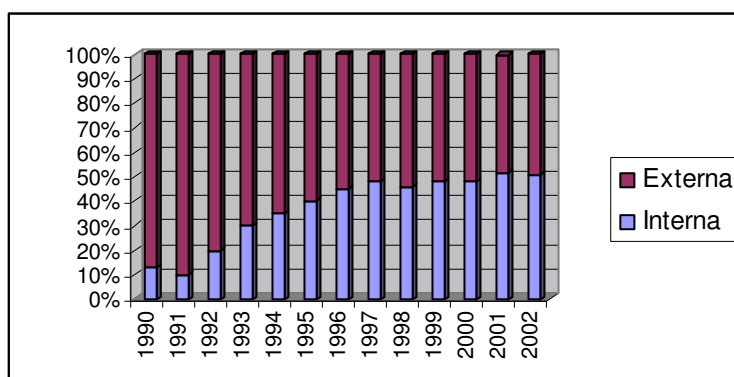


PRINCIPALES ASPECTOS DEL CREDITO PÚBLICO DENTRO DEL PROCESO PRESUPUESTAL COLOMBIANO*

El monto de crédito requerido por el país se determina a partir de la estimación del déficit que hace el CONFIS para cada vigencia. Una vez estimado el nivel de déficit se establecen los requerimientos de financiación, es decir, el monto de recursos necesarios para financiar la parte del gasto que no alcanza a ser financiada por los ingresos corrientes que percibe la Nación.

La labor de la Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda es determinar que porcentaje del financiamiento se obtendrá a través del mercado interno y cual en el mercado externo. En el *Gráfico 7.1* se observa la composición de la deuda pública en la última década según fuentes.

Gráfico 7.1
Composición de la deuda del GNC



Fuente: Crédito Público y Banco de la República

* Hugo Rangel____, Catalina Villa____

I. Financiación a través del mercado doméstico

La financiación de los requerimientos del Gobierno en el mercado interno presenta ventajas comparativas respecto del mercado externo, en la medida en que no existe riesgo cambiario, la colocación, administración y pago de recursos es más ágil y la Nación no requiere dar prueba de su solvencia y liquidez.

Sin embargo el nivel de financiamiento que la Nación puede buscar en el mercado interno es limitado. Una demanda excesiva de recursos por parte del Gobierno puede tener efectos negativos al presionar el mercado interno y desplazar gran parte de los recursos para el financiamiento del sector privado al sector público ("*Crowding Out*"¹), provocando el aumento en las tasas de interés, y afectando negativamente el crecimiento de la economía del país.

El monto a financiar en el mercado interno se determina con base en un estimativo de:

- el monto de recursos disponibles en el mercado interno,
- el monto del financiamiento que los privados buscaran en el mercado doméstico,
- las expectativas sobre la tasa de interés interna,
- la tasa de crecimiento esperada,
- la reinversión de los excedentes de entidades públicas,
- la liquidez permanente de entidades públicas como Fogafin o Fondos Rotatorios de entidades públicas, y

¹ La demanda de recursos por parte del Estado tiende a desplazar la demanda de recursos del sector privado, ya que el riesgo percibido por los inversionistas frente al Estado es menor, en la medida en que la capacidad de pago de éste esta asegurada, mientras que la de los privados no.

- el cálculo del crecimiento de la demanda de Títulos de Tesorería -TES- por parte de privados

A. Características Generales de las fuentes de financiación interna

A nivel interno la Nación básicamente cuenta con tres fuentes de financiación: proveedores, bancos comerciales y títulos de deuda pública, siendo esta última la más importante al representar la mayoría del financiamiento doméstico.

1. Descripción

Los Títulos de Tesorería, TES, son recursos de amplia disponibilidad que fueron creados en 1990 mediante la Ley 51 con el fin de financiar las operaciones presupuestales, reemplazar el vencimiento de otros Títulos, y saldar la deuda de la Nación con el Banco de la República. Se denominan como otros recursos del Tesoro, y en el Presupuesto Nacional están clasificados como recurso 11.

En los últimos años su utilización se ha incrementado de manera significativa por lo cual la Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda, como dependencia encargada del financiamiento de la Nación, tiene que evaluar que tanto recurrir a ellos para no afectar adversamente los precios del mercado.

El país ha empezado a refinanciar la deuda (*"roll-over"*), endeudándose con TES para pagar el vencimiento de otros TES, de esta forma no se

presiona la tasa de interés doméstica por cuanto no modifica el monto total financiado.

