

**ANÁLISIS DEL COMPORTAMIENTO DE LOS TITULOS
DE TESORERIA (TES) DENTRO DEL MERCADO DE
DEUDA PÚBLICA INTERNA**

SILVANA ANDREA INIS REMOLINA

**UNIVERSIDAD AUTONOMA DE BUCARAMANGA
FACULTAD DE INGENIERIA FINANCIERA
OCTUBRE DE 2004**

**ANÁLISIS DEL COMPORTAMIENTO DE LOS TÍTULOS
DE TESORERÍA (TES) DENTRO DEL MERCADO DE
DEUDA PÚBLICA INTERNA**

SILVANA ANDREA INIS REMOLINA

Código 11199053

Trabajo de Investigación asesorado por Pedro Fernando Quintero

**UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE BUCARAMANGA
FACULTAD DE INGENIERÍA FINANCIERA
OCTUBRE DE 2004**

Nota de Aceptación:

Firma del Representante
Comité de Investigación

Firma del Jurado Calificador

Firma del Jurado Calificador

Bucaramanga, 12 de Octubre de 2.004

AGRADECIMIENTOS

Primero que todo debo darle gracias a Dios por su continua ayuda porque sin él nada hubiera sido posible.

Debo expresar mi agradecimiento a quienes contribuyeron significativamente en el desarrollo de este proyecto. Personas y entidades que a pesar de sus ocupaciones aportaron ideas para enriquecer este trabajo. También expreso mis agradecimientos a algunos funcionarios de la Superintendencia de Valores, la Superintendencia Bancaria, la Bolsa de Valores y algunas Sociedades Comisionistas de Bolsa, en especial al Ing. Fernando Sarmiento, por sus enseñanzas y por el tiempo que me dedicó.

Una mención aparte merece mi familia. A mis padres: José Benito Inis y Jenny Remolina, gracias por su continuo apoyo y su comprensión.

Solo me resta un comentario dirigido a algunos docentes de la Universidad Autónoma de Bucaramanga, y en principal a Pedro Fernando Quintero, quien fue mi asesor y gran maestro durante todo el proceso de pregrado en Ingeniería Financiera, gracias por su tolerancia y su gran deseo de enseñanza durante el transcurso de este largo proceso.

Silvana Andrea Inis R

TABLA DE CONTENIDO

	Página
1. Introducción	6
2. Contextualización	7
3. Planteamiento del Problema y Justificación	8
4. Objetivos	9
4.1 Objetivo General	9
4.2 Objetivos Específicos	9
5. Marco teórico	10
5.1 Origen de lo Titulos de Tesoreria (TES)	10
5.2 Esquema del Mercado de Deuda Pública	18
5.3 Valoración de los TES	19
5.4 Condiciones para manejo de TES en portafolios de Inversión	21
6. Análisis del comportamiento de los TES	22
7. Glosario	27
8. Conclusiones	38
9. Bibliografía	39

INTRODUCCIÓN

La preocupación por mantenerse financieramente en el mercado, ha creado la necesidad de ver propuestas de apalancamiento desde el punto de vista de la inversión, dado que se puede presentar en el corto como en el largo plazo. Para estrategias como esta (apalancamiento) han surgido ideas que con el transcurso del tiempo se han venido materializando, y hasta el día de hoy convirtiéndose en títulos con contenido de deuda.

Es aquí donde se plantean un sin número de definiciones; se habla de ellos como inversiones limitadas que ofrecen ingreso corriente, pero también se dice que son valores de deuda a largo plazo de comercialización pública, emitidos como deuda de carácter público o privado.

Sin lugar a dudas la unión de estos y muchos otros conceptos es lo que da origen a que el mercado los vea como instrumentos de apalancamiento muy competitivos capaces de proporcionar atractivos retornos y generar ganancias de capital.

La difusión de las anteriores definiciones es lo que genera el compromiso hacia la búsqueda de la información sobre esta clase de títulos, por eso el centro de esta investigación está dirigida a los Títulos de Tesorería (TES) los cuales son el origen del apalancamiento de la deuda pública interna colombiana.

2. CONTEXTUALIZACIÓN

Colombia, al igual que el mundo, ha aumentado considerablemente su interdependencia en aspectos económicos, políticos y sociales; ya es usual hablar de globalización en el común de la gente, de sucesos que cambian economías y alteran posiciones políticas. De esta manera cualquier hecho, sin importar su procedencia, puede afectar su actividad financiera y bursátil de carácter interno.

La falta de fuentes tradicionales de financiación en el gobierno, es la que da origen al mercado de deuda pública en Colombia, por tanto en los últimos años, este ha sido objeto de una serie de reformas muy radicales, que en muy poco tiempo se ha transformado en uno de los más líquidos del subcontinente. La política de emisión y colocación, los sistemas de negociación y la liquidación y valoración de los papeles con contenido de deuda, han ido evolucionando para las nuevas expectativas de América Latina, presentadas a través de Colombia.

Es así como el Ministerio de Hacienda Colombiano, introduce en el mercado mecanismos de financiación interna para el gobierno nacional mediante la Ley 51 de 1990 y da origen a los TES (Títulos de Tesorería).

3. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA Y JUSTIFICACIÓN

¿Qué tan atractivo es el mercado de deuda pública interna para la inversión y por qué es importante invertir en él?

Al analizar el comportamiento económico de un país, generalmente se encuentra un gran número de peticiones que sirven para apoyar un crecimiento, es ahí cuando se decide relacionar todas estas variables y agruparlas en un presupuesto cuyo único fin es buscar el mecanismo para poder apalancarse, ya sea por deuda externa o interna.

La negativa por parte del Banco de la República para que el gobierno nacional siguiera tomando préstamos del Banco Central, la inestabilidad cambiaria del peso frente al dólar y la desmaterialización de los títulos obligaron a que el gobierno nacional buscara otras alternativas, para poder cubrir cierta parte de su déficit fiscal.

El compromiso sin lugar a dudas es ahondar sobre el comportamiento de los Títulos de Tesorería (TES) encontrar sus ventajas, como especificar que son emitidos por el gobierno nacional y su calificación de riesgo se describe como Riesgo País, algo excelente o en el peor de los casos (dependiendo el país) muy similar a lo que sería una calificación **AAA**, en definitiva el atractivo de estos títulos radica en que el riesgo de contraparte para el inversionista es casi nulo y las tasas de interés para estos papeles dependen de las condiciones normales del mercado, por tal razón después de la crisis de octubre de 2002 se empezó a manejar una curva de rendimientos alta la cual ha ido disminuyendo; esto para el inversionista que posee dentro de sus activos Títulos de Tesorería (TES) con una antigüedad significativa, reflejará en su P&G atractivos retornos y ganancias de capital.

