

**EFFECTOS EN LA RENTABILIDAD DE LOS BONOS DE DEUDA PÚBLICA A  
PARTIR DE LAS DECISIONES POLÍTICAS Y SUCESOS SOCIO –  
ECONÓMICOS EN COLOMBIA**



UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE BUCARAMANGA  
1952

JAIME ALEJANDRO SABOGAL URIBE  
LISBETH CAROLINA QUIÑONEZ MANRIQUE

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE BUCARAMANGA  
FACULTAD DE INGENIERÍA FINANCIERA  
BUCARAMANGA

2005

**EFFECTOS EN LA RENTABILIDAD DE LOS BONOS DE DEUDA PÚBLICA A  
PARTIR DE LAS DECISIONES POLÍTICAS Y SUCESOS SOCIO –  
ECONÓMICOS EN COLOMBIA**

Línea de Trabajo:  
Inversiones

JAIME ALEJANDRO SABOGAL URIBE  
CÓDIGO: 11299588  
LISBETH CAROLINA QUIÑONEZ MANRIQUE  
CÓDIGO: 11299568

Proyecto de grado para optar al título de  
Ingeniería Financiera.

Asesor:  
SERGIO PALENCIA  
Docente

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE BUCARAMANGA  
FACULTAD DE INGENIERÍA FINANCIERA  
BUCARAMANGA  
2005

Nota de aceptación:

---

---

---

---

---

---

---

Presidente del Jurado

---

Jurado

---

Jurado

Bucaramanga, Mayo de 2005.

A Dios, por ser quien dirige mis acciones y me brinda la fortaleza para cumplir mis metas.

A mis padres, Elizabeth y Eduardo, por ser las personas que apoyan y orientan mi vida.

A mi hermano, Cristian, por ayudarme en tiempos difíciles.

A Cesar T., por ser una persona incondicional conmigo.

**Lisbeth Carolina**

A Dios, ser supremo, por inspirarme en la búsqueda de una mejor calidad de vida.

A mis padres, por apoyarme en todos los sentidos y formar en mí una persona valiosa para la sociedad.

*Jaime Alejandro*

## ***AGRADECIMIENTOS***

Los autores expresan sus agradecimientos a:

Universidad Autónoma de Bucaramanga, Facultad de Ingeniería Financiera, por los conocimientos impartidos durante toda la carrera.

Dr. Sergio Palencia, Docente, por su valiosa dirección y motivación, gracias a los cuales se elaboró el presente proyecto.

Banco Tequendama, por facilitar tiempo e información para el desarrollo del presente estudio.

## CONTENIDO

	pág.
INTRODUCCION	1
1. LA DEUDA PÚBLICA EN COLOMBIA	2
1.1 DEFINICIÓN	2
1.2 INDICADORES	2
2. INVERSIÓN EN RENTA FIJA	6
2.1 DEFINICIÓN	6
2.2 BENEFICIOS	6
2.3 EXPERIENCIA INTERNACIONAL	6
3. EL MERCADO DE LOS TES	8
3.1 ORIGEN	8
3.2 DEFINICIÓN	8
3.3 TIPOS	9
3.3.1 Títulos de Tesorería Clase A.	9
3.3.2 Títulos de Tesorería Clase B.	9
4. VARIABLES QUE AFECTAN EL COMPORTAMIENTO DE LOS TES	11
4.1 VARIABLES INTERNAS	11
4.2 VARIABLES EXTERNAS	27
4.3 ESTRATEGIAS DE INVERSION	31
5. LA CRISIS DEL 2.002: UN CLARO EJEMPLO DE LAS VARIABLES QUE AFECTAN EL COMPORTAMIENTO DE LOS TES	33
5.1 ANTECEDENTES	33
5.2 HISTOGRAMA	35
5.3 CONSECUENCIAS	37
6. PERSPECTIVAS PARA EL AÑO 2.005	38

6.1 TENDENCIAS DE LAS VARIABLES QUE AFECTAN EL COMPORTAMIENTO DE LOS TES	38
6.2 POSIBLES ESCENARIOS	42
6.2.1 Escenario optimista.	42
6.2.2 Escenario probable.	43
6.2.3 Escenario pesimista.	46
CONCLUSIONES	48
BIBLIOGRAFÍA	50

## LISTA DE FIGURAS

	pág.
Figura 1. Ingresos totales vs. Gasto total del SPNF (% del PIB).	3
Figura 2. Evolución saldo deuda total del GNC.	5
Figura 3. Evolución del I-TES y de la TRM.	13
Figura 4. Estacionalidad del I-TES UVR.	16
Figura 5. Comportamiento del I-TES UVR y del I-TES TF.	16
Figura 6. Evolución de la producción industrial, de la confianza del consumidor y del I-TES.	18
Figura 7. Evolución del I-TES y del riesgo país medido con el Spread del EMBI.	22
Figura 8. Evolución de los volúmenes negociados por el SEN.	23
Figura 9. Evolución de la tasa de expansión del Banco Central, de la tasa interbancaria y del I-TES.	25
Figura 10. Comportamiento de la tasa FED y el EMBI spread para el período 1994 - 1995.	28
Figura 11. Spreads base 100 enero del año 1.998.	30
Figura 12. Comportamiento Brasil versus Colombia durante la crisis del 2.002.	31
Figura 13. Comportamiento de los TES y la TRM en la crisis del 2.002.	34
Figura 14. Histograma del I-TES (enero / 02 – marzo / 03).	35

## RESUMEN

El estudio de los hechos y situaciones sociales, políticas y económicas, a nivel nacional y en países con una alta influencia en los TES de Colombia, permite identificar las variables internas como la TRM, la inflación, el SEN, el Déficit Fiscal, el Riesgo País y Políticas Gubernamentales (Políticas Monetarias y Fiscales) y externas como los bonos del Tesoro de Estados Unidos y el vecindario, para analizar como afectan de manera directa en el comportamiento de los bonos de deuda pública colombianos.

El inversionista local toma la TRM como la variable que mas incide en sus decisiones, mientras tanto, para el inversionista extranjero el riesgo país y el déficit fiscal, se convierten en los datos preponderantes para adquirir títulos de deuda pública en un territorio determinado.

La mejor estrategia para una inversión en el mercado de deuda pública, es estar actualizado permanentemente en noticias y hechos locales o internacionales, a través de servicios especializados de información, que generen cifras y aconteceres en tiempo real, lo cual permitirá tomar posición en el momento indicado.

Las políticas monetarias y fiscales son fundamentales para controlar la excesiva volatilidad en el mercado de los TES. Unas acciones bien ejecutadas pueden corregir o disminuir una tendencia pronunciada, por el contrario unas decisiones erróneas pueden acrecentar un comportamiento al alza o a la baja de manera sustancial.

Existen economías como la de los Estados Unidos y la de Brasil que inciden fuertemente en el comportamiento del precio de los TES en Colombia, por el

contrario economías pequeñas de países vecinos no tienen una influencia directa sobre el comportamiento del mercado de deuda pública de la nación.

Con base en esta información, se proyectaron los posibles escenarios con su respectivo análisis, lo que permitió percibir las factibles tendencias en el precio de los TES causadas por la influencia de las variables macroeconómicas en conjunto tanto a nivel nacional como a nivel internacional.

## **PALABRAS CLAVES**

Bonos - Deuda pública – TES – Variables internas y/o externas.

## **INTRODUCCIÓN**

El análisis del comportamiento de los bonos de deuda pública TES, se realiza con el fin de conocer los efectos directos que tienen en ellos, los hechos sociales, políticos y económicos, a nivel nacional e internacional; pues, aunque los TES son altamente sensibles, están siendo incluidos con mayor frecuencia en los portafolios financieros en Colombia.

Esta investigación, permite satisfacer la necesidad de explicar el comportamiento de los títulos de renta fija bonos del Gobierno TES, que manifiestan tener los estudiantes y profesionales, específicamente en el área de las finanzas, para disminuir la incertidumbre al realizar o analizar este tipo de inversión.

Con base en artículos de diferentes medios especializados como el Banco de la República, Corfinsura, Suvalor, DANE, BVC, SEN y la Corporación Financiera del Valle, entre otros, se recopila información de los sucesos económicos acaecidos

en los últimos años en Colombia, para conformar una base de datos puntual, necesaria para argumentar el comportamiento de los TES en el país.

Inicialmente, se estudian los hechos y situaciones sociales, políticas y económicas sucedidas en la historia, tanto a nivel nacional como en países con un alto vínculo económico y comercial con Colombia. Seguidamente, se identifican las variables internas y externas, que afectan el comportamiento de los TES, relacionado los acontecimientos que tienen repercusiones sobre las inversiones de renta fija en Colombia. Finalmente, se proyectan los posibles escenarios que sirven de base para diseñar estrategias que permitan enfrentar los cambios de las variables que afectan el comportamiento de los TES.

## **1. LA DEUDA PÚBLICA EN COLOMBIA**

### **1.1 DEFINICIÓN**

La deuda pública son las obligaciones contraídas por el Estado, ya sea a nivel interno o externo. La deuda pública interna es la adquirida por personas naturales o jurídicas en el ámbito nacional, normalmente mediante la emisión de títulos valores colocados en el mercado.

### **1.2 INDICADORES**

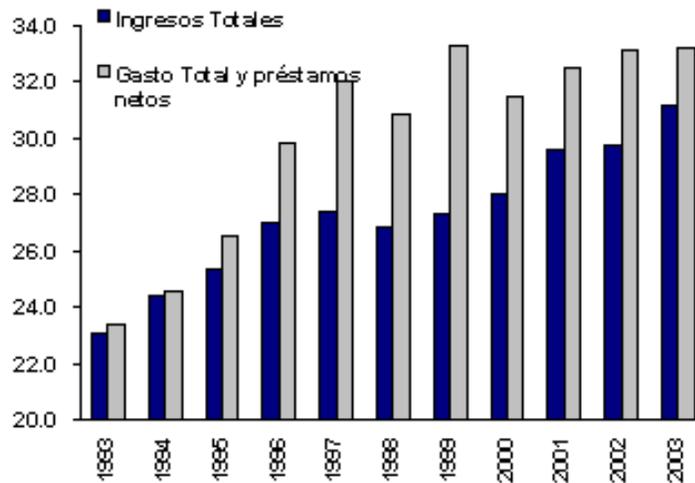
A continuación, se presentan los indicadores más significativos del Sector Público No Financiero SPNF, que está conformado por el Gobierno Nacional Central GNC, empresas industriales y comerciales del Estado, empresas públicas locales y nacionales y los gobiernos locales.

Es claro que Colombia, a través de los años no ha tenido unas finanzas públicas adecuadas y el endeudamiento estatal crece día a día; razón por la cual, se hace necesario tomar medidas fiscales para tratar de minimizar este problema.

No obstante, este problema no está relacionado con los ingresos, los cuales han ido creciendo en buena medida en los últimos años, a partir de decisiones del Estado, sobre todo en materia tributaria. El gasto colombiano en la últimas décadas ha tenido un crecimiento porcentual mucho mayor que el de los ingresos, trayendo consigo que año tras año el desfase aumente y provoque un efecto avalancha, debido a que el gasto de cada período va sumado a los intereses generados por deuda de períodos anteriores, deuda que a su vez nunca puede ser amortizada, debido a que no le queda saldo al Gobierno porque se gasta más de lo que se recibe. A su vez, se adquiere más deuda para poder cumplir con ciertas obligaciones inaplazables, lo cual hace que sólo en intereses se vea un crecimiento, ni siquiera aritmético sino geométrico, de la deuda del país.