La Ley 51 estipuló dos tipos de TES: Clase A y Clase B, cuya diferencia radicó principalmente en el destino de los recursos captados bajo cada modalidad. Los *TES Clase A* fueron emitidos para cubrir el pasivo existente con el Banco de la República, y atender el servicio de la deuda de los Títulos de Ahorro Nacional –TAN-. El Gobierno emitió estos TES una sola vez, en 1991. En 1993 hizo una recomposición del saldo.

Los *TES Clase B*,² cuyas características generales³ se describen en el *Cuadro 7.1*, se crearon con el objeto de captar recursos para completar las apropiaciones presupuéstales, proveer recursos temporales a la Tesorería, sustituir el vencimiento de los Títulos de Ahorro Nacional -TAN- y reponer la deuda que se amortice o deteriore.

² Según información del CONPES 3126 del 27 de Junio de 2001 Los TES Clase B representaron el 99.3% del total de TES en Circulación en diciembre de 2000.

³ La resolución 002 de 2002 estipula las generalidades y particularidades de los TES Clase B y puede ser consultada en la pagina web del MHCP www.minhacienda.gov.co.

Cuadro 7.1

Descripción TES Clase B

<p>Denominación: pueden ser denominados en Pesos, Dólares o Unidades de Valor Real – UVRs-. Adicionalmente existe otra modalidad de TES de corto plazo al descuento y sin cupones.</p>
<p>Inversión Mínima: \$500,000, USD 1,000 y UVR 10,000 para TES en pesos, dólares y UVR respectivamente;</p>
<p>Rentabilidad: la rentabilidad ofrecida puede ser: i) de Tasa Fija o ii) de Tasa Variable.</p>
<p>Liquidez: son títulos a la orden, no gozan de liquidez primaria antes de su vencimiento y son libremente negociables en el mercado secundario. El cupón y el principal pueden ser negociados por separado excepto para los TES denominados en dólares y UVR.</p>
<p>Retención en la Fuente: se aplica retención en la fuente a los intereses devengados.</p>
<p>Colocación: pueden colocarse tanto mediante subasta, operaciones forzosas, y operaciones convenidas.</p>
<p>Conformación : Los TES Clase B están conformados por: i) el monto principal el cual será amortizado al vencimiento, y ii) los cupones de intereses anuales pagaderos año vencido. Excepto los TES de corto plazo al descuento que no tiene cupones. Se pueden "descuponizar"¹, de manera que los cupones pueden ser negociados por separado en el mercado secundario a excepción de los TES denominados en dólares y UVR.</p>
<p>Vencimiento: son emitidos a 1, 2, 3, 5, 7, 10, 12 y 15 años .</p>
<p>Característica Generales:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Al igual que cualquier título emitido por la Nación cuentan con el respaldo del Gobierno. • Para su emisión se requiere contar con el concepto de la Junta Directiva del Banco de la República sobre características y condiciones financieras. Además precisa del decreto que autorice la emisión anual y fije sus condiciones financieras específicas. • El Ministerio de Hacienda y Crédito Público define el inicio y cierre de cada emisión. • Están inscritos en la Bolsa de Valores del país. • 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, colocación, garantía, administración o servicio de los mismos.

2. Proceso de Colocación de los TES

La colocación de Títulos de Tesorería puede realizarse de tres formas: mediante operaciones forzosas, operaciones convenidas, y subastas.

a. Operaciones Forzosas

De acuerdo con el Decreto 1013 de 1995 cuando las entidades que dependen del Presupuesto General de la Nación presentan excedentes de liquidez, están obligadas a invertirlos en Títulos de Deuda Pública, específicamente en TES Clase B.

Las entidades públicas determinan el nivel de excedentes mediante el promedio mensual de las disponibilidades de caja, cuentas corrientes, depósitos de ahorro a término o cualquier otro depósito y activos diferentes de TES. Durante los cinco primeros días hábiles de cada mes deben suscribir TES por el equivalente al 100% de dicho promedio.