4. OBJETIVOS

4.1 Objetivo General

Desarrollar un análisis completo del origen de los Títulos de Tesorería (TES), su comportamiento en la actualidad y su importancia dentro del mercado de deuda Publica Interna Colombiana.

4.2 Objetivos Específicos

- Explicar los atributos básicos de los Títulos de Tesorería (TES) y su atractivo como instrumento de inversión
- Dar a conocer las generalidades de los Títulos de Tesorería (TES), su clasificación, características generales y condiciones financieras.
- Describir la relación entre el precio de los Títulos de Tesorería (TES) y las tasas de interés del mercado.
- Analizar las tendencias que han seguido los Títulos de Tesorería (TES) según los sucesos políticos y económicos de la Nación.
- Compilar un glosario de terminología técnica y financiera para una mejor comprensión de la parte investigativa.

5. MARCO TEORICO

El mercado de valores en Colombia se inicio realmente en 1.928 cuando la Bolsa de Bogota, la más antigua de las tres que operaban en Colombia, inició sus operaciones. A lo largo de estos 76 años, la Bolsa, que inicialmente se especializaba en el negocio de las acciones, fue expandiendo sus actividades a otros tipos de papeles. Así, incluyo bonos emitidos por el sector real; luego títulos de renta fija emitidos por el sector financiero, que conocemos como los certificados de depósito a término y, finalmente, también operaciones con títulos del sector público.

5.1 ORIGEN DE LOS TES

Los títulos de tesorería TES, fueron introducidos como mecanismo de financiación interna del gobierno nacional mediante la Ley 51 de 1990, con el objetivo de ser utilizados para financiar las operaciones presupuestales, reemplazar a su vencimiento los Títulos de Ahorro Nacional TAN y los títulos de participación. Esta Ley dispuso de dos tipos de TES:¹

- TES Clase A que serían utilizados para cubrir el pasivo existente con el Banco de la República, y para sustituir a su vencimiento la deuda contraída en Operaciones de Mercado Abierto (OMAS) a través de Títulos de Participación.
- TES Clase B destinados a la financiación de la Nación para sustituir a su vencimiento a los Títulos de Ahorro Nacional TAN y para emitir nuevos títulos para reponer los que se amorticen o deterioren sin exceder los montos de emisión autorizados.

¹ Véase Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Los siguientes son los objetivos que cumplen los TES Clase B:

- Desarrollar y profundizar el mercado de capitales Colombiano.
- Incentivar el ahorro interno a largo plazo.
- Informar al mercado financiero sobre las expectativas y precios por plazo.
- Implementar una curva de rendimientos dentro del mercado que permite su profundización.
- Atraer inversionistas institucionales.

TES CLASE A

El Título TES Clase A fue expedido el 4 de julio de 1.991 a la orden del Banco de la República, quien en cualquier momento lo podría fraccionar para colocarlo en condiciones de mercado, igualmente podían ser utilizados para hacer Operaciones de Mercado Abierto.

En cuanto a la deuda en TES Clase A, se procedió a sustituirla por nuevos TES Clase A con condiciones financieras más favorables para la Nación que las existentes en el mercado en ese momento. Con esta sustitución se buscaba mejorar el perfil de la deuda de la Nación ya que la sustitución se planteó con una tasa a la inflación proyectada más un margen de prima de riesgo; un plazo de 10 años con 2 años de gracia de capital y un anticipo de intereses pagados en 1.993.

TES CLASE B

Los TES Clase B se dividen según su rendimiento en TES Clase B de Tasa Fija y TES Clase B de Tasa Variable. Los TES Clase B de Tasa Fija son emitidos para los plazos de 1, 2, 3, 5, 7 y 10 años, mientras que los plazos para los de Tasa Variable son de 5, 7 y 10 años.

Los TES Clase B son emitidos por la Nación y cuentan con la garantía de ésta. El estimativo de los ingresos de su colocación se incluirá en el Presupuesto General de la Nación como recursos de capital.

Sus rendimientos y redención se atienden con cargo a los recursos del Presupuesto General de la Nación.

Pueden ser administrados directamente por la Nación o ésta puede celebrar con el Banco de la República o con otras entidades nacionales o extranjeras, contratos de administración fiduciaria y todos aquellos necesarios para la agencia, edición, emisión, colocación, garantía, administración o servicio de los mismos.

Cada emisión requiere el concepto de la Junta Directiva del Banco de la República sobre las características y condiciones financieras que tendrá.

Características Generales:

- Los TES Clase B se dividen según su rendimiento en TES Clase B de Tasa Fija y TES Clase B de Tasa variable. Los TES Clase B de Tasa Fija son emitidos para los plazos de 1, 2, 3, 5, 7 y 10 años, mientras que los plazos para los de Tasa Variable son de 5, 7 y 10 años.
- Los TES Clase B son emitidos por la Nación y cuentan con la garantía de esta
- El estimativo de los ingresos de su colocación se incluirá en el Presupuesto General de la Nación
- Pueden ser administrados directamente por la Nación o esta puede celebrar con el Banco de la Republica o con otras entidades nacionales o extranjeras, contratos de administración fiduciaria y todo aquellos necesarios para la agencia, edición, emisión, colocación, garantía, administración o servicio de los mismos
- Cada emisión requiere el concepto de la Junta Directiva del Banco de la Republica sobre las características y condiciones financieras que tendrá, además del Decreto que la autorice y fije las condiciones financieras específicas
- Su emisión no afecta el cupo de endeudamiento y esta limitada, para las destinadas a financiar las apropiaciones presupuestales, por el monto de estas

- El Ministerio de Hacienda y Crédito Público definirá el inicio y cierre de cada emisión
- No cuentan con la garantía del Banco de la República

Condiciones Financieras:

- Los TES Clase B pueden estar conformados por el principal y cupones de intereses anuales. Tanto el principal como los cupones pueden ser negociados de forma independiente.
- Son títulos a la orden, no gozan de liquidez primaria antes de su vencimiento y son libremente negociables en el mercado secundario. La transferencia de los valores que se encuentren en el Deposito Centralizado de Valores, puede hacerse por el registro previa orden escrita del titular de dichos valores o de su mandatario. Además, pueden ser materializados a solicitud y expensas del depositante directo.
- El uso del Deposito Centralizado de Valores será pagado por el Gobierno Nacional, emisor de los títulos, y en consecuencia el usuario no incurrirá en ningún costo por el servicio prestado.
- Los TES Clase B devengan intereses periodo vencido sobre los cuales se aplica retención en la fuente, al igual que si se colocan con descuento primariamente.
- Los TES Clase B colocados por subasta se consideran títulos de emisión serial no masiva, por lo cual no generan retención en la fuente para los establecimientos de crédito vigilados por la Superintendencia Bancaria.
- Fungibilidad: Los TES Clase B a tasa fija de una misma emisión podrán reunirse en un solo título que los reemplazaría, con el objeto de homogeneizar un volumen importante de títulos.
- Pueden ser denominados en moneda extranjera o en unidades de valor real constante – UVR-, dependiendo de las condiciones de la emisión.