Pese a este escenario poco alentador, se puede vislumbrar un correcto manejo del Gobierno en cuanto a la deuda pública colombiana, siempre y cuando se genere un saldo positivo en la balanza de ingresos y gastos, sin tener en cuenta los intereses generados por deuda, adquirida por administraciones anteriores, en su mayoría. Esta ecuación, que no tiene en cuenta los intereses, es lo que se llama superávit o déficit primario, punto de partida para dar un fuerte golpe en el comportamiento de las finanzas públicas; en el momento en que el Gobierno empiece a generar un saldo positivo en este ítem, se puede revisar la forma como está estipulada la deuda del país y así mismo tratar de amortizar intereses, lo cual podría reducir el déficit de la deuda estatal (Véase Figura 1).

Figura 1. Ingresos totales vs. Gasto total del SPNF (% del PIB).



Fuente: Ministerio de Hacienda. Bogotá, 2.003.

Actualmente, el Gobierno necesita que se aprueben las reformas estructurales que ha planteado; es decir, la reforma pensional, la ley de Estatuto Orgánico del Presupuesto y otros proyectos que ayudarán a que el gasto actual del Estado se reduzca y en un futuro sea posible generar un superávit primario. Esta es una necesidad imperativa del Gobierno, pues en primer lugar ya se agotaron los fondos del ISS, destinados al pago de pensiones, así que de aquí en adelante le tocará asumir ese rubro incrementando sus gastos de forma significativa. Por otro lado, el Estatuto de Presupuesto es necesario, pues con el paso del tiempo rubros como las transferencias territoriales y los sueldos de trabajadores del sector público han ido creciendo a un ritmo muy acelerado, es hora de tomar medidas para que los gobiernos descentralizados generen más ingresos por sí mismos y el sector oficial reduzca sus salidas de efectivo, a través de reestructuraciones en varios de sus entes.

Uno de los hechos que ha incrementado los gastos del Gobierno nacional a partir de la Constitución de 1.991, fue la creación de algunas entidades públicas que han generado un gasto mayor al Estado, en comparación con los beneficios que han entregado. Algunas de estas son: Corte Constitucional, Defensoría del Pueblo,

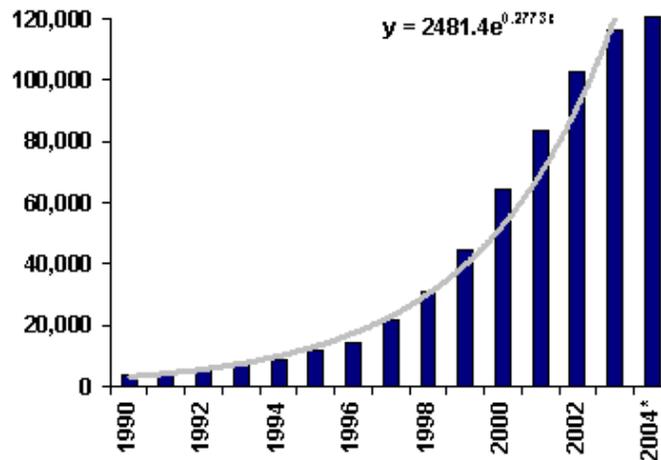
Fiscalía General de la Nación, Comisión Nacional de Televisión, Ministerio del Medio Ambiente, Consejo Nacional Electoral, entre otras.

Debido a varios factores, como los mencionados anteriormente, el Gobierno está implementando las privatizaciones, liquidaciones o reestructuraciones, para generar entradas de dinero que alivien la balanza actual de las finanzas públicas.

Por otra parte, si se analiza el comportamiento por si solo del Gobierno nacional, las cifras son todavía más escalofriantes, mientras el sector descentralizado que compone el SPNF en Colombia presenta un superávit de un 2,5% del PIB, el GNC presenta un déficit de 5,4% del PIB, lo cual permite observar que el principal problema proviene del GNC; pues el sector centralizado tiene unas cifras muy aceptables que ayudan a financiar en parte al Gobierno.

A mediados del año 2.004 la deuda del GNC alcanzaba los 120 billones de pesos, de los cuales casi un 55% pertenecían a deuda interna y el 45% restante a deuda externa. Así mismo, para el año 1.990 el monto de la deuda total del Gobierno ascendía a 3,5 billones, lo que permite observar que la deuda del Gobierno se ha venido incrementando casi en un 29% anual, para este período de tiempo. A este ritmo, el desajuste se puede tornar inmanejable; por esta razón al Gobierno debe ser más estricto en ciertas medidas que se han adoptado, por consiguiente, se hacen necesarias algunas políticas fiscales que ayuden a mejorar estas cifras, a mediano y largo plazo, para convertir en sostenible la deuda pública colombiana (Véase Figura 2).

Figura 2. Evolución saldo deuda total del GNC.



Fuente: Ministerio de Hacienda. Bogotá, 2.003.

Otra de las estrategias que ha usado el país en los últimos años, es convertir deuda pública externa en interna, para no verse afectado por las severas repercusiones de períodos de devaluación del peso frente al dólar, épocas en las cuales el valor real de la deuda externa se ha incrementado en forma considerable.

## 2. INVERSIÓN EN RENTA FIJA

### 2.1 DEFINICIÓN

Los instrumentos de renta fija, reciben este nombre porque prometen una serie de pagos en fechas específicas, durante un período futuro. Las inversiones en renta fija, son aquellas realizadas en títulos representativos de deuda, que dan a quien las posea, el derecho de percibir un ingreso. La rentabilidad de la inversión está dada por una tasa fija de interés pactada para todo el período de duración de la inversión, tales como CDT, TES, BONOS, titularizaciones, entre otros. Sin

embargo, algunos títulos de renta fija están asociados a un indicador, que generalmente es variable como DTF, TCC, IPC, UVR, entre otros; pero, se considera renta fija por su naturaleza.

## 2.2 BENEFICIOS

Las inversiones de renta fija traen consigo las siguientes ventajas:

- Permiten cruce de demanda y oferta de fondos de largo plazo.
- Permite el crecimiento de otros tipos de servicio especializado.
- Permite la diversificación de los portafolios.

## 2.3 EXPERIENCIA INTERNACIONAL

A nivel internacional, se pueden observar tres grupos en cuanto al nivel de desarrollo de los mercados de las inversiones en renta fija<sup>1</sup>:

- **Primer grupo.** Países con mercados desarrollados, que tienen las características de profundidad y liquidez.
  
- **Segundo grupo.** Países en proceso de desarrollar este mercado como México, Brasil, Chile, Colombia y Argentina, con avances en el desarrollo de mercados de renta fija gubernamentales, aunque el proceso está lejos de concluir.
  
- **Tercer grupo.** Países con pequeñas economías, donde el tamaño del sistema financiero no tiene la infraestructura necesaria, para desarrollar un mercado de renta fija.

---

<sup>1</sup> DEL VALLE, Clemente. FMI. Developing bond markets: a comprehensive view. Estados Unidos, 2.002.

### **3. EL MERCADO DE LOS “TES”**

#### **3.1 ORIGEN**

Los TES fueron introducidos como mecanismo de financiación interna del Gobierno, mediante la Ley 51 de 1.990 y administrados por el Banco de la República.

Los objetivos principales de las emisiones de TES son:

- Financiamiento a mediano y largo plazo, para el presupuesto nacional.

- Crear un nuevo instrumento de regulación monetaria.
- Incentivar el ahorro público.
- Profundizar en el mercado de capitales.

### **3.2 DEFINICIÓN**

Los TES son los títulos de deuda pública interna emitidos por el Gobierno Nacional, por medio de los cuales puede financiar sus gastos o proyectos de inversión, sin necesidad de recurrir a agentes externos. Debido a esto, se dice que es una de las mejores formas que tiene el Estado para captar recursos del mercado, sin necesidad de endeudarse a tasas más altas con terceros.

El Ministerio de Hacienda es el encargado de realizar las colocaciones primarias de TES, por medio de los creadores de mercado, los cuales son algunas entidades financieras que cumplen con los requisitos fundamentales y que se encargan de negociar estos títulos en el mercado secundario.

Estos títulos no permiten tener liquidez primaria antes de su vencimiento y su negociación en el mercado secundario es libre. El plazo lo determina el Gobierno, de acuerdo a las necesidades que se tengan para el cumplimiento del presupuesto u otras necesidades de tesorería, sin dejar de lado la adecuada regulación del mercado monetario. Su plazo fluctúa entre uno y diez años. El rendimiento también es determinado por el Estado, a partir de las tasas del mercado para el día de los mismos. Dichos títulos pueden ser emitidos a una tasa fija, indexados al IPC, emitidos en UVR o en dólares. Los TES pueden fijarse a tasa fija o tasa variable, ambos tipos de tasas tendrán establecidos un período de maduración y un período para el pago de intereses. Los títulos en tasa fija deben pagar un interés fijo anual, definido con la tasa del cupón el día de su salida en el mercado primario; por su parte, los de tasa variable tienen sus rendimientos anexados a variables como el IPC.

### 3.3 TIPOS

**3.3.1 Títulos de Tesorería Clase A.** Fueron emitidos por el Gobierno Nacional el 7 de octubre del año 1.993 y expedidos en su totalidad a favor del Banco de la República. Se utilizaron para cubrir el pasivo existente con el Banco de la República y sustituir a su vencimiento, la deuda contraída en OMAS, a través de Títulos de Participación creados con base en las resoluciones 28/96 y 50/90. Actualmente no existen en el mercado.

**3.3.2 Títulos de Tesorería Clase B.** Destinados a la financiación de la Nación (apropiaciones presupuestales y operaciones temporales de tesorería del Gobierno Nacional), para sustituir a su vencimiento los TAN y emitir nuevos títulos para reponer los que se amorticen o deterioren, sin exceder los montos de emisión autorizados. Actualmente, sólo se emiten los siguientes Títulos de Tesorería Clase B:

- **Títulos de Tesorería Clase B a Tasa Fija (en pesos).** Tienen como objetivo obtener recursos para financiar el presupuesto nacional y efectuar operaciones temporales de tesorería del Gobierno Nacional. Son denominados en pesos colombianos y su plazo es de 90 días hasta 10 años.
- **Títulos de Tesorería Clase B a Tasa Fija (en dólares).** Son denominados en dólares de EE.UU y su plazo al vencimiento es de uno o más años calendario.
- **Títulos de Tesorería Clase B a Tasa Fija (en UVR).** Son denominados en UVR y su plazo al vencimiento es de tres o más años calendario.
- **Títulos de Tesorería Clase B a Tasa Variable (indexados al IPC).** Los recursos obtenidos a través de su colocación se utilizan para la financiación de

mediano y largo plazo, de los gastos que estén incorporados dentro del presupuesto nacional. Son denominados en pesos colombianos y su plazo es de uno a más años calendario.

- **Títulos de Tesorería Clase B Mixtos.** Introducidos al mercado colombiano en octubre del año 1.998, cuya característica fundamental y distintiva es la combinación de tasa fija y variable, para el pago de sus rendimientos. Tienen fecha única de emisión y un plazo de diez años contados a partir de la misma; los dos primeros años, serán títulos de renta fija a tasa fija y los ocho años restantes, se constituirán en títulos de renta fija a tasa variable. Durante los dos primeros años tienen una tasa efectiva anual año vencido establecida por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público; los últimos ocho años devengan un rendimiento anual correspondiente a un margen fijo sobre saldos de capital, los cuales se incrementan anualmente en el porcentaje que determine el IPC anualizado.