Las principales entidades con las que se realizan este tipo de operaciones son: los Fondos Rotatorios, las Corporaciones Autónomas Regionales, los establecimientos públicos como el Instituto Colombiano de Crédito Educativo y Estudios Técnicos en el Exterior –ICETEX-, el Instituto Colombiano para el Desarrollo de la Ciencia y Tecnología –COLCIENCIAS-, el Instituto Colombiano para el Fomento de la Educación Superior –ICFES-, el Instituto de Investigaciones en Geociencias, Minería y Química –INGEOMINAS-, el Instituto Nacional de Adecuación de Tierras –INAT-, el Servicio Nacional de Aprendizaje –SENA-, el Instituto Nacional de Vivienda de Interés Social y Reforma Urbana –INURBE-, universidades públicas como la Universidad Nacional, la Universidad del Sur –UNISUR-, la Universidad del Cauca y la Universidad Pedagógica, y otras entidades de carácter público como el Club Militar, la Defensa Civil Colombiana, el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras –FOGAFIN- entre otras.

b. Operaciones Convenidas

Las operaciones convenidas son inversiones pactadas entre las empresas públicas del orden descentralizado que no dependen del Presupuesto. Cuando las empresas industriales y comerciales del Estado y sociedades de economía mixta con régimen de industriales y comerciales, registran un excedente de liquidez en pesos deben ofrecerlo en primera instancia al Tesoro, es decir, acuden al mercado primario⁴ en forma directa y siempre observando las condiciones del mercado secundario en cada momento de aceptación de este tipo de operaciones.

Mediante este tipo de operación las entidades adquieren TES a tasas competitivas que siguen de cerca los precios del mercado. Si los excedentes de estas empresas no son capturados por la Tesorería, deben ser subastados directamente.

En las operaciones convenidas se ofrecen los mismos títulos que se subastan, con lo cual se garantiza una mayor homogeneidad en los instrumentos entregados a inversionistas, ya sean estos públicos o privados.

Las principales entidades con las que se realizan este tipo de operaciones son: la Caja de Previsión Social de Comunicaciones -CAPRECOM EPS-, la Empresa Colombiana de Petróleos -ECOPETROL-, la Empresa Nacional de Telecomunicaciones -TELECOM-, la Fiduciaria La Previsora - Magisterio,

⁴ Los mercados primarios son los que efectúan ventas de valores recién emitidos a los compradores originales. En los mercados secundarios se transan valores que ya han estado en posesión de otros. El objeto

Fiduciaria La Previsora S.A., el Fondo de Solidaridad Agropecuaria, el Instituto de Seguros Sociales –ISS-, la Interconexión Eléctrica Generadora -ISAGEN S.A.-

c. Colocación a través de subasta

El Gobierno a través de las colocaciones mediante subasta busca generar recursos adicionales de financiación a largo plazo para la Nación, ampliar la base de inversionistas del mercado primario, dar profundidad al mercado secundario y tener un mercado de capitales robusto que permita conseguir recursos localmente.

Mediante este proceso de colocación el Gobierno capta recursos de agentes privados del mercado de valores a través del Programa de Creadores de Mercado⁵ y realiza una subasta holandesa⁶. La rentabilidad de los mismos, es determinada a partir de las ofertas de colocación presentadas por los diferentes agentes colocadores del mercado.

El proceso de subasta se inicia cuando el Ministerio de Hacienda y Crédito Público establece la meta de colocación y las condiciones de los TES a subastar. Los Creadores de Mercado presentan al Banco de la República (administrador de la subasta) sus ofertas de monto y rentabilidad a las que estarían dispuestos a adquirir dichos títulos. El Ministerio de

principal de este mercado es proporcionar liquidez a los tenedores de acciones y bonos. El volumen de transacciones es sustancialmente mayor que el de los mercados primarios.

⁵ El MHCP diseñó el Programa de Creadores de Mercado con el fin de liderar el desarrollo del mercado secundario de TES clase B. La Resolución 001 de 2003 del MHCP, estableció que la condición de Creador de Mercado o Aspirante a Creador de Mercado sería concedida por el MHCP por un año calendario, a los bancos, corporaciones financieras y comisionistas de bolsa, pertenecientes al sistema financiero colombiano que cumplieran con los requisitos de capital y calificaciones de riesgo estipulados. En el mercado primario, sólo los Agentes Colocadores designados como Creadores de Mercado podrán adquirir TES Clase B.

⁶ Es la subasta en la cual el precio del bien subastado se va bajando hasta que existe una oferta y se vende a ese precio. Es una subasta a la baja.