- Las obligaciones emanadas de los intereses y del capital de los títulos prescriben a los cuatro años, contados a partir de la fecha de exigibilidad. Las acciones judiciales para su cobro caducan en el mismo periodo de tiempo.
- Los TES Clase B están inscritos en la Bolsa de Valores de Colombia².

En el siguiente cuadro se pueden observar las características financieras de los Títulos de Tesorería TES Clase B a Tasa Fija y a Tasa Variable, que se pueden adquirir mediante subastas.

	TASA FIJA			TASA VARIABLE
	COP	-USD-	UVR	
Garantía	Nación			Nación
Plazo Años	1, 2, 3, 5, 7 y 10 10	2 y 3	5, 7 y	5, 7 y 10 años
Cupón %	12,00; 15,00 8,00		8,0 y 10,0	IPC + Margen
Pago de Intereses	Año Vencido			Año Vencido (con base en la inflación año completo mas reciente)
Emisión	Por limite de cupo			Mensual

² Véase Ministerio de Hacienda y Crédito Público

TES B DENOMINADOS EN DÓLARES

Son títulos denominados en dólares de los Estados Unidos de América y su plazo al vencimiento será mayor o igual a un año.

Se colocarán y liquidarán en pesos a la Tasa Representativa del Mercado vigente el día de liquidación. Los TES Clase B denominados en dólares tienen un valor mínimo de mil dólares, y la expedición se hace en múltiplos de cien. Son títulos a la orden, no gozan de redención antes de su vencimiento, y son libremente negociables en el mercado secundario.

Su administración está a cargo del Banco de la República y afectan el cupo global de TES clase B aprobado por la Junta Directiva del Banco de la República para cada año.

Estos títulos no cuentan con la garantía del Banco de la República, se encuentran inscritos en las bolsas de valores del país.

TES B Mixtos

Estos Títulos se colocaron a través de la suscripción de un Contrato de Underwriting, tienen una fecha única de emisión y un plazo de diez (10) años contados a partir de la misma. Los dos (2) primeros años son Títulos de Renta Fija a tasa fija y los ocho (8) años restantes se constituyen en Títulos de Renta Fija a tasa variable.

Rendimientos: Estos títulos tienen durante los dos (2) primeros años una tasa efectiva anual pagadera año vencido y establecida por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Durante los últimos ocho (8) años devengan un rendimiento anual correspondiente a un margen fijo sobre los saldos de capital, los cuales se incrementan anualmente y hasta su vencimiento en el porcentaje que determine la tasa de referencia.

La tasa de referencia es el Índice de Precios al Consumidor (IPC) anualizada, publicada por el Departamento Nacional de Estadística (DANE), calculado para el mes anterior.

TES B denominados en UVR

Se caracterizan por que tanto el principal como los cupones están denominados en Unidades de Valor Real Constante.

La UVR es una unidad de cuenta que refleja el poder adquisitivo de la moneda, con base en la variación mensual del Índice de Precios al Consumidor –IPC total nacional- certificada por el DANE; para el cálculo de su valor se estableció como base la UVR del 15 de mayo de 1.999 equivalente a (\$100) cien pesos moneda legal colombiana, a partir del cual se modifica diariamente.

Son Títulos cuyo principal y cupón están denominados en UVR con una renta fija a tasa fija y su plazo al vencimiento no mayor o igual a 3 años calendario.

Son colocados y pagados en moneda legal colombiana utilizando el valor de la UVR vigente el día de exigibilidad. La denominación mínima del principal es de 10.000 unidades y la expedición se hace en múltiplos de 1.000 unidades.

Son títulos a la orden libremente negociables en el mercado, no gozan de redención antes de su vencimiento, la transferencia de los valores que se encuentren en el Depósito Central de Valores puede hacerse mediante el registro previa autorización escrita del titular de dichos valores o de su mandatario. Estos títulos tienen la garantía de la Nación, son administrados en forma desmaterializada en el Depósito Central de Valores del Banco de la República, están inscritos en las bolsas de valores del país³.

Emisiones de los Títulos de Tesorería TES

La emisión de Títulos de Tesorería TES Clase B requiere concepto de la Junta Directiva del Banco de la República sobre las características de la emisión y sus condiciones financieras, además requiere de un Decreto que las autorice y fije sus condiciones financieras específicas.

³ Véase, Exposición, Mauricio Fernández, Facultad de Economía Universidad de la Salle

De esta manera desde 1.993 se han realizado varias emisiones en desarrollo de un mercado de deuda pública interna.

RESUMEN DE EMISIONES

1993-2001

AÑO	DECRETO	MONTO AUTORIZADO	TOTAL COLOCADO
1.993	259/93	1.000.000	793.746
1.994	109/94	1.200.000	1.200.000
1.995	163/95	2.100.000	2.100.000
1.996	2257/95	2.630.000	
	601/96	953.578	3.583.578
1.997	2318/96	4.178.000	
	2318/96	605.909	
	1929/97	1.493.691	
	1929/97	256.771,2	
	2747/97	143.228.8	6.667.600
1.998	3035/97	12.029.227	7.681.686
1.999	2599/98	8.550.000	11.713.263.2
	1667/99	250.000	
	1844/99	450.000	
	1968/99	1.011.600	
	2280/99	838.400	
2.000	2688/99	9.053.580	
	2072/00	2.446.420	.11.259.999,9
2001	02/01	12.300.000	12.300.000

5.2 ESQUEMA DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

MECANISMOS PARA LA COLOCACION DE TITULOS DE TESORERIA TES CLASE B

MERCADO PRIMARIO: es el que desarrolla por el procedimiento de subasta entre las entidades habilitadas para participar en la suscripción primaria de Títulos TES Clase B y el administrador de las emisiones de los mismos.