## 4. VARIABLES QUE AFECTAN EL COMPORTAMIENTO DE LOS TES

### 4.1 VARIABLES INTERNAS

A continuación, se exponen las variables internas que afectan en comportamiento de los TES:

- **TRM.** Se considera como el promedio diario del precio de compra y venta de dólares, de las operaciones realizadas por las entidades financieras en las principales ciudades del país. Mide el precio relativo entre dos monedas (el dólar y el peso colombiano), de ahí su nombre: tasa representativa del mercado.

En el momento en que la TRM muestra que la moneda local (el peso) pierde poder adquisitivo contra la moneda extranjera (dólar), se presenta el fenómeno conocido como devaluación, la cual puede ser originada por muchas causas como la incertidumbre económica, la fuga de capitales del mercado nacional, la caída de las exportaciones, entre otros factores.

Actualmente, se considera la TRM como una variable fundamental en el comportamiento de los precios de los TES, debido al grado de correlación que han presentado a lo largo del tiempo; razón por la cual, los agentes del mercado se guían por este indicador, para buscar oportunidades de inversión en el mercado de deuda pública colombiano.

A continuación, se analizan los efectos sobre las tasas de los TES generados por las variaciones de la TRM:

Si el valor de la TRM aumenta, el peso (moneda local) se está devaluando en relación con el dólar, por consiguiente se dice que dicha moneda se está haciendo más fuerte en relación con la nacional. Si ésta tendencia continúa se podrán comprar más pesos con los mismos dólares. A partir de esto, los inversionistas que tienen títulos en moneda local, consideran una mejor oportunidad de negocio invertir en la moneda que se está haciendo fuerte, por esto liquidan sus papeles denominados en pesos, para adquirir papeles denominados en dólares. Esta liquidación masiva de TES, trae consigo una mayor oferta que demanda de este tipo de bonos; debido a esto la mayoría de los agentes siguen cambiando títulos de deuda en moneda local por extranjera, esta falta de demanda por los papeles nacionales hace que el precio de los TES baje aumentando las rentabilidades de los mismos. Otra consecuencia es que la deuda externa del país se encarece, lo que hace más difícil cumplir con los pagos establecidos en deuda foránea y a su vez, complica las proyecciones que se tienen en cuanto a déficit fiscal se refiere.

Con base en esto, se puede concluir que la TRM tiene una alta correlación negativa con respecto al precio de los TES. Para apreciar esto, se analiza el comportamiento de los precios del I-TES de Corfinsura y Suvalor, comparado con el valor de la TRM en el período comprendido entre el mes de mayo del año 2.002 y el mes de mayo del año 2.004, donde se pueden ver las variaciones más significativas de ambos (Véase Figura 3).

Figura 3. Evolución del I-TES y de la TRM.



Fuente: Cálculos CORFINSURA y SUVALOR con base en datos de Superbancaria y Banco de la República (informe anual de deuda pública 2004).

Como se puede observar, la TRM presenta tendencias contrarias al precio de los TES. La TRM ejerce impacto en los TES, más por expectativas que por flujos reales; ya que, dichos flujos en realidad ocurren cuando las variaciones son significativas, pero cuando son leves no se liquidan títulos en el mercado, para cambiarse de denominación por variaciones mínimas.

- **Inflación.** Se considera como el aumento generalizado del nivel de precios de la economía, por consiguiente se pueden adquirir menos bienes y servicios con la misma cantidad de dinero. La inflación genera la pérdida de poder adquisitivo de la moneda. Muchos atribuyen este fenómeno a un desequilibrio entre la oferta y la demanda, generado por factores macroeconómicos que influyen en el comportamiento del país. La inflación es calculada mensualmente por el Departamento Nacional de Estadística DANE, a partir de una canasta básica de bienes y servicios para las familias de ingresos medios y bajos. Con base en ésta canasta se calcula el Índice de Precios al Consumidor IPC, cuya variación porcentual periódica es la que determina la inflación.

El IPC mide un conjunto de bienes representativos, que simbolizan el posible consumo de las familias promedio en el país; además, le provee al Estado la información necesaria, para encaminar algunas políticas que ayuden al control del déficit inflacionario.

La inflación presentada de una manera controlada no es tan desfavorable como se piensa; así, cuando un país presenta un crecimiento económico significativo esto se ve reflejado en un moderado aumento del IPC, si la economía ha sido bien orientada. Hace años, algunos países como Japón presentan tasas inflacionarias negativas, lo cual no es un signo de bienestar sino de una economía que no crece como en años anteriores, según las expectativas; por consiguiente, al no haber crecimiento económico no existe progreso generalizado entre sus habitantes, debido a que los sectores de la economía no tienen resultados satisfactorios.

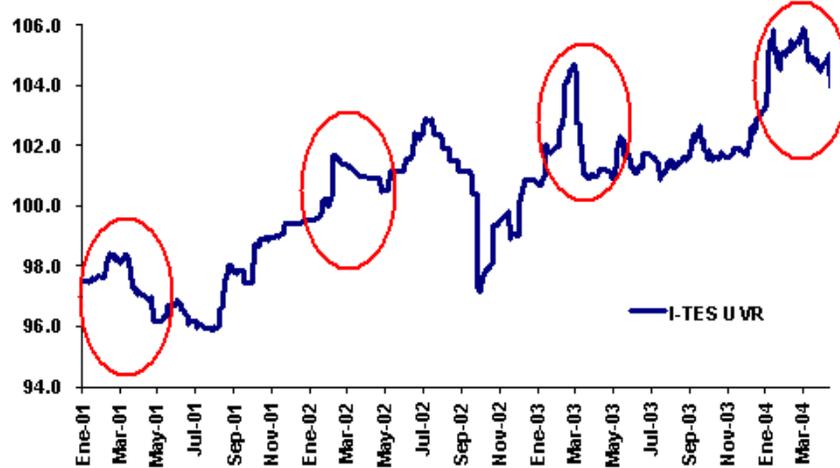
Es necesario señalar que las consecuencias de la inflación en los TES no es igual en todos los casos, depende de si están pactados a tasa fija o si se toman indexados a una tasa variable.

Los TES de tasa fija, que son los más negociados en el país, son afectados por la inflación, así: en períodos de alta inflación las familias pierden poder adquisitivo, esto hace que el consumo baje y se afecte de manera directa la demanda de bienes y servicios. Es claro que al haber menos demanda, los oferentes deben producir menos para satisfacer las necesidades del mercado. Esta reacción hace que el PIB no crezca al ritmo esperado por el Estado y no haya un crecimiento económico, que permita mejorar las condiciones de déficit que se presentan normalmente en la Nación; a su vez, las empresas que no generan los márgenes de rentabilidad deseados deben pagar menos obligaciones tributarias al Gobierno, es decir los impuestos que son la base de los ingresos que recibe el Estado, para poder cumplir con sus obligaciones y disminuir el déficit fiscal. El crecimiento del déficit fiscal lleva a incumplir con el presupuesto del Estado, pues no se generan

los ingresos necesarios para pagar los gastos e intereses de las deudas adquiridas. Por consiguiente, el inversionista extranjero no invierte en un país cuya economía no es sólida o por lo menos estable; menos si se han incumplido los compromisos con entes como el FMI y el BID. El riesgo de los TES sube y por consiguiente, su precio baja. Todas estas situaciones se dan porque los inversionistas no se interesan en adquirir títulos de deuda pública colombianos, lo que causa una baja sustancial en la demanda de TES y por ende en su precio, conduciendo a un alza en las tasas. Esta alza se fundamenta en que, para poder negociar un título valor poco atractivo, se deben ofrecer mejores tasas de rentabilidad.

Los TES indexados a variables como el IPC o la UVR, son afectados por la inflación así: un alto efecto inflacionario nunca será positivo para la economía del país, pero teniendo en cuenta esto, se debe sacar algún provecho de meses o épocas del año, en los que generalmente se presentan índices de inflación más altos. De acuerdo con las estadísticas, los primeros meses del año presentan las inflaciones más altas del año, generalmente a causa de que se generan los incrementos en los precios de la economía; alzas en sectores como la educación, la vivienda y productos como la gasolina, son motores de este comportamiento. Por otra parte, el comportamiento de los papeles del Gobierno denominados en UVR muestra cierta estacionalidad, la cual está particularmente asociada al desempeño de la inflación mensual. Las estaciones de alzas o pequeños rally en los TES UVR se dan en los primeros meses del año; es decir, cuando la inflación es más alta y los inversionistas buscan obtener mayores rentabilidades, por la valorización de la UVR atada a la inflación (Véase Figura 4).

Figura 4. Estacionalidad del I-TES UVR.



Fuente: SEN, SUVALOR y CORFINSURA.

No obstante, el resto del año los bonos indexados a variables como la UVR y el IPC se comportan con una tendencia similar a los de renta fija, siempre y cuando no existan períodos con una inflación muy alta; esto se puede observar al analizar el comportamiento de un TES UVR y otro de tasa fija, desde el año 2.001 hasta principios del año 2.004 (Véase Figura 5).

Figura 5. Comportamiento del I-TES UVR y del I-TES TF.



Fuente: SEN, SUVALOR y CORFINSURA.

Como se puede observar, en los tres primeros meses del año las tendencias de estos bonos son contrarias; en cambio, en el resto de meses tienden a mostrar un comportamiento homogéneo. Esto se debe a que en los meses de alta inflación el TES UVR sube de precio, mientras el de tasa fija baja. También se puede ver que en el período comprendido entre los meses de junio y noviembre del año 2.002, cuando ocurrió una crisis en el precio de los TES, los dos bonos tienen una caída en sus precios, con una tendencia muy similar, pero en diferente magnitud; ya que, la crisis golpeó más fuertemente a los TES de tasa fija. Este análisis es de gran valor, debido a que se está empleando como una estrategia de inversión actualmente, sacándole provecho a una situación que parecía ser perjudicial.

- **Crecimiento económico – PIB.** Se considera como el valor total de la producción corriente de bienes y servicios finales, dentro del territorio nacional, durante un lapso de tiempo determinado. Esta producción, incluye también las de los extranjeros residentes en el país, más no la de los colombianos que viven y trabajan en el exterior. El PIB es el índice preponderante para medir el crecimiento económico de la Nación, por esto su desempeño tiene mucho peso en el concepto del inversionista.

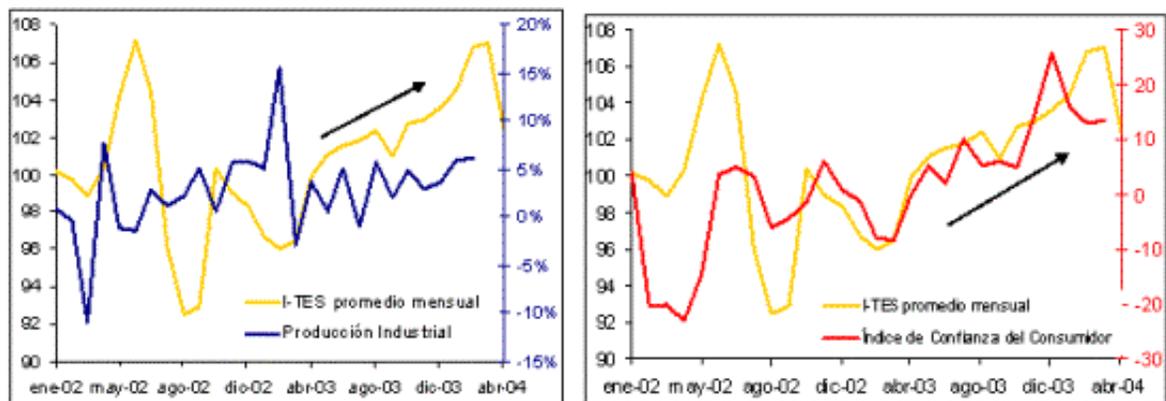
Siendo el PIB un ratio esencial del comportamiento económico de un Estado, se convierte en un indicador que genera un grado de confianza o desconfianza, acerca de la sostenibilidad financiera del país. Cuando el PIB crece, de tal forma que cumple o supera las expectativas presupuestadas, significa que existe una reactivación económica en el mercado colombiano; esto se refleja en estabilidad para los agentes extranjeros. Cuando se presenta una reactivación económica, lo normal es que las personas y las empresas mejoren sus ingresos, trayendo consigo el aumento del consumo y la inversión. De igual forma, las entidades financieras se ven beneficiadas y captan más recursos del público, recursos que a su vez son invertidos. Claramente se ha notado que esto fortalece la demanda en el mercado de los TES, por ser éstos los títulos favoritos de inversión de las

instituciones financieras, teniendo en cuenta su posicionamiento cuando se maneja la relación riesgo - rentabilidad.

