimiento propiamente sólo se considera en el momento de la redención.

El Sistema de la Reserva Federal juega un papel importante en la distribución y administración de la deuda pública. Los principales instrumentos de control monetario utilizados por el *Fed* son las Operaciones de Mercado Abierto, con la compra y venta de títulos de deuda; los cambios en el encaje legal y la regulación de los descuentos de los bancos asociados a la Reserva Federal; todos estos instrumentos se complementan en lugar de sustituirse. La contribución de la Reserva Federal al logro de las metas económicas y financieras se plasma en su capacidad de incidir en la disponibilidad y el costo del dinero y del crédito en la economía.

El financiamiento federal en Alemania

Aquí se hace una descripción detallada de los diversos instrumentos de financiamiento del gasto utilizados en Alemania.

Los Papeles Oficiales son títulos de deuda para el financiamiento del gasto público en general, con el respaldo del patrimonio estatal respectivo y sus ingresos por impuestos. Se emiten a través de consorcio o por oferta pública estatal, *se transan en bolsa* y su vencimiento es en su mayoría de 10 años (pero se han presentado emisiones a 12 y 30 años). Son redimibles únicamente a su vencimiento, pagan intereses anualmente y no tienen restricciones sobre el comprador. No requieren permiso de emisión por parte del Ministerio de Finanzas y desde hace algún tiempo se usa con mucha frecuencia la subasta para su colocación. El Banco Federal (Bundesbank) realiza operaciones de compra y venta de estos papeles regularmente, con el fin de incidir en su precio.

Las Obligaciones del Gobierno Federal son títulos de deuda para el financiamiento del gasto público del gobierno federal, con el respaldo del patrimonio federal y sus facultades de exacción. Se emiten de manera permanente y se venden a través de los institutos de crédito, *se transan en bolsa* y su vencimiento es en su mayoría de 5 años. No requieren permiso de emisión por parte del Ministerio de Finanzas, y desde hace algún tiempo se usa con mucha frecuencia la subasta para su colocación. Son redimibles únicamente a su vencimiento, pagan intereses anualmente y no tienen restricciones sobre el comprador. Desde 1990 se emiten también títulos con interés variable. El Banco Federal (Bundesbank) realiza operaciones regularmente para influenciar el precio.

Los Papeles de Deuda del Gobierno Federal son títulos de deuda para el financiamiento del gasto público del gobierno federal, con el respaldo del patrimonio federal y sus facultades de exacción. Se emiten de manera permanente y se venden a través de los institutos de crédito, *no se transan en bolsa* y su vencimiento es de 6 y 7 años. Son redimibles únicamente a su vencimiento; los títulos a 6 años pagan intereses anualmente, mientras los títulos a 7 años tienen tasas de descuento. Estos títulos no pueden ser comprados por extranjeros.

Papeles de Financiamiento son títulos de deuda para el financiamiento del gasto público del gobierno federal, no pagan intereses y tienen el respaldo del patrimonio federal y sus ingresos por impuestos. Se emiten de manera permanente y se venden a través de los institutos de crédito, *no se transan en bolsa* y su vencimiento es en su mayoría de 1 a 2 años. Son redimibles

únicamente a su vencimiento, son papeles con descuento y no pueden ser adquiridos por extranjeros. Sobre el precio de estos papeles no incide el Bundesbank, ya que no son transados en bolsa.

Papeles con Descuento son títulos de deuda para el financiamiento del gasto público del gobierno federal, de instituciones estatales y de los estados federales; están respaldados por el patrimonio estatal y sus ingresos por impuestos. Se emiten de manera permanente y se venden libremente o por subasta, *no se transan en bolsa* y su vencimiento va desde 2 meses hasta 2 años. Son redimibles a su vencimiento, pero permiten redención parcial anticipada; son títulos con descuento y tienen restricciones para la compra por parte de extranjeros. Algunos títulos de deuda dentro de esta categoría son tomados a su vencimiento por el Bundesbank, bajo cierta reglamentación. (En Alemania todo título estatal que posea un vencimiento menor a dos años es un papel regulador del Mercado de Dinero y no se considera perteneciente al mercado de capitales).

Obligaciones de Tesorería son títulos para el financiamiento del gasto público en general. Se venden por subasta en el mercado regulado y su vencimiento va desde un año hasta 8 años. Son redimibles únicamente a su vencimiento, pagan intereses anualmente y no tienen restricciones sobre el comprador.

Bonos de deuda pública son títulos que corresponden a grandes créditos para el financiamiento del gasto público del estado en general, con el respaldo del patrimonio estatal y

sus ingresos por impuestos. Se ofrecen como bonos de deuda pública, no se transan en bolsa y su vencimiento va desde uno a 10 años. Son redimibles únicamente a su vencimiento, pagan intereses anualmente y tienen restricciones en muchas ocasiones para ser adquiridos por extranjeros.

ANEXO No. 2

Las características principales de los TES

Las características principales de los TES B son las siguientes:

Valor mínimo del principal:	\$500,000 por encima, en múltiplos de \$100,000 \$10,000,000 por cada agente colocador.
Emisión:	A la orden del tenedor.
Liquidez primaria:	Nula antes de su vencimiento. No existe redención anticipada ni amortizaciones.
Liquidez secundaria:	Libremente negociables en el mercado secundario por endoso y entrega. Están inscritos en las tres bolsas del país.
Tasa:	Hay dos modalidades: i) <i>tasa fija</i> nominal mas el margen de descuento negociado en las subastas ii) <i>tasa flotante</i> indizada con el IPC.