A. Subasta y Underwriting:

El proceso de Subasta es el mecanismo más importante a través del cual se lleva a cabo la colocación de TES Clase B en el mercado primario. El Ministerio de Hacienda y Crédito Público define una tasa de corte y adjudica total o parcialmente todas las ofertas cuya tasa sea menor o igual a esta. Las ofertas adjudicadas se aprobarán a la tasa de corte, que podrá ser superior a la tasa de presentación de la oferta, todos los participantes cuya oferta haya sido aprobada pagarán el mismo precio, obteniendo así el rendimiento correspondiente a la tasa de corte.

Calendario de Subastas.

TES de Tasa Fija (1 año)	Miércoles de cada semana monetaria del mes.
TES de Tasa Fija (2, 3 y 5 años)	Miércoles de cada semana monetaria del mes.
TES de Tasa Variable y UVR (5 y 7 años)	Miércoles de la tercera semana monetaria de cada mes.
TES – USD (2 y 3 años)	Miércoles de cada semana monetaria del mes.

El día en que se realizara una subasta es anunciada hasta con 2 días bancarios de anticipación; para ello, el Banco de la Republica anuncia a través del SEBRA, y SEN, en nombre del Ministerio de Hacienda y Crédito Publico, la fecha, los plazos y los montos en valor costo a subastar.

Las ofertas de los AGENTES COLOCADORES para los TES clase B a tasa fija, es decir, denominados en pesos, y TES clase B tasa variable son recibidas por el Banco de la Republica vía SEBRA en el horario de 10:00am a 11:00am para cumplimiento a los 2 días bancarios inmediatamente siguiente. Las ofertas para los TES – USD tienen cumplimiento el día hábil bancario inmediatamente siguiente a la subasta, y para los TES UVR el cumplimiento se da al segundo día hábil bancario de la siguiente semana monetaria a la realización de la subasta⁴.

5.3 VALORACION DE LOS TES

El precio de los TES Clase B se calculara como el valor presente de la amortización y el (los) pago(s) del cupón (es) del titulo en el día de cumplimiento de la oferta, descontados a la tasa de corte de la subasta. El precio se calculara con una base de conteo 365/365, inclusive para los años bisiestos, expresándose con tres decimales, de acuerdo con la siguiente formula:

$$VP \text{ TES} = \sum_{l=1}^N \frac{T \text{ Cupón}}{(1 + T_{\text{mercado}})^{l/365}} + \frac{V \text{ Nominal}}{(1 + T_{\text{mercado}})^{N/365}}$$

⁴ Véase, www.corfinsura.com

Donde:

- **Precio:** será el factor con el que se calculara el valor costo de la inversión, e incluirá la prima de intereses
- **T cupón:** Será la tasa efectiva anual del cupón de los títulos a subastar, expresada como porcentaje
- **T Mercado:** Será la tasa efectiva única de aprobación de las ofertas, expresada como porcentaje
- **n :** será el numero de días transcurridos entre la fecha de colocación de los títulos y la fecha en que ocurrirá el i-nesimo pago de intereses, calculados con la base de 365 inclusive para los años bisiestos
- **N:** ultimo flujo de caja⁵

El valor a girar se calcula de la siguiente manera (según la Carta Circular del Banco de la Republica UOM-66 de Noviembre 10 de 1.998):

a. PRECIO LIMPIO (sin incluir intereses corridos a la fecha de colocación)

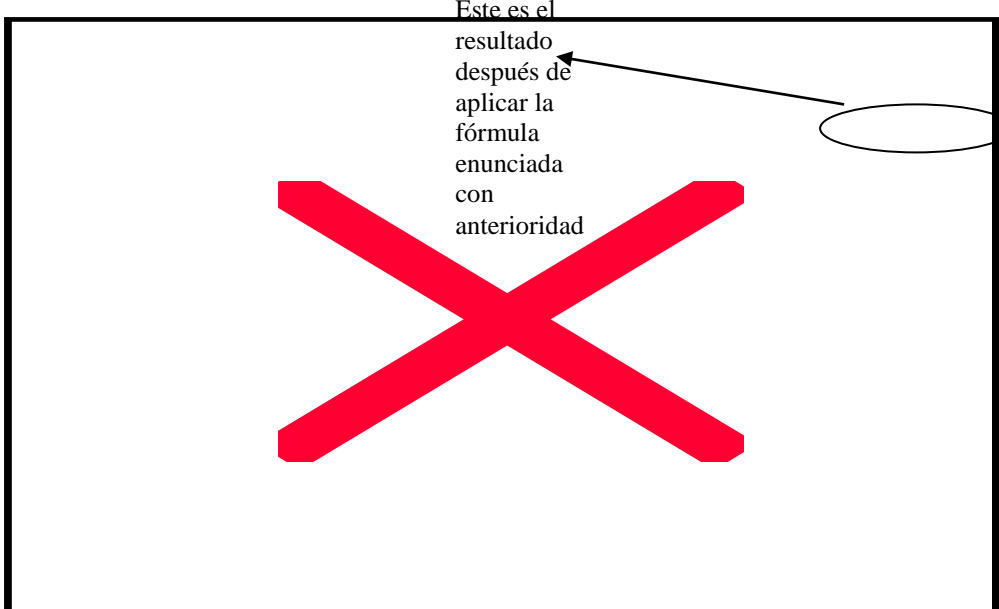
PRECIO – INTERESES CAUSADOS

b. INTERESES A PAGAR, CAUSADOS ENTRE LA FECHA DE EMISIÓN Y LA DE COLOCACIÓN

($\text{tcupón}/365$) * Días transcurridos desde el último pago o emisión

⁵ Véase Ministerio de Hacienda y Crédito Público

A continuación se dará a conocer un ejemplo de valoración de un TES tasa Fija Abril



5.4 CONDICIONES PARA MANEJO DE TES EN PORTAFOLIOS DE INVERSIONES

¿Por qué es bueno no tener una multiplicidad de referencias? Imaginémonos cómo se maneja la liquidez de una referencia que tiene un valor de 10.000 millones de pesos, (US\$5 millones) o de 20.000 millones (US\$20 millones). Ese valor nominal no le da mucha liquidez a un título.