Retomando la premisa de que un mayor crecimiento económico es visto favorablemente por los inversionistas extranjeros, por ser síntoma de estabilidad y de seguridad en el cumplimiento de las metas establecidas por el fisco y porque el crecimiento del PIB alivia el déficit fiscal, a través del recaudo de mayores impuestos generados por el incremento de las utilidades empresariales o por mayores transacciones entre los diferentes participantes de la economía. Dicha mejoría es importante; ya que, se tiene en cuenta para tomar la decisión de adquirir títulos de deuda pública en un país determinado.

A continuación, se muestra la comparación del comportamiento del I-TES tasa fija de Suvalor y Corfinsura con la producción industrial, suministrado por FEDESEARROLLO; a su vez, ese mismo comparado con el índice de confianza del consumidor, suministrado por la ANDI (Véase Figura 6).

Figura 6. Evolución de la producción industrial, de la confianza del consumidor y del I-TES.



Fuente: Cálculos CORFINSURA y SUVALOR con base en datos de Fedesarrollo, Andi y Banco de la República.

Con base en esta información, se puede establecer que en períodos donde hay mayor producción industrial, que ayudó al crecimiento del PIB, los precios de los bonos suben, sobre todo en períodos estables; caso contrario, al de mediados del año 2.002. A su vez, la relación es más significativa con el índice de confianza del consumidor.

Durante los últimos años, se ha notado un importante repunte de la actividad productiva en Colombia, lo que beneficia los precios de los TES, pues una mayor expansión del PIB tiene los siguientes efectos: se incrementa el recaudo fiscal del Gobierno por medio de los impuestos, esto significa que se reduce el riesgo crédito de los TES, lo que incrementa su precio (menor tasa de descuento incrementa el precio medido como valor presente neto); las utilidades de las empresas y el sistema financiero aumentan cuando la economía de Colombia crece, en este evento algunas empresas y en especial el sistema financiero, tienen más recursos que destinan a la compra de activos como los TES; el sistema financiero se fortalece, lo que incide en un incremento en el volumen de operaciones especulativas de las entidades y favorece, en la mayoría de los casos, el aumento de precios de los títulos del Gobierno por una mayor demanda, profundidad y liquidez en el mercado.

- **Déficit fiscal.** Se traduce como el resultado negativo en las cuentas del Estado. Ocurre cuando el gasto público es mayor a los ingresos y genera un desequilibrio que afecta la estabilidad económica de una nación.

La relación del déficit fiscal como proporción del PIB de Colombia, es uno de los indicadores con los que entes internacionales miden la efectividad de las políticas que el Gobierno ha hecho, para la mejora de las finanzas públicas y a su vez, determina un respaldo de organismos como el FMI y el BID, para los programas económicos impulsados por la administración actual.

El déficit fiscal del país da una noción sobre la capacidad que tiene el Estado, para cumplir a cabalidad con sus obligaciones, tanto internas como externas. Entre las obligaciones externas, se encuentra la deuda externa que se tiene primordialmente con EE.UU, país que ha financiado al país en muchas épocas de crisis, mediante importantes desembolsos de dinero. También se debe cumplir con los pagos de las deudas adquiridas con entes internacionales como el FMI y el BID, deudas que deben ser cubiertas o refinanciadas de alguna manera, para no cerrar las puertas con dichas instituciones, que proporcionan sus créditos a países que los requieren, siempre y cuando estén cumpliendo con las obligaciones actuales. Entre de las obligaciones internas, se encuentran las que componen el gasto público como las transferencias territoriales y los salarios de los empleados del sector público. Cuando la relación entre los ingresos y los gastos de una nación resulta inferior a lo presupuestado, indica que los ingresos del Gobierno no alcanzan para cubrir todos sus requerimientos, lo que no agrada a los inversionistas foráneos y trae consigo la liquidación de títulos de deuda emitidos en pesos colombianos; además, de no atraer nuevos inversionistas por el riesgo que representa un país con cifras poca alentadoras. Todo esto genera una disminución en el precio de los TES, debido a la poca demanda y la liquidación de los títulos existentes, que hace necesaria la intervención del Estado, mediante políticas para tratar de subsanar la confianza en la economía nacional. No obstante, si no se toman las medidas adecuadas, el déficit fiscal crecerá paulatinamente hasta que la situación sea insostenible. Por esta razón, las reformas requeridas deben ser estructurales, con el objeto de aliviar no sólo a corto plazo, las finanzas de la Nación.

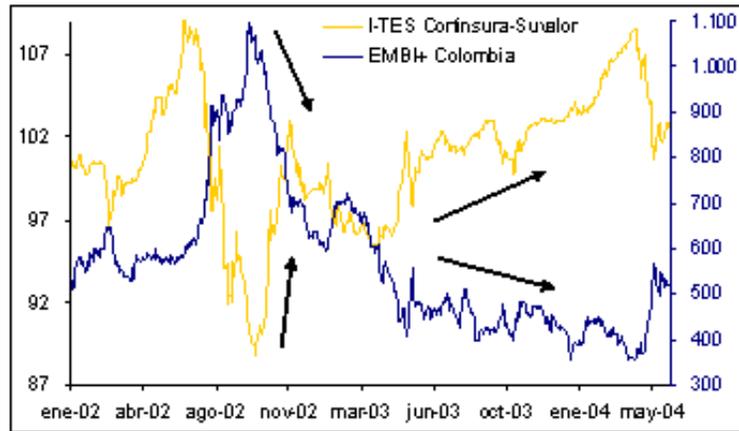
- **Riesgo país.** Es determinado por la confianza política, económica y social generada por un Estado, lo cual permite que los extranjeros tengan tranquilidad al invertir en el país. Cuando el riesgo país aumenta, los inversionistas dejan de adquirir títulos de deuda pública de ese país, pues su dinero no está seguro. Este riesgo puede aumentar por un déficit de la economía, por inestabilidad política, por

problemas sociales y hasta por aspectos de orden público, terrorismo, guerra desempleo, pobreza, entre otros.

La calificación del país es un elemento que manejan las firmas calificadoras de riesgo como Moody's, Standard and Poor's y Fitch, entre otras. El riesgo país medido por el Spread del Emerging Market Bond Index EMBI, es el sobre costo que debe pagar un Gobierno de un país emergente sobre la tasa de los bonos del Tesoro de EE.UU a diez años, para poder emitir bonos fuera del país. Es decir, el Spread del EMBI recoge el sentimiento de riesgo de los inversionistas en el mercado secundario, que de ser muy alto implicaría que esos tenedores de bonos exigirían una rentabilidad mayor a los papeles; en otras palabras, estarían dispuestos a pagar un menor precio por esos títulos. En la actualidad, la percepción de riesgo de los inversionistas extranjeros en las finanzas del Gobierno colombiano juega un papel muy importante en la definición de la tendencia de los precios de la deuda pública de Colombia.

Como se puede apreciar, subidas importantes del riesgo país (como la sucedida en el año 2.002), coincidieron con caídas fuertes en los precios de los TES. Así mismo, cuando la percepción de riesgo se reduce (como se observa en el período entre el mes de marzo del año 2.003 y el mes de abril del año 2.004), los precios de los títulos del Gobierno se favorecen, tal y como se nota en la acelerada valorización del ITES durante el período antes mencionado. Lo anterior puede ser consecuencia del Spread del EMBI, usado por los inversionistas de TES como referencia para tomar posiciones en títulos; y un Spread bajo que puede atraer a algunos agentes extranjeros a invertir en papeles de renta fija en Colombia (Véase Figura 7).

Figura 7. Evolución del I-TES y del riesgo país medido con el Spread del EMBI.



Fuente: CORFINSURA – SUVALOR. Bogotá, 2.004.

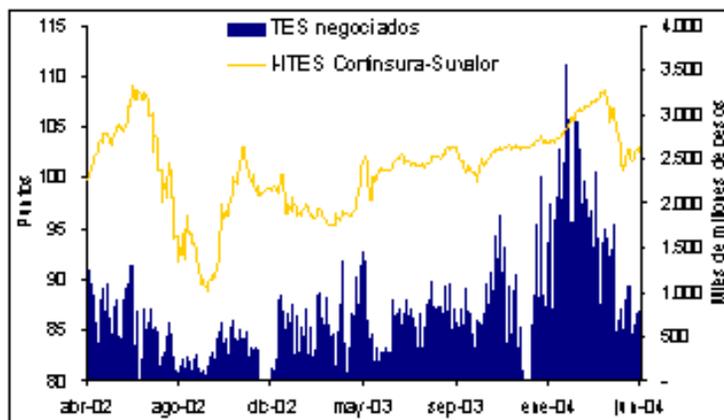
La relación entre el riesgo país y el precio de los TES es muy significativa, convirtiéndose ésta en una de las variables preponderante en el comportamiento de los bonos de deuda pública. Ningún inversionista extranjero toma decisiones de inversión en otro país, sin consultar la actualidad y las expectativas a futuro que hacen las firmas especializadas en calificar el riesgo país. De esta forma, se puede comprobar la relación negativa que existe entre el riesgo país y el precio de los TES.

- **Montos operados por el Sistema Electrónico de Negociación (SEN).** El SEN es un mecanismo electrónico centralizado de información para transacciones administrado por el Banco de la República, cuyo funcionamiento fue autorizado por la Superintendencia de Valores, mediante Resolución número 0528 del 21 de agosto de 1.998.

Teniendo en cuenta el reporte de los montos operados por el SEN en el año 2.004, se observa que el mercado secundario de deuda pública alcanzó sus máximos históricos de negociaciones de títulos entre los meses de enero y marzo. En este período las transacciones por TES superaron los \$3 billones en varias sesiones, lo que demostró la tranquilidad de los agentes en la evolución del

mercado secundario de deuda pública. Sin embargo, hubo una reducción considerable del monto de papeles negociados por el SEN, entre los meses de abril y mayo (no se superó el promedio diario de \$900 mil millones; mientras el promedio del año había sido de \$1,6 billones), como consecuencia la fuerte caída en la valorización de los TES (Véase Figura 8).

Figura 8. Evolución de los volúmenes negociados por el SEN.



Fuente: CORFINSURA – SUVALOR. Bogotá, 2.004.

Lo anterior, sumado a la evolución gráfica presentada, evidencia que a mayor monto negociado por el SEN se podría esperar una mayor valorización de los TES, lo que también se explica por una mayor profundidad del mercado.

- **Políticas gubernamentales.** Son el conjunto de decisiones que el Gobierno toma, para dirigir la economía nacional hacia las metas establecidas. Entre éstas se pueden destacar las políticas monetarias y las fiscales, como las que tienen mayor repercusión en el comportamiento de los TES.