Hacienda organiza las ofertas realizadas de menor a mayor rentabilidad hasta completar el monto requerido. La mayor rentabilidad de las ofertas que permite completar el monto, se constituye en la tasa de corte. El Ministerio adjudica total o parcialmente el monto a colocar a aquellas ofertas cuya tasa sea menor o igual a la tasa de corte. Con el fin de que las ofertas aprobadas tengan el mismo rendimiento, todas las ofertas adjudicadas se aprueban a la tasa de corte, la cual puede ser superior a la tasa ofertada inicialmente por los creadores de mercado. En caso de existir una gran demanda y una tasa conveniente puede realizarse una segunda vuelta. Las ofertas presentadas por los creadores de mercado deben indicar los siguientes aspectos:

- la tasa de interés efectiva anual a la que se desea adquirir los títulos, incluyendo el cálculo de la prima de intereses, en caso de que exista;
- el plazo, y
- el valor nominal de los títulos que desea adquirir.

La oferta mínima de cada Agente Colocador es \$500 millones. En el caso de los TES en dólares, la oferta mínima es de USD 100,000 y para TES en UVR es de un \$1 millón de unidades⁷.

⁷ Para más detalles consultar la Resolución 002 de 2003 de la Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda y Crédito Público

B. Evolución de la Deuda Interna⁸

1. Composición

A febrero de 2003 la deuda interna del Gobierno Central ascendió a \$53.3 billones. En términos del PIB, el endeudamiento interno del GNC aumentó durante toda la década, pasando de 1.9% en 1990 a 26% a marzo de 2003. La composición del endeudamiento también se modificó durante estos 10 años. En 1991, la mayor parte del financiamiento del GNC provino de créditos del Banco de la República (65%), a comienzos de la década, el rubro "otros bonos", que incluye títulos adquiridos principalmente por otras entidades públicas a tasas de interés generalmente inferiores a las de mercado, tuvo una participación importante en el portafolio de deuda interna del GNC.

La Constitución Política de 1991, modificó este patrón de endeudamiento, ya que restringió considerablemente la posibilidad de que el Gobierno recibiera créditos directos del Emisor⁹. Esta decisión llevó al GNC a incrementar su financiación interna a través de la colocación de TES. Es así como estos títulos vienen siendo colocados en buena parte a precios de mercado por medio del mecanismo de subastas de tal forma que a febrero de 2003 representaron el 80% de la financiación interna del GNC.

⁸ La información correspondiente a esta sección ha sido extractada del documento CONPES 31 26 del 17 de junio de 2001

⁹ El Banco de la República puede otorgar un crédito directo al Gobierno sólo cuando éste es aprobado unánimemente por la Junta Directiva del primero.

Cuadro 7.3

Composición de la deuda interna del GNC
Participación Porcentual

Fin de	TES 1/	Banco de la República	Otros 2/
1991	0.0	65.2	34.8
1992	38.2	1.3	60.5
1993	51.3	1.2	47.5
1994	77.9	1.2	20.9
1995	84.6	0.7	14.7
1996	87.3	0.1	12.6
1997	87.8	0.0	12.2
1998	90.8	0.0	9.2
1999	91.4	0.0	8.6
2000	75.2	0.0	24.8
2001	76.0	0.0	24.0
2002	80.0	0.0	20.0
Marzo 03	81.0	0.0	19.0

1/ Incluye TES A y B, TES B en dólares, y TES B en UVRs.

2/ Incluye Bonos Agrarios, Ley 55 y Decreto 700, TAN, Bonos de Financiamiento Presupuestal y Especial, Bonos Nacionales de Deuda Pública Interna, Bonos Educativos de Valor Constante, Bonos Resolución 4308/94, Bonos de Medio Ambiente y Bonos Pensionales, Bonos Universidades, Bonos para la Paz, Bonos de Cesantías y a partir de 2000 TES ley 546 y TDR, Créditos de otras entidades

Fuente: Contraloría General de la República

2. Plazo

Las condiciones de colocación de los TES Clase B han evolucionado. El plazo promedio de los títulos se ha incrementado. En 1996 el 33.5% del saldo de TES Clase B estaba colocado a 1 año, tasa que se redujo 9.5% en marzo de 2003. La deuda interna colocada a plazos superiores a 5 años aumentó entre 1996 y febrero de 2003 de 8.6% a 53% del total, Cuadro 7.4.