Un título debe tener un valor emitido por referencia bastante significativo, para asegurar en el mercado la posibilidad de encontrar una multiplicidad de personas comprando y vendiendo esa misma referencia o título.

Entonces, se necesitan referencias grandes y para lograr que se tengan referencias grandes, se necesita títulos con fechas de vencimiento y emisión iguales, de iguales características. Por esto, el Banco de la Republica, conjuntamente con el Gobierno, acordó en el caso del TES a un año, emitir en cuatro fechas durante el año.

Entonces, se emiten en Abril, en Enero, en Octubre y finalmente, se emiten en Diciembre, de tal forma que si en el año vamos a colocar un billón de pesos, que es aproximadamente US\$500 millones, tenemos emisiones de valor aproximado de US\$125 millones cada una, que es un valor ya significativo dentro del mercado o el tamaño del mercado colombiano. Eso exige que la colocación se haga en una fecha diferente a la fecha de emisión, que ocurre a menudo, porque cada 15 días se hacen colocaciones de títulos a través del mecanismo de subasta, lo cual exige que el proceso de liquidación de venta del título tenga presente el valor de los rendimientos transcurridos entre el momento en que se emitió el título y la fecha en que se está haciendo la respectiva subasta. Esto no ofrece ninguna dificultad para colocar el título en el mercado.

La experiencia ha enseñado una mayor facilidad, una mayor aceptación al título en el mercado. De otra parte, la convocatoria que hace el Banco de la República para hacer estas subastas es exclusiva para captar recursos con fines fiscales.

Nunca se hace una convocatoria que tenga implícita la colocación de títulos con fines monetarios y con fines fiscales. No se da esa situación. Son independientes y es necesario que sea independiente para no mandar señales equivocadas al mercado sobre el comportamiento de esos títulos.⁶

6. ANÁLISIS COMPORTAMIENTO TES

En la actualidad la curva de los Títulos de Tesorería (TES) especialmente los Tasa Fija se mueven en un rango de Duración de 0.625 años (cotización obligatoria) y 4.81 años que sería curva larga.

El creer de las personas y empresas en estos papeles, es lo que ha generado que hoy en día se transen 1.6 billones aproximadamente diarios por el sistema

⁶ Véase, Exposición, Mauricio Fernández, Facultad de Economía Universidad de la Salle

electrónico de negociación (SEN) del banco de la republica, un monto supremamente alto comparado con la rueda de acciones, que maneja aproximadamente 25.000 millones diarios o el ST-FX, donde se negocian Dólares, (420 millones de USD aproximadamente diarios).



Fuente BLOOMBERG

Matriz de rendimientos

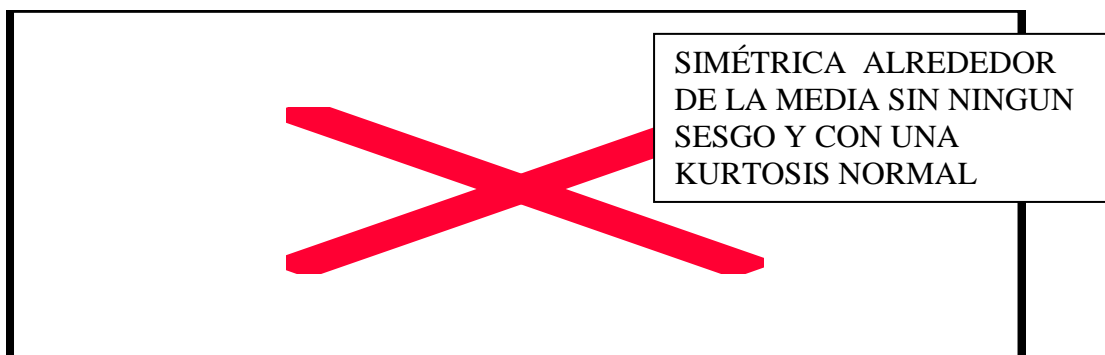
Plazo	I217 COP Colombia Soberano 10/11/04		I217 COP Colombia Soberano 09/28/04		I217 COP Colombia Soberano 10/11/04	
	Rend		Rend		Rend	
1 Year	7.8725% ^{SENC}		7.9685% ^{SENC}		7.8725% ^{SENC}	
2 Years	8.4082% ^{SENC}		8.5918% ^{SENC}		8.4082% ^{SENC}	
3 Years	10.5113% ^{SENC}		10.9344% ^{SENC}		10.5113% ^{SENC}	
4 Years	11.8131% ^{SENC}		12.0638% ^{SENC}		11.8131% ^{SENC}	
5 Years	12.2106% ^{SENC}		12.3895% ^{BGN}		12.2106% ^{SENC}	
8 Years	13.2513% ^{SENC}		13.4901% ^{SENC}		13.2513% ^{SENC}	

Fuente BLOOMBERG

Los anteriores gráficos muestran el comportamiento de la curva de TES Tasa Fija para dos periodos la curva blanca, 11 de Octubre de 2004 y la curva roja 28 de Septiembre de 2004, por tal razón factores como expectativas de un IPC entre 5.5% y 6% para final de año, ha hecho desplazar la curva unos 25 Pb aproximadamente, confirmando que las noticias macroeconómicas son fundamentales en la continuidad de una tendencia o en el peor de los casos un cambio.

Si se remonta a la historia cercana, el país entero (Sector Financiero) todavía recuerda la crisis de los TES entre Julio y Octubre del 2002, la cual acarreo con un alza en las tasas de interés cercanas a 200 y 300 Puntos Básicos, aclarando que la mayoría de los portafolios de aquel entonces tenían una composición contigua al 80% en estos activos, y la rentabilidad que se había podido producir durante lo corrido del año se absorbió en unos pocos días.

Como se comento en un párrafo anterior el Riesgo País en un mercado que se encuentre en condiciones normales se acerca a cero (0), pero este se puede alterar por factores políticos como los de aquel entonces (Campaña Presidencial y Futuro Presidente) o por factores externos que involucren la tasa de cambio del país, puesto que su correlación con las Tasas de Interés de los TES, es cercana al 78%, con un nivel de confianza del 99%, una Kurtosis de 0 y un coeficiente totalmente simétrico sin sesgo alrededor de la media.



Es así como se muestra la fuerte correlación entre las tasas de los TES y el comportamiento del Dólar.

Arriba se observó que las tasas disminuían mientras el comportamiento del Dólar es revaluacionista, confirmado su correlación en estos momentos.