Las **políticas monetarias** son un conjunto de medidas de la autoridad monetaria, cuyo objetivo principal es conseguir la estabilidad del valor del dinero y evitar desequilibrios prolongados en la balanza de pagos. Se concentran en el manejo de la cantidad de dinero y de las condiciones financieras, como las que se refieren

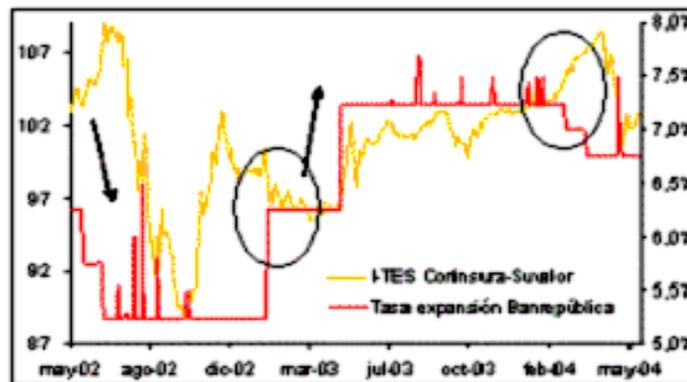
a tasas de interés, volúmenes de crédito, tasas de redescuento de encajes, entre otras. Están estrechamente ligadas a la política cambiaria, para el control de la cantidad de dinero y a la política fiscal, cuando la autoridad monetaria debe proveer créditos al sector fiscal o financiarle sus déficits presupuestarios. Los instrumentos utilizados por la política monetaria son las tasas de redescuento, las tasas de encaje, la emisión, controles sobre las tasas de interés y movimientos internacionales de capital, entre otros. Así mismo, la política del Banco Central en el ejercicio de su control del dinero, los tipos de interés y las condiciones crediticias, para lo que emplea instrumentos como las operaciones de mercado abierto, los requisitos de reservas y la tasa de descuento.

Una aplicación de la política monetaria se da cuando el Gobierno cambia sus tasas de expansión; es decir, la tasa que las entidades financieras deben pagar por tener acceso a liquidez temporal, que les brinda el Banco de la República, a través de los repos que se ofrecen por subasta. Dichos repos son las operaciones de recompra, por parte del Emisor, de los papeles que habían sido colocados dentro de las operaciones de mercado abierto por el mismo. Las tasas de expansión son ajustadas por el Gobierno como política monetaria, para mantener la economía estable ante sucesos eventuales. Cuando las tasas de expansión son incrementadas por el Banco de la República, esto trae consigo una baja en el precio de los TES, que es ocasionada por la forma en que invierten los agentes en el país, la mayoría de éstos adquieren pesos endeudándose a unas tasas más bajas que las que pagan los TES y la invierten en estos títulos de deuda, generando alguna rentabilidad; así, cuando suben las tasas de referencia hacen que se baje la demanda y el precio de los TES, porque no hay condiciones favorables para obtener rentabilidad.

Los pesos son necesarios para que los operadores puedan adquirir títulos del Gobierno. Existen básicamente dos formas con las cuales los agentes compran títulos: los inversionistas tienen excesos de liquidez (en pesos), producto de su

actividad económica diaria, que invierten en diferentes activos (como TES); o los agentes toman pesos prestados a corto plazo a una cierta tasa de interés y con esos pesos se invierten en un activo que les da una cierta rentabilidad. Esta última es quizá la forma clásica con la cual el sistema financiero invierte en el mercado de TES y por ello la evolución de las tasas de interés de referencia del Banco de la República (las de más corto plazo) tiene un fuerte impacto en las tasas de los TES. La siguiente gráfica muestra la relación entre las tasas de referencia (para los repos de expansión) del Emisor, la tasa interbancaria y la evolución del I-TES (Véase Figura 9).

Figura 9. Evolución de la tasa de expansión del Banco Central, de la tasa interbancaria y del I-TES.



Fuente: Cálculos CORFINSURA y SUVALOR con base en datos del Banco de la República.

Como se puede observar, los cambios en la política monetaria afectan la valorización de los TES. En el primer período resaltado, se nota como un incremento de tasas de referencia de 100 pb en enero del año 2003, tuvo un impacto en el I-TES que perdió 5% entre el 16 de enero y finales de marzo. En el segundo período resaltado, se observa como coincide un recorte gradual de tasas de expansión del Banco de la República con una valorización acelerada del I-TES.

Las **políticas fiscales** son las medidas implementadas por el Gobierno inclinadas a canalizar la economía hacia ciertas metas, para tener el control del volumen,

destino y financiación del gasto público; así como, moderar los ciclos económicos y procurar elevar el nivel de ingresos. Esto se observa cuando la economía está entrando en un período recesivo, entonces el Gobierno opta por disminuir los impuestos y aumentar el gasto, con el fin de expandir la demanda agregada y sobreponerse de la recesión. Así mismo, si existe un nivel de desempleo alto, el Gobierno puede crear nuevos empleos y otorgar subsidios temporales a los desocupados. De igual forma, si existe una alta tasa de inflación, el Gobierno intentará reducir el gasto, para contrarrestar posibles presiones de demanda y moderar las alzas de precios.

Una aplicación de la política fiscal se da con la reforma pensional, tributaria (IVA para más artículos y con mayor porcentaje), el proyecto de ley de Estatuto Orgánico del Presupuesto, con el fin de reducir el gasto.

Debido al deterioro de las finanzas públicas durante la década de los noventa y el crecimiento de la deuda pública, la administración Uribe planteó una serie de reformas con el propósito de mejorar la capacidad de generar ingresos para el Gobierno y mejorar su posición financiera. En cuanto a los ingresos, se cobró el impuesto al patrimonio, cuyo objetivo es mejorar las necesidades de financiamiento de la seguridad democrática y se llevó a cabo una reforma tributaria, que busca eliminar exenciones en el impuesto de renta y la ampliación de la base gravable de IVA. Con respecto a los gastos, se fusionaron ministerios y entidades públicas, se eliminaron funciones dobles y se fortaleció el uso de información tecnológica, se hicieron mejoras en el manejo de activos públicos, se cambió la ley de contratación y se fortaleció la defensa legal del Estado, entre otros. Estas reformas, en conjunto con la ley de responsabilidad fiscal, que establece reglas fiscales y mayor transparencia en la política fiscal, buscan garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo.

En términos de deuda, las reformas estructurales y el logro de un ritmo adecuado de crecimiento económico, permitirán la estabilización de los crecientes niveles de endeudamiento del Gobierno.

## 4.2 VARIABLES EXTERNAS

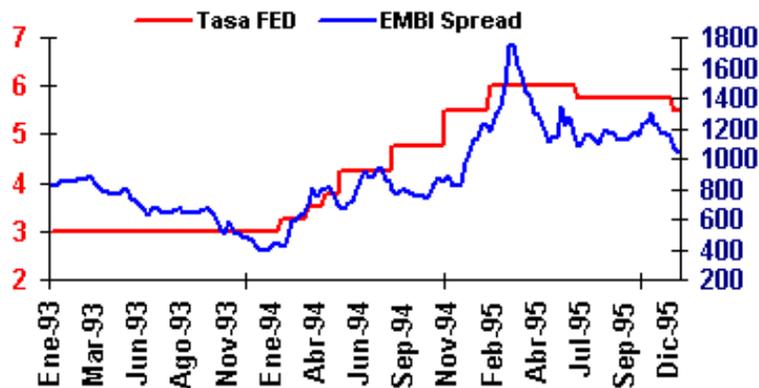
A continuación, se exponen las variables externas que afectan en comportamiento de los TES:

- **Bonos del Tesoro de EE.UU.** Los bonos del Tesoro de EE.UU son considerados la tasa libre de riesgo; es decir, los inversionistas los consideran la inversión más segura y a EE.UU, el Emisor con menos probabilidades de caer en una moratoria. Por ende, cualquier otro emisor debe pagar un Spread (prima) sobre la tasa a la que la Tesorería estadounidense coloca su deuda, que refleja el riesgo país. Mientras menor sea la calidad crediticia de un país mayor será el Spread que deba pagar; es decir, su riesgo (país) es mayor. Así, la deuda de un país se cotizará con base en las tasas de los bonos del Tesoro de EE.UU más una prima y por ende, dependerán del movimiento de las primeras así como de la percepción de riesgo que tenga el mercado sobre el emisor.

A su vez, las tasas de los bonos del Tesoro de EE.UU dependen de las variables macroeconómicas de ese país al igual que pasa con los TES. Las tasas representan la capacidad del pago del país y las expectativas de inflación que tengan los agentes. Es por esto que para analizar el comportamiento de los bonos globales hay que tener en cuenta la inflación y el crecimiento económico de EE.UU y las tasas del Banco Central de ese país, Reserva Federal. A continuación se analiza lo sucedido con estas variables en los próximos meses y las expectativas a futuro.

Con el fin de comprender este efecto se compara el comportamiento de las tasas de la FED con el comportamiento del spread del EMBI, para el período entre los años 1.994 y 1.995, el cual posee características similares a la situación actual. En ese entonces la tasa de la FED se encontraba en 3% y subió hasta 6%; actualmente, se espera que la tasa de la FED cierre el año 2.005 cercana al 3,5%. Una vez la FED comenzó con su política contraccionista en el año 1.994, el spread del EMBI se duplicó (pasando de 411 a 939) en un período de seis meses, luego la crisis de México disparó el spread hasta 1.752 pb (Véase Figura 10).

Figura 10. Comportamiento de la tasa FED y el EMBI spread para el período 1994 - 1995.



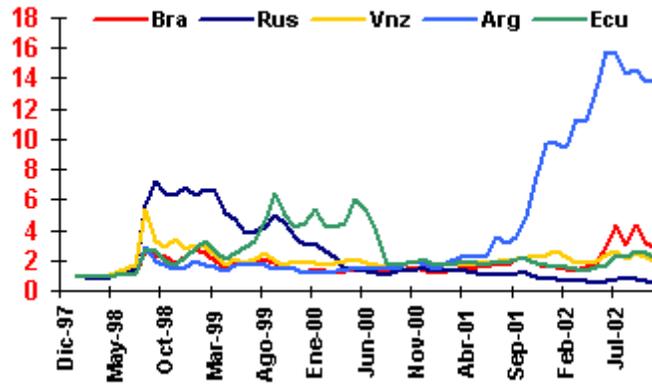
Fuente: SUVALOR y CORFINSURA.

Como se puede observar, la evidencia empírica de los mercados emergentes muestra que en el mercado secundario para el caso colombiano, bajo escenarios de estabilidad, la relación con respecto a las tasas del Tesoro de EE.UU es de 1:2 y bajo incertidumbre llega a ser de 1:3. Teniendo en cuenta el panorama de tasas de interés al alza en EE.UU para los próximos 18 meses, es importante analizar su efecto en la deuda emergente. Cuando se tiene un bono, un incremento de las tasas de interés es negativo porque hace caer el precio del papel; al subir las tasas, los inversionistas exigen un mayor rendimiento de los bonos y por ende el precio debe bajar. Las tasas de referencia para la deuda soberana son las de los

bonos del Tesoro de EE.UU, sobre ellas se calcula el spread. Se espera que un aumento de las tasas de interés de referencia de la Reserva Federal de EE.UU se refleje en los bonos del Tesoro, haciendo que sus tasas se comporten al alza en los próximos 18 meses. De acuerdo con el BID, la experiencia demuestra que un aumento de 200 pb en las tasas de interés en los Estados Unidos, se traduce en un aumento de 500 pb en el costo del financiamiento externo para América Latina y el Caribe.