Cuadro 7.4

TES-B: Composición de saldos de capital en circulación según plazo

Participación Porcentual

	1 año	Entre 2 y 5 años	Más de 6 años
1996	33.5	57.9	8.6
1997	32.9	53.2	14.0
1998	37.5	25.1	37.5
1999	15.7	51.4	32.8
2000	12.2	52.5	35.3
2001	8.5	45.0	46.5
2002	8.2	44.4	47.4
Febrero 03	8.3	38.9	52.8

Fuente: Banco de la República, Departamento de Fiduciaria y Valores

3. Costo

El costo de la deuda interna del GNC experimentó fuertes oscilaciones durante la década de los noventa. En 1991 se presentó un incremento en la tasa "implícita"¹⁰ (nominal), así como en las demás tasas de interés de la economía, ya que el Banco de la República con el fin de evitar la monetización, captó a través de Operaciones de Mercado Abierto OMAS¹¹ el capital extranjero que había ingresado masivamente. Pese que a partir de 1992, el Banco de la Republica abandonó esta política, el costo de la deuda interna siguió presentando un comportamiento al alza, como consecuencia de la financiación creciente del sector público a través de emisiones de títulos en el mercado interno.

¹⁰ El indicador de costo, se construye como la razón entre el pago de intereses (tomado del resultado de operaciones efectivas del GNC) y el saldo total de la deuda interna (no sólo el saldo de TES).

¹¹ Se conocen con el nombre de operaciones de mercado abierto OMAS las transacciones de las bancas centrales cuando compran y venden bonos en el mercado abierto.

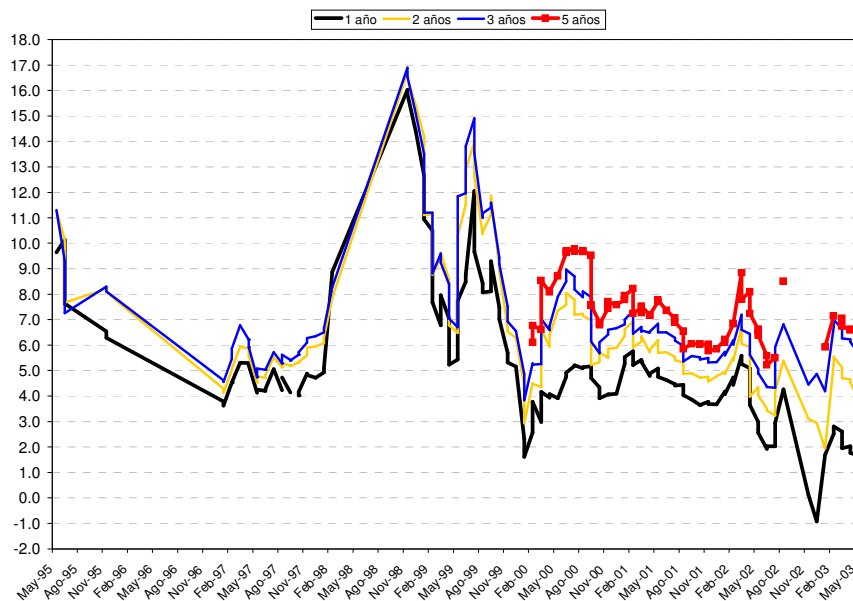
Los picos registrados en 1996 y 1998 obedecieron a que: el GNC recurrió de manera importante al financiamiento interno frente a la limitada disponibilidad de recursos de crédito en los mercados internacionales en estos años, y a que las tasas de interés domésticas se elevaron en estos años como consecuencia de la política monetaria restrictiva que adoptó el Emisor con el fin de defender la banda cambiaria.

Desde entonces, la tendencia de las tasas nominales ha sido a la baja, gracias a la decisión explícita del Gobierno de no presionar el mercado interno y buscar mayor financiamiento en el exterior para favorecer así la reactivación económica, y a la mayor disponibilidad de recursos del sector privado financiero local, que ante una mayor percepción de riesgo crediticio con el sector prefiere orientar una mayor proporción de su activo hacia las inversiones en papeles altamente seguros, como los TES, en lugar de destinarla al crédito para las empresas y los hogares.

En términos reales, sin embargo, la tasa implícita del endeudamiento interno pasó de un nivel negativo en 1990 cercano a -15%, a tornarse positiva a partir de 1997 y ubicarse en el 7% desde el año 2000. A partir de mediados de 2000 y durante todo 2001 la tasa real de colocaciones disminuyó hasta niveles del 5% aproximadamente (*Gráfico 7.2.*).