Fuente Fx-Street

En la actualidad la inversión en papeles emitidos por el Gobierno Nacional termina siendo muy rentable puesto que el spread entre la tasa y el IPC deja un margen de utilidad antes de impuestos relativamente alto, como por ejemplo los TES Abriles del 2012, cuya cotización es de carácter obligatoria y se presentan como los más líquidos del mercado.

Tasa Promedio en la actualidad: 13.30% E.A.

IPC actual 5.97% E.A.

Tasa Real :6.91% E.A.

Cabe resaltar que este papel fue emitido en el 2002 y es a 10 años, muy comparable con un Treasury de 10 años (Bono más Representativo de EE.UU.).

Tasa Promedio en la actualidad: 4.20% E.A.

IPC Promedio 1.5% E.A.

Tasa Real: 2.66% E.A.

En comparación es mucho mas rentable el título colombiano, pero lo que llega a jugarle una mala pasada a estos papeles es el riesgo al que esta expuesto Colombia, puesto que su conflicto interno es mucho mas sensible, que el de EE.UU.

7. GLOSARIO

El siguiente glosario se determino con base en el universo de títulos que se negocian en el mercado de valores y algunos que ya desaparecieron; las tasas que se van a presentar a continuación, tienen que ver con la necesidad del título para el cual aplica, por lo tanto la intención es dar a conocer la definición.

TASA BÁSICA DE LA SUPERINTENDENCIA BANCARIA - (TBS)
TASA DE CAMBIO REPRESENTATIVA DEL MERCADO - (TCRM)
TASA DE CAMBIO
TASA DE CAMBIO FIJA
TASA DE CAMBIO FLOTANTE
TASA DE CAMBIO NOMINAL
TASA DE CAMBIO REAL
TASA DE INTERES
TASA DE INTERÉS ANTICIPADA
TASA DE INTERES INTERBANCARIA
TASA DE INTERES ACTIVA
TASA INTERNA DE RETORNO
TASA DE INTERÉS EFECTIVA
TASA DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA
TASA DE INTERÉS LIBRE DE RIESGO
TASA DE INTERÉS NOMINAL
TASA DE INTERÉS REAL
TASA DE INTERÉS VENCIDA
TASA DE REDESCUENTO
TASA DE REINVERSIÓN
T-BONDS
T.B.S.
T.C.C.
TENDENCIA

TES (TÍTULOS DE TESORERÍA)
TITULARIZACION
TITULO VALOR
TÍTULOS A LA ORDEN
TITULOS CON DESCUENTO
TITULOS CORPORATIVOS O DE PARTICIPACION
TITULOS DE CONTENIDO CREDITICIO
TÍTULOS DE DEVOLUCIÓN DE IMPUESTOS (TIDIS)
TÍTULOS DE PARTICIPACIÓN EN FONDOS DE VALORES
TÍTULOS DE TESORERÍA PRIMARIOS
TITULOS DE RENTA FIJA
TITULOS DE RENTA VARIABLE
TITULOS DE TESORERIA
TITULO DE AHORRO CAFETERO
TITULOS DE AHORRO NACIONAL - "T.A.N."
TITULOS FINANCIEROS AGROINDUSTRIALES
TITULOS DE PARTICIPACION
TITULOS MIXTOS
TITULOS NOMINATIVOS
TITULOS AL PORTADOR
TITULOS A LA ORDEN
TRADER
TRANSFERENCIA DE FONDOS
TRANSFERENCIA TEMPORAL DE VALORES
TRANSPARENCIA
TRM PUNTO MINIMO O PISO
TRM PUNTO MEDIO
TRM PUNTO MAXIMO O TECHO

Tasa Básica de la Superintendencia Bancaria (TBS): Corresponde a la divulgación diaria del espectro de tasas de interés de

Las nuevas operaciones de captación de recursos, a través de CDT (Certificados de Depósito a Término) y CDAT (Certificados de Depósitos de Ahorro a Término), que los diferentes establecimientos de crédito autorizados desarrollan en su intermediación cotidiana. Las tasas están expresadas en términos efectivos anuales para una mejor comprensión por parte del usuario y de los actores del mercado. Esta información se constituye en el insumo básico para el cálculo de la DTF que certifica semanalmente el Banco de la República.

Tasa de Cambio Representativa del Mercado - TCRM: La TCRM es un indicador económico que revela el nivel diario de la tasa de cambio oficial en el mercado spot de divisas colombiano. Corresponde al promedio aritmético simple de las tasas promedio ponderadas de compra y venta de divisas de las operaciones interbancarias y de transferencias, desarrolladas en las Ciudades de Bogotá D. C. Medellín, Cali y Barranquilla por los intermediarios plenos del mercado que se encuentran autorizados en el estatuto cambiario es decir: Bancos Comerciales, Corporaciones Financieras F. E. N. y Bancoldex.

La Superintendencia Bancaria de Colombia tiene la obligación de calcular la TCRM y divulgarla al mercado y al público en general, según lo estipulado en el artículo 96 del estatuto cambiario (Resolución Externa 021 de septiembre de 1993 de la Junta Directiva del Banco de la República, el cual fue modificado por el artículo 1º. de la Resolución Externa No. 1 de 1997, emanada de la Junta Directiva del Banco de la República.

TASA DE CAMBIO: Relación entre el precio de dos monedas que es determinado por la oferta y la demanda. En otras palabras, es lo que tendría que pagarse en una moneda (peso colombiano, por ejemplo) para adquirir otra moneda (dólar estadounidense, por ejemplo).

TASA DE CAMBIO FIJA: Tasa de cambio que se mantiene constante en el tiempo y generalmente está ligada al dólar. La autoridad monetaria o el banco central de cada país es el encargado de mantener fija esta paridad cambiaria.

TASA DE CAMBIO FLOTANTE: Tasa de cambio cuyo comportamiento se deja totalmente al mercado sin que la autoridad monetaria intervenga para tratar de regular su comportamiento.

TASA DE CAMBIO NOMINAL: Determina cuántas unidades de una moneda pueden comprarse con una sola unidad de otra moneda.

TASA DE CAMBIO REAL: Tasa de cambio entre dos monedas luego de descontada la inflación.

TASA DE INTERÉS: Es la expresión porcentual del interés aplicado sobre un capital. Las tasas de interés pueden estar expresadas en términos nominales o efectivos. Las nominales son aquellas en que el pago de intereses no se capitaliza, mientras que las efectivas corresponden a las tasas de intereses anuales equivalentes a la capitalización de los intereses periódicos, bien sea anticipadas o vencidas.