- **El Vecindario.** Otro determinante del precio de la deuda soberana es el comportamiento del vecindario. Los bonos globales son vistos como un solo activo en momentos de pánico y los inversionistas no se detienen a mirar la historia de un emisor en particular. Cuando hay problemas en un Emisor, por lo general sus vecinos son los primeros que sufren, e incluso se puede generar un efecto masivo si el problema se extiende. Por un lado, están los lazos comerciales que hacen que la recesión de un país afecte a sus socios mediante una caída de las exportaciones que a su vez se ve reflejada en un menor crecimiento económico. Por el otro, está el efecto rebaño que puede llevar a que los capitales huyan de la zona generando estragos en países cuya situación no estaba tan comprometida. Precisamente esto fue lo que pasó en el año 1.997 en Asia, que luego contagió a Rusia en el año 1.998 y a Brasil en el año 1.999. Afortunadamente, los inversionistas han aprendido a diferenciar a los emisores y no los miran a todos con el mismo interés. Esto quedó demostrado con la crisis de Argentina en el año 2.001, que no tuvo mayores repercusiones para América Latina; ya que, los agentes sabían que sus problemas no se extenderían por la región (Véase Figura 11).

Figura 11. Spreads base 100 enero del año 1.998.



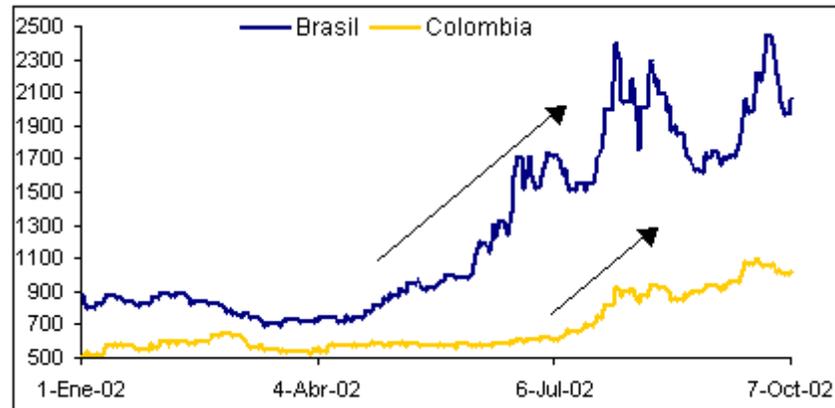
Fuente: Bloomberg, JPMorgan.

El panorama para el año 2.005 es bastante positivo, se espera que el crecimiento de la economía mundial esté cercano al 4,7%, liderado por la recuperación de EE.UU, con los países de Latinoamérica expandiéndose 4,1% frente al 1,3% del año 2.003. Así mismo, Asia crecería al 7,4% y el resto de emergentes al 4,6%. Los precios de los commodities (materias primas), se encuentran en niveles históricamente altos, generando mayores recursos para los países exportadores que ayudan en el pago de la deuda. Así, el petróleo se mantuvo por encima de los US\$30 por barril durante el primer semestre del año 2.004 (tocando incluso los US\$40), cuando las proyecciones apuntaban un precio cercano a los US\$25 por barril. Así mismo, el precio del acero y el carbón se han visto favorecidos por la fuerte demanda proveniente de China.

La tendencia revaluacionista vivida en los tres primeros meses del año 2.004 en las monedas mundiales y en especial de países emergentes, incluyendo los latinoamericanos, también es un factor positivo para los países emergentes. Debido a que la deuda externa por lo general está denominada en dólares, una caída en el tipo de cambio alivia el monto a pagar. Además, la tasa de cambio es vista como el principal indicador de riesgo en un país. Los países emergentes siguen avanzando en el paso de sus reformas estructurales, que buscan disminuir

sus gastos e incrementar sus ingresos, para atacar directamente el problema de déficit que los aqueja. No obstante, la relación entre los emisores del vecindario se mantiene como lo demuestra el efecto que tuvieron las elecciones de Brasil en los Spreads del resto de emisores latinoamericanos (Véase Figura 12).

Figura 12. Comportamiento Brasil versus Colombia durante la crisis del 2.002.



Fuente: SUVALOR y CORFINSURA.

Brasil sigue siendo el país que da la dirección del mercado de deuda emergente en Sur América y lo que pase con los precios de su deuda, afecta directamente la percepción sobre los bonos de otros países de la región; la crisis argentina no tuvo mayores repercusiones en otros emisores. Actualmente, Brasil se ha comprometido con un superávit primario de 4,25%, que ha cumplido a cabalidad y con exceso; mientras que en otros países se trabaja en reformas tributarias y pensionales.

#### 4.3 ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN.

Algunas estrategias que se pueden utilizar en el mercado de deuda pública colombiano las presentamos a continuación

- En periodos de alta inflación es mejor invertir en bonos indexados a variables como el IPC y la UVR Los cuales mejoran sus rendimientos en estas épocas. A su vez es momento para liquidar TES tasa fija los cuales se van a desvalorizar en estas circunstancias.
- Cuando se presente una constante devaluación del peso con respecto al dólar, es necesario liquidar los bonos emitidos en moneda local y reinvertir en dólares o bonos emitidos en esta moneda.
- Si se es exportador y se aprecia una revaluación constante del peso una forma de no verse tan perjudicado es asegurándose un buen precio del dólar en el mercado de futuros.
- En épocas de alta volatilidad tales como cuando hay elecciones de presidente es aconsejable disminuir la inversión en títulos de deuda pública de esos países y entrar en mercados que presenten mayor calma (otras economías).
- Hacer un seguimiento constante de la TRM permite tomar y liquidar buenas posiciones en el mercado de los TES sobre todo cuando se juega a especular en el intra día o en periodos cortos de tiempo.
- Para el inversionista de largo plazo es esencial analizar las cifras de la economía como el PIB y el Déficit fiscal ya que en una inversión con este horizonte se presentan mucha volatilidad pero en general si hay buenas cifras se mantiene una tendencia generalizada al alza .Además hay que tener en cuenta que los TES pagan mejores tasas que la mayoría de instrumentos de captación usados por los ahorradores.

## **5. LA CRISIS DEL 2.002: UN CLARO EJEMPLO DE LAS VARIABLES QUE AFECTAN EL COMPORTAMIENTO DE LOS TES**

### **5.1 ANTECEDENTES<sup>2</sup>**

El incremento de la aversión al riesgo de los agentes, en la deuda del país y de la región en general, comenzó con las debilidades políticas de Brasil, evidenciadas en las encuestas de Lula da Silva, candidato de poco agrado para los inversionistas externos, por su oposición a ciertas medidas del FMI.

Por esta razón, los inversionistas externos comenzaron a restringir el acceso de las economías de la región, a créditos en dólares y disminuyeron sus transacciones de bonos soberanos. Esto golpeó los precios de los papeles globales de Colombia, redujo el dinamismo de su mercado secundario y trajo consigo una falta de oferta de dólares en el mercado interbancario. Al mismo tiempo, los agentes que utilizaban los bonos soberanos del país, como contraparte en negociaciones de liquidez temporal, empezaron a notar que las entidades que antes recibían estos papeles como garantía, empezaron a exigirles en vez de éstos, un activo más líquido en el mercado secundario.

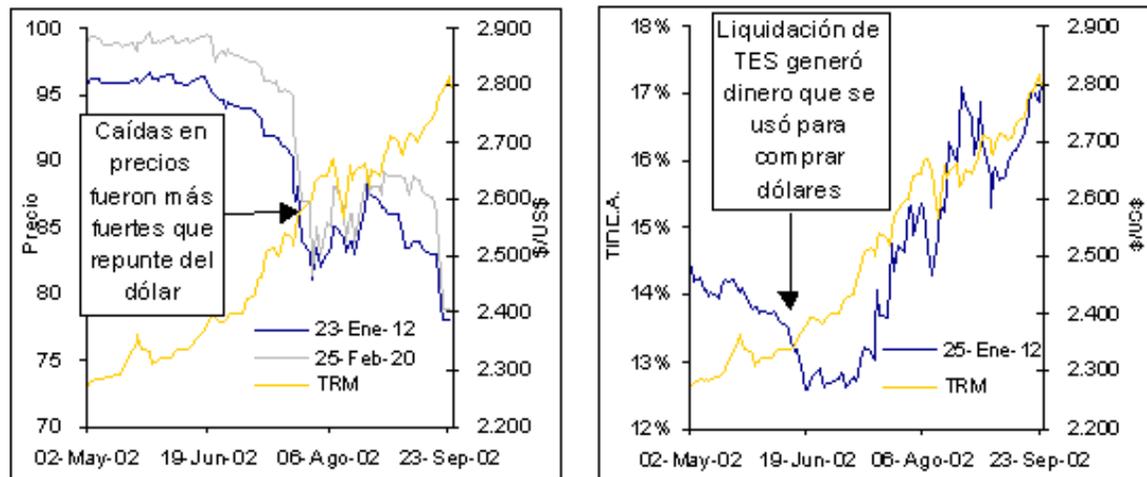
Esta situación agravó el problema de iliquidez del dólar interbancario y algunos agentes que los necesitaban, salieron a liquidar algunas posiciones en bonos soberanos para captarlos. Sin embargo, los precios de éstos se habían deteriorado, debido al incremento de la percepción de riesgo en el país, por lo que tuvieron que buscar otros activos que pudieran liquidar para acceder a dólares.

---

<sup>2</sup> CORPORACION FINANCIERA DEL VALLE S. A. Informe mensual de deuda pública. La crisis de los TES: un año después. Bogotá, septiembre de 2.003.

Los precios de los bonos soberanos cayeron y los dólares se compraron con venta de TES (Véase Figura 13).

Figura 13. Comportamiento de los TES y la TRM en la crisis del 2.002.



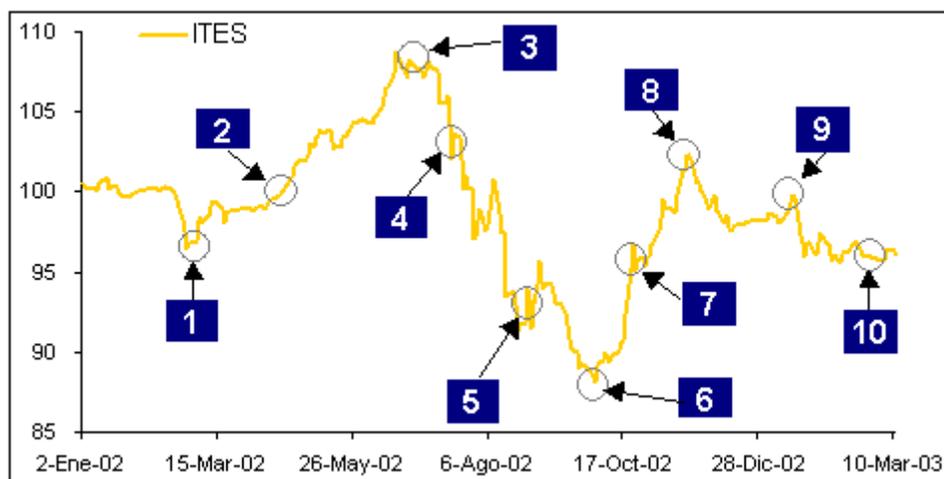
Fuente: Cálculos SEN, SUPERBANCARIA y CORFINSURA. Bogotá, 2.002.