Gráfico 7.2

Tasas de Colocaciones de TES 1995-2003

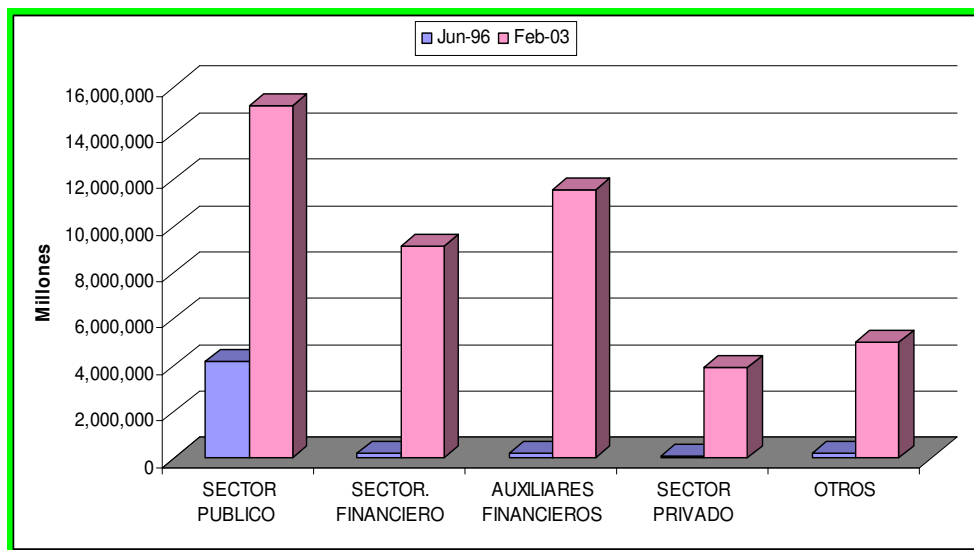


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Finalmente, la estructura de tenencia de los TES también sufrió importantes modificaciones en los años noventa. Como se ve en el *Gráfico 7.3*, mientras en 1996 el sector público poseía el 86% de las emisiones de TES, para febrero de 2003 dicha tenencia se ubicaba en 34%. El espacio que dejó el sector público fue absorbido, entre otros, por el Sector Financiero, los auxiliares de servicios financieros¹², el Banco República y el Depósito Central de Valores -DECEVAL-.

¹² Fiduciarias, compañías de seguros, capitalizadoras y reaseguradoras, comisionistas de bolsa, administradoras de pensiones y cesantías, y fondos mutuos.

Gráfico 7.3

TES-B en circulación por primer beneficiario del total

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

II. Financiación a través del mercado externo

Debido a la fragilidad del mercado doméstico ante la demanda de financiamiento interno por parte del Gobierno, la totalidad de los requerimientos de financiación de la Nación no pueden ser obtenidos en el mercado interno, de forma que el faltante de la financiación debe ser buscado en los mercados internacionales¹³.

En el mercado de capitales externo, las operaciones del Gobierno no alteran de manera significativa los mercados internacionales. Su presencia en el mercado se limita a la de un agente más en la

¹³ Dentro del Presupuesto de Ingresos, el financiamiento externo se realiza mediante tres tipos de recursos: el Recurso 13, que son los recursos de crédito externo de libre disponibilidad, el Recurso 14, que son créditos externos de destinación específica, y el Recurso 18, que son los créditos externos que están por contratar.

consecución de recursos a un precio fijado según las condiciones que existan en ese momento, de acuerdo con la percepción que tengan los inversionistas del riesgo de invertir en Colombia.

A. Características Generales de las diversas fuentes externas de financiación

1. Banca Multilateral

Con el nombre de banca multilateral se denomina a todos aquellos Bancos de Desarrollo tales como el Banco Interamericano de Desarrollo – BID-, el Banco Mundial –BIRF-, la Corporación Andina de Fomento –CAF-, el Banco Nórdico, entre otros. La función principal de este tipo de Bancos es apoyar el desarrollo en países menos desarrollados, mediante el otorgamiento de préstamos en condiciones financieras favorables y la asistencia técnica en la preparación, ejecución y evaluación de programas y proyectos.

Esta fuente se caracteriza por sus ventajas en términos de condiciones financieras y la asistencia técnica en las etapas de preparación, ejecución y evaluación. Su utilización implica el cumplimiento de una serie de procesos complejos en su etapa de preparación, los cuales pueden tomarse de 12 a 18 meses.