Tasas y plazos vigentes:

- 1 año al 31%
- 2 años al 30%
- 3 años al 29%.
- 5 y 7 años, a tasa flotante, que en promedio ha estado en el 8.5% (IPC + 8.5%).

Liquidación de intereses: Anuales, año vencido.

Rentabilidad: La tasa de corte de la subasta, menos la retención en la fuente, que será así sobre los intereses: 10% sobre el 70% de los intereses.

Sí se colocan con descuento en mercado primario:

6% para los TES de 1 año

5% para los TES de 2 años

4,2% para los TES de 3 años.

(Art. 3, Decreto 1512 de 1985)

Sí el destinatario es un establecimiento de crédito vigilado por la Superintendencia Bancaria, la retención en la fuente no es aplicable.

Cumplimiento:

El día siguiente a la subasta. Cuando la fecha de emisión de los títulos no coincida con la fecha de cumplimiento, la fecha de emisión será la del primer día del mes en que se hace la subasta, si no se informa previamente lo contrario .

VII. Bibliografía

Alexander William E., Tomás J.T. Baliño y Charles Enoch (1995), "The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy", International Monetary Fund, Occasional Paper 126, Washington D.C.

Atkinson Anthony y Joseph Stiglitz (1989), *Lectures on Public Economics*, McGraw Hill.

Bikhchandani Sushil et al (1993), "U.S. Treasury Securities Market", The Scholars Assessment Volume 1, A MIDAMERICA Institute Research Project, Abril.

Batten Dallas et al. (1990), "The Conduct of Monetary Policy in th Major Industrial Countries. Instruments and Operating Proccedures", International Monetary Fund Occasional Paper No. 70, Julio.

Blanchard Oliver L y Stanley Fischer (1988), "Lectures on Macroeconomics", The MIT Press.

Caprio Gerard y Patrick Honohan (1991), "The Use of Market Instruments for Monetary Policy" en "Monetary Policy Instruments for Developing Countries" editado por Gerard Caprio y Patrick Honohan, A World Bank Symposium, World Bank.

Caranza Cesare (1991), "Impact of Government Deficits on Monetary Policy: The Case of Italy", en "Monetary Policy Instruments for Developing Countries", editado por Gerard Caprio y Patrick Honohan.

Carrasquilla Alberto (1993), "Financiamiento del Sector Público", Debates de Coyuntura Económica No. 28, Fescol-Fedesarrollo.

Castellanos Jorge (1993), "Hacia una Nueva Estrategia de Manejo del Crédito Público", Debates de Coyuntura Económica No. 28, Fescol-Fedesarrollo.

Chibber Ajai y Mansoor Dailami (1990), "Fiscal Policy and Private Investment in Developing Countries. Recent Evidence and Key Selected Issues", Policy, Research and External Affairs Working Papers No.559, World Bank, Washington. December.

Commerzbank (1990), "Der deutsche Rentenmarkt. Struktur, Emittenten und Abwicklung".

Deaton Angus y John Muellbauer (1980), "An Almost Ideal Demand System", *American Economic Review*, Vol. 70 No. 3, pag. 312-325.

Deutsche Bundesbank (1989), "Geldpolitische Aufgaben und Instrumente", Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank No. 7.

Perry Guillermo, Carrasquilla Alberto, Castellanos Jorge (1993), "Políticas de Financiamiento del Sector Público" en *Debates de Coyuntura Económica*, Fedesarrollo, No.28, Santafé de Bogotá. Julio.

Pindyck Robert S. y Daniel L. Rubinfeld (1991), "Econometric Models and Economic Forecasts", McGraw Hill International, tercera edición.

Queiroz Carlos Alberto (1991), "Monetary Management with High Inflation: The Brazilian Experience", en "Monetary Policy Instruments for Developing Countries", Caprio Gerard y Patrick Honohan editores.

Quintyn Marc (1994), "Government Securities versus Central Bank Securities in Developing Open Market Operations - Evaluation and Need for Coordinating Arrangements", International Monetary Fund, Working Paper WP/94/62.

Rojas-Suarez Liliana y Steven Weisbrod (1995), "Achieving Stability in Latin American Financial Markets in the Presence of Volatile Capital Flows", Inter-American Development Bank, Working Paper Series 304, Washington, D.C.

Rhoads John (1978), "El Financiamiento del Deficit Fiscal en Estados Unidos", Ensayos CEMLA 41.

Sargent Thomas J. (1987), *Macroeconomic Theory*, Academic Press, second edition.

Sundararajan V., Peter Dattels, Ian S. McCarthy, Marta Castello-Branco y Hans J. Blommestein (1994), "The Coordination of Domestic Public Debt and Monetary Management in Economies in Transition - Issues and Lessons from Experience", International Monetary Fund, Working Paper WP/94/148.

Ter-Minassian Teresa, Pedro P. Parente y Pedro Martinez-Mendez (1995), "Setting up a Treasury in Economies in Transition", International Monetary Fund, Working Paper WP/95/16.