Debido a esto y pese a que las tasas de los TES continuaban su tendencia decreciente, los agentes del mercado comenzaron a captar pesos con el fin de comprar dólares. De un momento a otro, el escenario cambió: el mercado secundario de TES se encontraba ahora más ofertado, debido a las liquidaciones de algunos agentes y a la voluminosa emisión primaria que realizó Crédito Público al comienzo del semestre. La capacidad de absorción del mercado secundario disminuyó y las tasas empezaron a presentar alta volatilidad (en especial la de los títulos de más largo plazo). Sumado a lo anterior, se generó una percepción de agravamiento en la situación de déficit del país, haciendo que los inversionistas comenzaran a liquidar deuda de largo plazo. En consecuencia, el mercado reaccionó con mayor velocidad a la subida de tasas, produciéndose la crisis del 2.002.

## 5.2 HISTOGRAMA

A continuación, se hace una representación gráfica del comportamiento del I-TES desde el mes de enero del año 2.002 hasta el mes de marzo del año 2.003 (Véase Figura 14).

Figura 14. Histograma del I-TES (enero / 02 – marzo / 03).



Fuente: Corfinsura y Suvalor.

1. Se rompe el acuerdo de paz entre el presidente Pastrana y las FARC - riesgo país (20 de febrero de 2.002 a 5 de marzo de 2.002).
2. Se anuncia por parte del Emisor recompras de TES, que le darán liquidez al mercado y aumento de las transacciones del SEN (22 de abril de 2.002).
3. La elección de presidente en la primera vuelta, la baja en las tasas de referencia del Banco de la República en 25 puntos básicos y la liquidez del mercado, son definitivas en el aumento del precio de los TES - política monetaria, incertidumbre política y liquidez (20 de junio de 2.002).

4. Alta volatilidad del dólar que no paraba ni siquiera con la compra de dólares por parte del Emisor – TRM (19 de julio de 2.002). El riesgo país de Brasil llega a su máximo histórico, por la elección del candidato que generaba desconfianza internacional, a causa de sus declaraciones de no pago de la deuda externa - riesgo país en el vecindario, impulsado por el país que se tiene como referencia en la economía suramericana (31 de julio de 2.002).
5. El Ministro de Hacienda replantea la proyección de déficit fiscal, que pasa de un 2,6% a un 3,5% del PIB - aumento del déficit fiscal, que genera desconfianza en la economía de la nación (30 de agosto de 2.002).
6. El director de Planeación Nacional, donde asevera que son indispensables cambios de fondo en la economía colombiana, lo que incrementa las percepciones del riesgo de la economía colombiana - riesgo país (2 de octubre de 2.002).
7. El Gobierno se compromete con el FMI a bajar su déficit fiscal a un 2,5% del PIB - déficit fiscal (15 de octubre de 2.002). Buenos niveles de las reservas internacionales; además, el dólar cae \$89 pesos – TRM (28 de octubre de 2.002).
8. El Gobierno hace oficial el Plan de Desarrollo 2.003-2.006, donde están contempladas algunas reformas que aliviarán el déficit fiscal; también aumentará los ingresos tributarios y creará más de 300.000 empleos, lo cual repercutirá en un crecimiento económico aceptable - déficit fiscal, PIB, políticas monetarias y fiscales (18 de noviembre de 2.002).
9. Se firma acuerdo con el FMI, con el cual se tendrá la posibilidad de recibir recursos, en caso de ser necesario - riesgo país (17 de enero de 2.003). El Banco de la República aumenta tasas de referencia en 100 pb (24 de enero de 2.003).
10. Se estabiliza el precio del dólar – TRM (14 de febrero de 2.003).

### 5.3 CONSECUENCIAS

La subida abrupta de los TES tuvo diferentes consecuencias en el mercado, entre las que se destacan:

- Compras de TES (que alcanzaron \$1,2 billones en el año 2.002), por parte del Emisor, para ayudar a mejorar la liquidez del mercado.
- El mayor apetito de los agentes por papeles de corto plazo, subastas de TES a tasa fija con vencimientos no mayores a cinco años.
- Los agentes exigieron mayores rendimientos a los títulos de deuda pública del país, debido al mayor riesgo percibido en ellos.
- Los inversionistas con portafolios con una alta exposición en TES tasa fija, diversificaron, disminuyendo temporalmente la liquidez del mercado secundario.
- La SUPERBANCARIA permitió que entre el 26 de agosto y el 2 de septiembre del año 2.002, se pudieran revelar permanentes las inversiones disponibles para la venta.
- Se permitió realizar repos con títulos de portafolio al vencimiento, ayudando el acceso a liquidez de algunas firmas.

## 6. PERSPECTIVAS PARA EL AÑO 2.005

### 6.1 TENDENCIAS DE LAS VARIABLES QUE AFECTAN EL COMPORTAMIENTO DE LOS TES

A continuación, se realiza el análisis de las perspectivas de las variables que tienen mayor sensibilidad, en la cotización de los TES en el mercado colombiano. En tal sentido, se debe considerar que cambios en algunas de las variables, inciden en el comportamiento de los TES de manera inmediata como la TRM o el riesgo país; mientras que otras variables, que se basan en cifras anuales o periódicas como el déficit fiscal o el PIB, marcan una tendencia de comportamiento generalizada. En este orden de ideas, se puede vislumbrar que las cifras actuales de la economía colombiana son positivas en aspectos relevantes como la inflación, el PIB y el déficit fiscal, propiciando un ambiente de optimismo en el mercado bursátil en el corto plazo; pese a que otras noticias puedan marcar en ciertos períodos, variaciones negativas en el comportamiento de los TES.

Seguidamente, se muestra el panorama que se proyecta para las variables con alta incidencia en el mercado de deuda pública del país:

- **Crecimiento económico.** Se espera que la economía colombiana siga un ritmo expansivo; pero a su vez también, se percibe una desaceleración en comparación con la del año 2.004. que estuvo alrededor del 4%, para el año 2.005 los expertos consideran que esta cifra podría estar alrededor del 3,5%. Las causas de esta desaceleración serían que en el año 2.004, sectores como el minero tuvieron un crecimiento significativo, a diferencia del año 2.005, en el cual se observa la disminución de la producción por parte de ECOPETROL y la

estabilización de precios del petróleo. Otro sector que es motor de la economía es el de la construcción, el cual tuvo un auge desde el año 2.003, pero está comenzando a declinar; prueba de ello es la menor cantidad de licencias para construcción que se han solicitado en lo corrido del año 2.005; sin embargo se espera que su comportamiento sea aceptable. Un factor que ayudaría a que el crecimiento económico no perdiera su dinamismo, es la mejoría presentada por EE.UU, la cual podría influir favorablemente en el tamaño de las exportaciones durante este el año 2.005; no hay que dejar de lado la reactivación venezolana, que también es beneficiosa para la Nación. Por otra parte, las estadísticas del DANE en cuanto a una disminución de la tasa de desempleo en los últimos meses, también es un aliciente para cumplir las expectativas del Gobierno. Teniendo en cuenta estos aspectos, un crecimiento de 3,5% en el año 2.005 no sería nada despreciable, teniendo en cuenta que dicha desaceleración de la economía se espera a nivel mundial.

- **La inflación.** La meta de la inflación del Gobierno para el año 2.005 está entre un 4,5% y un 5,5%. Con los resultados del primer trimestre se tienen buenas expectativas a futuro, puesto que se han establecido los primeros meses del año como los de mayores incrementos en el IPC, debido a que sectores como el de los alimentos la educación y el transporte registran un desempeño estacionario.

Con base en la experiencia de los analistas esta meta es factible de cumplir, aunque debido a factores como el desmonte al subsidio del combustible, se generaría a final de año un aumento en la inflación, puesto que esta variable afecta otras tantas dentro de la economía colombiana. Algunos estudios metereológicos y climatológicos dan como alta la probabilidad de que a mediados del año se presente el llamado fenómeno del niño, el cual causa incrementos sustanciales en el precio de algunos productos, debido a sequías e inundaciones que afectan su oferta causando alzas inusitadas. Así mismo, la tendencia para los

seis meses finales del año es de devaluación del peso frente al dólar, lo que afecta a los importadores y a los que usan materias primas extranjeras en la elaboración de sus productos, quienes tienen que aumentar sus precios causando presiones inflacionarias.

- **La TRM.** Se espera que a final del año 2.005 la TRM esté por el orden de los \$2.650, lo cual significa una devaluación del peso alrededor de un 5%. Esta devaluación sería causada por algunos problemas en las finanzas públicas, además del aumento en las tasas de referencia de EE.UU, haciéndolo nuevamente un país atractivo para invertir, pudiéndose generar una fuga de capitales que daría razones para que el dólar ganara fuerza con respecto al peso.

Dentro de este contexto el país se está anticipando a la posible devaluación del peso en el año 2.005, mediante algunas políticas cambiarias como la venta de 1.250 millones de dólares de reservas internacionales por parte del Banco de la República al Gobierno. Con esta operación se realizó el prepago de un crédito por el mismo valor contraído con el BID, lo que en primer lugar le significa un ahorro al Estado por concepto de intereses y en segundo lugar, disminuye la vulnerabilidad a cambios bruscos en la tasa de cambio, al no dejar que se incremente el monto de la deuda externa por motivos de la devaluación.

- **Déficit fiscal.** El año 2.005 puede tener complicaciones de fondo en el manejo del déficit fiscal colombiano. La reforma pensional y la del presupuesto, que están circulando por el Congreso, pueden ocasionar trabas que hagan que las proyecciones de disminución del gasto no se puedan cumplir a mediano y largo plazo, en detrimento de las expectativas del Gobierno nacional. Vale la pena aclarar que si la reforma pensional no es aprobada, el hueco crecerá ostensiblemente año a año, debido al agotamiento de las reservas del ISS, cuyas obligaciones pensionales deben ser asumidas por el Estado. Por otra parte, el proyecto de la reforma tributaria que no pasó y fue aplazado, también genera que

los ingresos que se esperaban por conceptos como el IVA generalizado y el impuesto al patrimonio, desajusten las cuentas del fisco. Este año se recibirán menos impuestos, obtenidos por la venta de petróleo que tuvo un auge en el 2.004.

Entre los aspectos positivos se encuentran, el auge de las remesas provenientes del exterior, el cual se ha convertido en uno de los rubros más significativos, en el incremento de los ingresos en los últimos años. Otro aliciente es el crecimiento de los fondos de pensiones, debido a que actualmente no tienen mucho pensionados a cargo y el número de cotizantes crece considerablemente; estos fondos no tienen muchas alternativas de inversión y mantienen grandes sumas invertidas en la deuda pública colombiana, lo cual le da otra opción de financiación al Gobierno Central. La expectativa de déficit público este año es de un 2,5% como parte del PIB, mientras la cifra del año pasado fue de un sorprendente 1,2%, más de cien puntos básicos por debajo de la meta que tenía proyectada el Gobierno para el año 2.004.

- **Riesgo país.** Esta variable será fundamental para el mantenimiento de la inversión, tanto local como extranjera, en el mercado colombiano. Las cifras con que se comenzó el año son atractivas para la comunidad internacional, pero las expectativas no son tan promisorias; debido a esto el riesgo país colombiano puede variar en el transcurso del año 2.005. Los temas que más inquietan a nivel nacional son las reformas planteadas por el Gobierno, que ayudarán a sanear el déficit fiscal a mediano y largo plazo, el estancamiento de las reformas crearía un ambiente de incertidumbre entre los inversionistas, con respecto a la sostenibilidad de la deuda pública colombiana a mediano y largo plazo. Otro factor fundamental es el tema de la reelección presidencial, pues en estos momentos Uribe el mandatario actual, goza de buena aceptabilidad y confianza en el ámbito internacional; sin embargo, de no pasar el proyecto podría tomarse como una señal de alerta para los agentes externos, lo que podría incrementar este

indicador. Para finales de año es muy posible que se comience a ver alta volatilidad en las tasas de los TES, debido al comienzo de las campañas políticas, no solo en Colombia sino en varios países de Latinoamérica.