La tasa de interés efectiva es el instrumento apropiado para medir y comparar el rendimiento de distintas alternativas de inversión.

Las tasas nominales pueden tener periodicidad mensual, trimestral, semestral o cualquier otra que se establezca.

TASA DE INTERÉS ANTICIPADA: Tasa de interés que una vez acordada, se paga o se cobra al iniciar cada periodo.

TASA DE INTERES INTERBANCARIA: Es el precio de las operaciones realizadas en moneda doméstica por los intermediarios financieros para solucionar problemas de liquidez de muy corto plazo. Dicha tasa de interés se pacta para operaciones de un día.

TASA DE INTERES ACTIVA: Tasa de colocación de créditos por parte de los intermediarios del sistema financiero colombiano. Incluye créditos de cartera ordinaria, tarjetas de crédito y créditos de tasa preferencial.

TASA INTERNA DE RETORNO - TIR: Herramienta para el análisis de rentabilidad de flujos de fondos, que se define como la tasa de descuento de los flujos en la que el valor presente neto se hace igual a cero. Corresponde a la rentabilidad que obtendría un inversionista de mantener el instrumento financiero hasta su extinción, bajo el supuesto que reinvierte los flujos de ingresos a la misma tasa.

TASA DE INTERÉS EFECTIVA: Expresión anual del interés nominal dependiendo de la periodicidad con que éste último se pague. Implica reinversión o capitalización de intereses.

TASA DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA: Tasa de interés equivalente en moneda local a la que se obtendría en el extranjero, teniendo en cuenta los efectos devaluacionistas o revaluacionistas.

TASA DE INTERÉS LIBRE DE RIESGO: No presenta ningún riesgo para los inversionistas. Un ejemplo de ella es la que otorgan en Colombia los Títulos de Tesorería (TES) del Gobierno o la de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos.

TASA DE INTERÉS NOMINAL: Tasa de interés o rendimiento que el emisor paga al inversionista por un título periódicamente (mensual, trimestral o anual), sin tener en cuenta la reinversión de intereses.

TASA DE INTERÉS REAL: Tasa de interés que descuenta el efecto de la inflación.

TASA DE INTERÉS VENCIDA: Tasa de interés que una vez acordada, se paga o se cobra al finalizar cada periodo.

TASA DE REDESCUENTO: Tasa de interés a la cual le cobra el banco central al banco comercial por reembolsarle parte del crédito que éste ha concedido a terceros.

TASA DE REINVERSIÓN: Tasa de interés que gana un arrendador sobre los excedentes monetarios del arrendamiento durante el periodo siguiente al de inversión en un arrendamiento.

T-BONDS: Palabra que en español significa Bonos del Tesoro de Estados Unidos. Es un instrumento de deuda que tiene como vencimiento un máximo de treinta años.

TBS: Es la tasa promedio de captación a través de CDT y CDAT de las entidades financieras, calculada diariamente por la Superintendencia Bancaria para diferentes plazos.

TCC: Es la tasa promedio de captación de los certificados de depósito a término de las corporaciones financieras y es calculada por el Banco de la República.

TENDENCIA: Tasa de crecimiento de cualquier variable en el largo plazo, como por ejemplo los precios de un título valor o de la economía.

TES (TÍTULOS DE TESORERÍA): Títulos de deuda pública emitidos por la Tesorería General de la Nación (en pesos, en UVR's - Unidades de Valor Real Constante - o en pesos ligados a la TRM) que son subastados por el Banco de la República. Se caracterizan por ser una de las mayores fuentes de financiación del Gobierno.

TITULARIZACION: Es un proceso en el que diferentes activos como pueden ser: cartera, bienes inmuebles, proyectos de construcción, rentas, flujos futuros de fondos, son movilizados, constituyéndose un patrimonio autónomo, con cargo al cual se emiten títulos. Bajo esta figura, el emisor es el patrimonio autónomo administrado por una sociedad fiduciaria. El plazo de los títulos está ligado a las características del activo.

Pueden emitirse títulos con características similares a los de renta fija (de contenido crediticio), renta variable (de participación) o a los de ambos (mixtos).

TITULOS VALOR: Documento negociable que acredita los derechos de su tenedor legítimo y las obligaciones del emisor mismo. Incorpora derechos de crédito, participación, tradición, o representativos de mercancías.

TÍTULOS A LA ORDEN: Son los instrumentos expedidos inicialmente a nombre de determinada persona, pero pueden negociarse o transferirse mediante simple endoso (firma del tenedor) y entrega.

TITULOS CON DESCUENTO: Títulos representativos de deuda; no devengan intereses y su rendimiento se genera por la diferencia entre el valor nominal

del título y el valor de adquisición que necesariamente es inferior al valor de emisión nominal.

TÍTULOS CORPORATIVOS O DE PARTICIPACIÓN: En titularizaciones, son en los que el inversionista adquiere una parte alícuota del patrimonio autónomo o fondo y participa de las utilidades o pérdidas que éste genere. Se asimilan a títulos de renta variable y se encuentran normalmente referenciados en unidades de participación. Pueden ser redimidos antes de la extinción del patrimonio autónomo o fondo, debido a la liquidación de parte de sus activos o bienes.

TÍTULOS DE CONTENIDO CREDITICIO: En titularizaciones, son los que incorporan derechos a percibir la cancelación del capital y de los intereses de acuerdo con las condiciones señaladas en el título. Se asimilan a los títulos de renta fija y los activos que conforman el patrimonio autónomo respaldan el pasivo con los inversionistas

TÍTULOS DE DEVOLUCIÓN DE IMPUESTOS (TIDIS): Título valor emitido por el Banco de la República cuya finalidad es la de servir como instrumento de pago para la devolución de impuestos, cuya cuantía sea superior a \$1.000.000.

TÍTULOS DE PARTICIPACIÓN EN FONDOS DE VALORES: Emitidos por Fondos de Valores cerrados, administrados por sociedades comisionistas de Bolsa. Representan unidades patrimoniales o de participación.

TÍTULOS DE TESORERÍA PRIMARIOS: TES ofrecidos en la primera subasta.

TITULOS DE RENTA FIJA: Títulos representativos de un adeuda que da a quien los posee el derecho a recibir un interés fijo por un período preestablecido.

TITULOS DE RENTA VARIABLE: Son los títulos en los cuales la rentabilidad sólo es conocida después de redención. Su rendimiento depende del desempeño económico de la empresa emisora. En términos generales corresponde a las acciones emitidas por una sociedad anónima.