La Nación, y aquellas entidades que cuenten con la garantía de la Nación, pueden ser beneficiarios de estos recursos, para apoyar aquellos sectores de desarrollo estipulados por el Banco¹⁴.

En términos generales esta fuente provee recursos bajo dos modalidades:

- Recursos de destinación específica que financian proyectos de inversión específica. Los desembolsos están condicionados al avance en la ejecución de un proyecto en particular.
- Recursos de libre destinación, son aquellos recursos que no se relacionan con ningún proyecto en particular y cuyos desembolsos están sujetos al cumplimiento de una serie de reformas políticas en uno o varios sectores de la economía y/o mejoramientos sectoriales o institucionales. Estos créditos se desembolsan directamente a la Tesorería y se destinan, de acuerdo a las necesidades del Presupuesto Nacional, a gastos de funcionamiento, servicio de la deuda o inversión. Estos recursos ofrecen ventajas frente a las operaciones específicas, ya que su preparación y negociación es más rápida, su desembolso es más ágil en la medida en que se fondean necesidades de recursos rápidos de la Tesorería y hay discrecionalidad por parte de la Nación en cuanto al uso de los recursos.

Cada modalidad de empréstito tiene sus características y condiciones específicas, sin embargo el *Cuadro 7.5* presenta las condiciones financieras generales de los empréstitos ofrecidos por la Banca Multilateral.

¹⁴ Cada dos o tres años los Bancos realizan un documento para cada país donde se hace una descripción de la situación política, económica y social de la Nación, y se formulan las estrategias y los sectores que los Bancos apoyarán en el país.

Cuadro 7.5

Condiciones Financieras Generales de los créditos Multilaterales

Monto	Mínimo USD 5 millones
Plazo	Entre 10 y 25 años
Tasas de Interés	Sujetas a Libor + Spread (no superior a 4% en USD)
Períodos de Gracia	Entre 4 y 7 años

Fuente: DNP-SC

Adicionales a los costos por concepto de tasa de interés, este tipo de préstamos cobran comisiones de compromiso¹⁵, de inspección y vigilancia¹⁶.

2. Banca bilateral o empréstitos de Gobierno a Gobierno

Esta fuente de financiación corresponde a los recursos recibidos a través de acuerdos entre Colombia y gobiernos de otros países. Estos acuerdos establecen dos modalidades de empréstitos: i) aquellos que se desarrollan bajo líneas de crédito de gobierno a gobierno, mediante las cuales un país se compromete a poner a disposición de la Nación un monto específico, o ii) aquellos que se realizan mediante operaciones individuales específicas. En ambos casos la financiación debe dirigirse a determinados proyectos, bienes o servicios.

¹⁵ Sobre el saldo no desembolsado del financiamiento, los Bancos cobran una comisión anual entre 0.5% y 0.85% la cual empieza a devengarse a los sesenta (60) días de la firma del contrato de empréstito.

¹⁶ De la suma de los financiamientos provenientes de la banca multilateral, se destina el 1% para cubrir los gastos del Banco por concepto de inspección y vigilancia general. Dicho porcentaje será desembolsado en cuotas trimestrales y, en lo posible iguales, y se acreditará en la cuenta de los bancos sin necesidad de solicitud del prestatario.

Las condiciones financieras de estas líneas de crédito son las más favorables de todas las fuentes externas. Sin embargo, en la mayoría de los casos éstos recursos están atados a la compra de bienes y servicios originarios del país que otorga la línea, lo cual limita su utilización.

El tiempo y los procesos de preparación de este tipo de fuente varían de acuerdo a cada país. Existen casos como el de Japón, donde dicha preparación es similar a la de la Banca Multilateral y su duración es de aproximadamente 18 meses, o casos donde se requiere únicamente el visto bueno para la aprobación de los proyectos como en el caso de España, donde la preparación toma aproximadamente 6 meses.

La Nación, y aquellas entidades que cuenten con la garantía de la Nación, podrán acceder a estos recursos.

Las condiciones financieras generales de este tipo de financiamiento se resumen en el *Cuadro 7.6*.

Cuadro 7.6

Condiciones Financieras Generales de los créditos de la banca bilateral

Monto	Mínimo USD 1 millón
Plazo	Entre 7 y 40 años
Tasas de Interés	Concesionales: Menores del 3 % en USD
Períodos de Gracia	Entre 4 y 10 años

Adicional a la tasa de interés algunas cobran comisiones de compromiso sobre el saldo de recursos no desembolsados.