- **Tasas.** En cuanto a las tasas de referencia del país, es probable que en el corto plazo no sean modificadas por el Emisor, pero a mediano plazo cuando los aumentos periódicos que se vienen haciendo a las tasas de la FED en EE.UU se vean más sustanciales, será necesario subir moderadamente dichas tasas para evitar la fuga masiva de capitales. Todo esto se deriva actualmente de factores extranjeros. Por tal razón, es necesario el control de la inflación en EE.UU; ya que, de no hacerlo el incremento en sus tasas de referencia será más significativo y esto haría que los mercados emergentes perdieran su atractivo. En este sentido, es factible que el comportamiento de los bonos de deuda pública colombianos, se vea influenciado por el estado de la economía norteamericana en lo que queda del año; ya que, se podrían presentar fenómenos de devaluación y aumento de tasas del Emisor, derivados del comportamiento de la economía estadounidense.

## 6.2 POSIBLES ESCENARIOS

Teniendo en cuenta las tendencias de las variables y conociendo la variabilidad de algunas de ellas en el corto plazo; así como, el comportamiento generalizado de otras; se crean tres escenarios para el comportamiento de los bonos de Gobierno para el año 2.005; cabe aclarar que se plantea para inversionistas que quieran incluir dentro de su portafolio esta clase de bonos a un corto plazo.

**6.2.1 Escenario optimista.** El escenario optimista, se plantea bajo las siguientes hipótesis:

- La reforma laboral es aprobada por el congreso sin traba alguna.

- Los efectos inflacionarios percibidos en EE.UU no son muy significativos, por lo cual la FED sigue aumentando levemente sus tasas.
- Sectores como el de intermediación financiera y el de la construcción siguen su crecimiento normal y colaboran significativamente con una variación positiva del PIB.
- Se reducen las tasas de desempleo, lo cual incrementa el consumo y la inversión.
- El dólar sigue manteniendo su conveniente posición de debilidad, lo cual hace que no se genere devaluación o de hacerlo, no sea muy significativa.
- La variación de la inflación sigue siendo positiva, con respecto a las proyecciones del fisco.
- Los avances en materia de orden público se hacen evidentes a nivel internacional, estableciéndose acuerdos con algunos grupos armados

Este escenario genera una serie de consecuencias, entre las que se encuentran:

- El precio de los TES durante el 2.005 tendría un leve crecimiento, debido a que las condiciones son muy favorables y no habrían acontecimientos macroeconómicos que afectaran fuertemente la rentabilidad de los bonos de deuda pública.
- El aumento sería leve, porque los precios actuales son altos y no deberían crecer mucho más de su estado actual y porque se vislumbra que la reevaluación ha terminado; como ya se pudo observar la TRM es definitiva en el comportamiento de los bonos de Gobierno.
- Se podrían observar ciertos picos en las variaciones de los TES en períodos cortos, causados por noticias internacionales o nacionales; así como, por ajustes significativos del dólar respecto al peso.

**6.2.2 Escenario probable.** Este escenario probable, se plantea bajo las siguientes hipótesis:

- La reforma pensional es aprobada pero no en su totalidad, lo cual cambia los presupuestos de ahorro que tiene el Gobierno por este rubro a corto, mediano y largo plazo.
- La construcción baja su crecimiento en el país y como motor de la economía incide en la desaceleración de otros sectores, adicionalmente no se mejoran las cifras de desempleo en la Nación
- La devaluación se hace más notoria (alrededor de un 6%, según especialistas) a causa de las constantes subidas de las tasas de la FED, que inciden en los bonos del Tesoro de EE.UU (el activo libre de riesgo reconocido a nivel mundial).
- El conflicto armado en Colombia no parece tener signos de tregua.
- La inflación empieza a crecer mesuradamente, impulsada por varios factores como el desmonte al subsidio de la gasolina y el fenómeno del niño.
- La cifra de déficit fiscal no parece cumplirse, debido al menor nivel de ingresos en comparación con el año pasado, causado por la disminución de la producción de petróleo y el ajuste en los precios que estaban muy altos; además, de un incremento en los gastos de los gobiernos locales.
- Las tasas de la FED en EEUU siguen siendo incrementadas de forma mesurada lo cual no causa variaciones bruscas en el mercado de deuda pública Colombiano.

Basados en los anteriores supuestos del escenario probable se puede analizar cada una de las variables de una forma independiente si llegasen a ocurrir. Sin embargo al final del análisis de cada hecho se da la tendencia general del escenario, pues el conjunto de las variables es el que marca un comportamiento en el precio de los TES.

**Hecho:**

La reforma pensional pasa pero con algunas trabas

**Incidencia:**

Desfavorable para el precio de los TES (tendencia generalizada un poco a la baja) genera desconfianza sobre cumplimiento de déficit fiscal a corto mediano y largo plazo.

**Hecho:**

La construcción y otros sectores económicos no crecen al mismo ritmo del 2004.

**Incidencia:**

Desfavorable para el precio de los TES (tendencia generalizada un poco a la baja) su repercusión sería mas evidente a final de 2005 y principios de 2006.

**Hecho:**

Devaluación del peso con respecto al dólar de un 3% a un 5%.

**Incidencia:**

Levemente desfavorable para el precio de los TES (tendencia volátil aunque a la baja desde un contexto general). Su repercusión no sería tan significativa ya que las medidas adoptadas por el Gobierno se han anticipado a una futura devaluación para que no golpee muy duro el mercado cambiario y de deuda pública colombiano.

**Hecho:**

El conflicto armado no muestra síntomas de mejoría.

**Incidencia:**

No influye en el precio de los TES, sin embargo mantiene latente la posibilidad de que la calificación de riesgo país de Colombia pueda aumentar por alguna oleada de violencia importante lo cual si sería muy negativo para los precios de los bonos de Gobierno.

**Hecho:**

La inflación crece al ritmo proyectado por el gobierno.

**Incidencia:**

No debe afectar el comportamiento de los TES aunque cabe la posibilidad que en algunos meses pueda afectar el precio de los TES tasa fija a la baja si ocurren ciertos fenómenos climatológicos.

**Hecho:**

Incremento medido en las tasas del emisor en EE.UU.

**Incidencia**

No debería afectar a los bonos de Gobierno, pues el mercado ha absorbido ya ese hecho sabiendo que periódicamente estas tasas las han incrementado en 25 pb. Si decidieran que el alza en estas tasas debiera hacerse de una forma más cuantiosa si afectaría al mercado Colombiano el cual debería también ajustar sus tasas para evitar una fuga de capitales por perder su atractivo para los inversionistas lo cual haría que los precios de los TES bajaran.

Este escenario genera una serie de consecuencias, entre las que se encuentran:

- La rentabilidad de los TES se mantendría muy cercana a la actual y apenas se verían algunas bajas en los precios, conforme el peso pierda poder con el dólar; bajas que no debieran ser muy significativas, pues los números actuales de la economía son positivos y no hay signos de crisis; además, se ha dado un buen manejo en políticas de gobierno, para evitar alzas sustanciales en las tasas de interés.
- Si fenómenos climatológicos inciden de manera puntual en la variación del IPC en los productos, un efecto inflacionario desencadenaría una baja en el precio de los bonos de deuda pública colombianos, en forma más vertiginosa.

**6.2.3 Escenario pesimista.** El escenario pesimista, se plantea bajo las siguientes hipótesis:

- La reforma pensional no es aprobada, lo cual genera dificultad en el Gobierno para asumir las obligaciones del ISS e incrementa sus gastos ostensiblemente.

- Las presiones inflacionarias obligan a EE.UU a incrementar, de una manera mayor, sus tasas de referencia.
- El peso se devalúa con respecto al dólar más de un 10%.
- La inflación crece visiblemente y causa recesión económica en el país.
- El crecimiento económico se ve disminuido, a raíz de la falta de consumo y de inversión.
- A nivel político, el proyecto de reelección presidencial se cae, lo cual no es bien visto por la comunidad internacional que apoya al actual dirigente.
- El riesgo país aumenta, debido a las condiciones internas de Gobierno y las expectativas de cifras económicas no muy alentadoras, las calificadoras de riesgo bajan a Colombia de categoría.

Este escenario genera una serie de consecuencias, entre las que se encuentran:

- Las tasas de los TES irían al alza debido a factores como: el incremento en la TRM, la fuga de capitales derivada de una medición del riesgo país más severa para Colombia, la necesidad de subir las tasas de expansión para no perder todo el atractivo de inversión y en general, el traslado de las inversiones en moneda local de los inversionistas a los mercados mas fuertes.
- Si este escenario se presentara poco a poco, la correcta implementación de políticas fiscales, monetarias y cambiarias, seguramente no permitirían que se generara una crisis similar a la del año 2.002.
- Cabe destacar que para finales de año se espera un incremento en la volatilidad de los papeles de deuda colombianos, debido al inicio de las campañas políticas, no sólo en Colombia sino en otros países de la región como Brasil, por ser el país con la economía más representativa de Latinoamérica.

## CONCLUSIONES

Este proyecto permitió analizar el comportamiento que toman los bonos de deuda pública TES, ante las decisiones políticas y los sucesos socio - económicos que ocurren en Colombia o circunstancias externas que le afectan de manera directa.

En un mercado bursátil como el de Colombia, el cual está en proceso de crecimiento, un hecho o noticia importante no repercute con la misma magnitud en los precios de los TES en diferentes periodos de tiempo, el impacto con que el mercado recibe dichos sucesos depende del contexto general que esté atravesando el país en ese instante.

El inversionista local toma la TRM como la variable que mas incide en sus decisiones, mientras tanto, para el inversionista extranjero el riesgo país y el déficit fiscal, se convierten en los datos preponderantes para adquirir títulos de deuda pública en un territorio determinado.

La mejor estrategia para una inversión en el mercado de deuda pública, es estar actualizado permanentemente en noticias y hechos locales o internacionales, a través de servicios especializados de información, que generen cifras y acontecimientos en tiempo real, lo cual permitirá tomar posición en el momento indicado.

Existen economías como la de los Estados Unidos y la de Brasil que inciden fuertemente en el comportamiento del precio de los TES en Colombia, por el contrario economías pequeñas de países vecinos no tienen una influencia directa sobre el comportamiento del mercado de deuda pública de la nación.

Con base en esta información, se proyectaron los posibles escenarios con su respectivo análisis, lo que permitió percibir las factibles tendencias en el precio de los TES causadas por la influencia de las variables macroeconómicas en conjunto tanto a nivel nacional como a nivel internacional.

## BIBLIOGRAFÍA

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. URL: [www.bvc.com.co](http://www.bvc.com.co).

COMISIONISTA DE BOLSA. URL: [www.suvalor.com.co](http://www.suvalor.com.co).

CORFINSURA - SUVALOR. Informe semanal. Bogotá, viernes 25 de febrero de 2.005.

CORPORACION FINANCIERA DEL VALLE S. A. Informe mensual de deuda pública. La crisis de los TES: un año después. Bogotá, septiembre de 2.003.

CORPORACION FINANCIERA NACIONAL Y SURAMERICANA S.A. URL: [www.corfinsura.com](http://www.corfinsura.com).

DEL VALLE, Clemente. FMI. Developing bond markets: a comprehensive view. Estados Unidos, 2.002.

GLOSARIO DE BONOS DE RENTA FIJA, disponible en internet. URL: [www.gacetafinanciera.com/GLOSARIO\\_RF.htm](http://www.gacetafinanciera.com/GLOSARIO_RF.htm).

SARMIENTO S., Julio A. Departamento de Administración. Pontificia Universidad Javeriana. Bogotá, 2.003.