TÍTULOS DE TESORERÍA (TES): Los títulos de tesorería creados en la ley 51 de 1990 son títulos de deuda pública interna emitidos por el Gobierno Nacional.

Existen dos clases de títulos: clase A y clase B. Los primeros fueron emitidos con el objeto de sustituir la deuda contraída en las operaciones de mercado abierto realizadas por el Banco de la República. Los segundos se emiten para obtener recursos para apropiaciones presupuestales y efectuar operaciones temporales de la Tesorería del Gobierno Nacional. En la actualidad solamente se emiten los títulos de clase B.

El plazo se determina de acuerdo con las necesidades de regulación del mercado monetario y de los requerimientos presupuestales o de tesorería, y fluctúa entre 1 y 7 años. El rendimiento de los títulos lo determina el Gobierno Nacional de acuerdo con las tasas del mercado para el día de colocación de los mismos.

TITULO DE AHORRO CAFETERO: Título - valor emitido por la Federación Nacional de Cafeteros a nombre del Fondo Nacional del Café como pago parcial de las cosechas. Devenga interés y tiene un período de vencimiento de tres años.

TITULOS DE AHORRO NACIONAL - "T.A.N.": Título valor emitido por el Gobierno Nacional, con el objeto de captar recursos destinados a programas de Inversión Pública. Se emiten a la orden y con plazos de 90 - 180 - 270 y 360 días.

TITULOS FINANCIEROS AGROINDUSTRIALES: Títulos de deuda pública creados con el propósito de financiar actividades agroindustriales.

TITULOS DE PARTICIPACION: Título - valor emitido por el Banco de la República con el propósito de regular el mercado monetario, interviniendo en el mercado abierto. Son emitidos a la orden y se negocian con la modalidad de descuento. Ver también TÍTULOS CORPORATIVOS O DE PARTICIPACIÓN.

TÍTULOS MIXTOS: En titularizaciones, son mezcla de títulos corporativos o de participación con títulos de contenido crediticio. Esto es, que pueden contemplar una rentabilidad mínima o una máxima o las dos. También pueden incorporar derechos de participación y ser amortizables.

TITULOS NOMINATIVOS: Emitidos a nombre de una persona natural o jurídica; circulan por endoso y con la entrega. Además, se exige la inscripción del tenedor en el libro de registro que lleva el emisor del título.

TITULOS AL PORTADOR: Se emiten sin especificar el nombre del beneficiario o con la cláusula "al portador ". Son libremente negociables por la simple entrega o transmisión directa de los mismos.

TITULOS A LA ORDEN: Son documentos expedidos necesariamente a nombre de una persona determinada, quien solamente puede negociarlos o transferirlos mediante endoso y entrega, que debe constar por escrito y es esencial en estos títulos.

TRADER: Persona que compra y vende acciones o títulos valores de manera personal o a nombre de su firma y de terceros.

TRANSFERENCIA DE FONDOS: Movimiento interno de fondos entre cuentas dentro de un banco o movimiento externo de fondos entre bancos.

TRANSFERENCIA TEMPORAL DE VALORES: Son aquellas operaciones mediante las cuales una persona transfiere a otra el derecho de propiedad sobre unos títulos, con el compromiso para esta última de, al cabo de un lapso convenido de máximo un año y a cambio de un precio prefijado, transferirle a la primera el derecho de propiedad de títulos equivalentes, de la misma especie y clase. Para el propietario inicial, esta operación implica en la práctica la cesión de sus títulos por un periodo de tiempo determinado a cambio de un porcentaje o tasas de interés, lapso después del cual los valores le serán devueltos.

TRANSPARENCIA: Característica de los mercados en los que todas las personas que intervienen tienen acceso a la información relevante sobre el mismo.

TRM PUNTO MINIMO O PISO: Corresponde al límite inferior de la banda cambiaria y establece el valor de referencia para la compra de dólares por parte del Banco de la República.

TRM PUNTO MEDIO: Valor Central de la banda cambiaria.

TRM PUNTO MAXIMO O TECHO: Corresponde al límite superior de la banda cambiaria y establece el valor de referencia para la venta de dólares por parte del Banco de la República.⁷

⁷ Véase, Superintendencia de Valores, Glosario de Títulos Valores

8. CONCLUSIONES

El desarrollo del mercado de valores ha contribuido a dar una formación transparente del precio que antes no se tenía, al punto que hoy en Colombia se tiene un indicador oficial sobre la curva de los Títulos de Tesorería (TES), que es la curva cero cupón, la cual tiene riesgo soberano.

Este indicador es utilizado diariamente para la valoración “marked to market” de los demás títulos que forman parte del portafolio de la entidades que están supervisadas por la Supervalores y la Superbancaria.

La distribución de deuda pública se ha hecho más eficiente, y su colocación en consecuencia ha sido también más eficaz y ha servido de mecanismo para financiar internamente el problema del déficit fiscal.

En síntesis el origen de los TES ha venido generando un fuerte auge entre la entidades que ofrecen o disponen de mayor liquidez, dándole así la importancia para mantenerlos en un portafolio de características eficientes, y al Gobierno de ir poco a poco reemplazando la deuda Externa por Interna.

BIBLIOGRAFÍA

- Superintendencia de Valores de Colombia, Normas sobre el Patrimonio Técnico y la Relación de Solvencia, de las Sociedades Comisionistas, Presentación, Marzo de 2003.
- Circular Externa 042 de 2001 de la Superintendencia Bancaria.
- BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Método de Estimación de la Curva Cero Cupón para Títulos TES tasa fija en pesos (CEC en pesos) y la Curva Cero Cupón para Títulos TES en UVR (CEC en UVR). Documento Técnico. Bogota.
- SUPERINTENDENCIA BANCARIA DE COLOMBIA. Modelos para el Cálculo de la Volatilidad de la Tasa de Interés en Colombia. Documento Técnico. Bogota.
- SUPERINTENDENCIA DE VALORES DE COLOMBIA. Resolución No 1200 de 1.995. Normatividad del Mercado Público de Valores. Bogota.
- www.minhacienda.gov.co
- www.corfinsura.com
- www.corfivalle.com
- www.gestiopolis.com
- www.banrep.gov.co
- www.supervalores.gov.co
- www.bvc.com.co
- www.portafolio.com.co
- www.larepublica.com
- www.eltiempo.com.co