Fuente: DNP-SC

3. Banca privada o comercial

La *Banca privada o comercial* está conformada por todos aquellos Bancos Comerciales que ofrecen sus recursos a las tasas y condiciones vigentes del mercado.

Comparativamente las condiciones financieras de estos recursos son menos favorables que las de la Banca Multilateral o Bilateral. Sin embargo, esta fuente presenta ventajas en la medida en que: a) cualquier entidad o persona jurídica puede acceder a estos recursos; b) los recursos pueden dirigirse a cualquier actividad o sector; c) la preparación de las operaciones, en términos de requerimientos y de tiempo es mucho menor.

La necesidad de los bancos de diversificar su riesgo y de reducirlo, sobre todo en posiciones de países más volátiles como el caso de Colombia, los lleva a sindicarse su participación; de manera que, un conjunto de bancos toma diversas posiciones y categorías para prestarle a la Nación.

El procedimiento para tomar un crédito sindicado es relativamente similar al de una emisión, es decir, no se buscan recursos de inversionistas sino de los bancos. Las características generales de esta modalidad de créditos sindicados se presenta a continuación:

- La financiación es de corto y mediano plazo.
- Los recursos son de libre disponibilidad aunque existen créditos sindicados para apoyar grandes proyectos como es el caso de infraestructura.
- Usualmente son créditos de tasa variable.

- Se transan en Eurodivisas, es decir, participan muchos bancos, fondeados en euros o dólares americanos.
- El riesgo es asumido por los bancos que toman una posición dentro del proceso de sindicación.
- Existe la posibilidad de extra-financiación y de prepago.
- Dentro de la negociación, existe un importante mercadeo.

Las condiciones financieras generales de este tipo de financiamiento se resumen en el *Cuadro 7.7*.

Cuadro 7.7

Condiciones Financieras Generales de los Créditos de la Banca Comercial

Monto	No hay requisitos de monto
Plazo	Entre 3 y 5 años
Tasas de Interés	Tasa libor más 4% en promedio
Períodos de Gracia	Entre 1 y 3 años

Fuente: DNP-SC

4. Crédito de Proveedores

El *Crédito de Proveedores* corresponde a la financiación que otorgan los proveedores a sus compradores, mediante la concesión de plazos para el pago en la compra de bienes y servicios. Este plazo puede ser otorgado por el propio proveedor o a través de un tercer financiador. A diferencia de las fuentes Multilaterales, Bilaterales y Comerciales, este tipo de financiación no implica desembolsos de recursos monetarios sino en especie. La financiación, regularmente se obtiene a corto y a mediano plazo.

Es una fuente de fácil acceso, rápida preparación y desembolso, ya que su preparación depende básicamente del proceso de adquisición que puede ser mediante licitación o pago directo, que en promedio toma de 3 a 6 meses. Sus condiciones financieras son las estándar de los créditos de fomento a exportaciones y se resumen en el *Cuadro 7.8*.

Cuadro 7.8

Condiciones Financieras Generales de los créditos de proveedores

Monto	No hay requisitos de monto. Cuando el crédito es otorgado directamente por los proveedores por cuestiones de capacidad el rango es de USD 1 millón a USD 10 millones. Cuando la financiación es por un monto superior generalmente se requiere un tercer financiador.
Plazo	Entre 3 y 5 años
Tasas de Interés	Tasa CIR ("Commercial Interest Rate"): Tasa fija que se modifica cada mes (aproximadamente 4.3%).
Períodos de Gracia	A partir de la fecha de entrega de las mercancías se comienza a pagar al sexto mes.

Fuente: DNP-SC

5. Títulos de deuda Pública - Bonos

Son títulos de deuda pública los *bonos* y demás valores de contenido crediticio, con plazo para su redención, emitidos por la República de Colombia y por algunas entidades estatales.

La emisión de bonos consiste en la colocación de títulos de deuda pública en el mercado externo de capitales, con el fin de captar recursos del público a un plazo determinado y con una tasa de interés establecida en

el momento de la emisión. Dichos recursos no están “atados”, es decir, son de libre destinación y, por lo tanto, pueden utilizarse para financiar todas las actividades que estime conveniente el emisor.

El plazo mínimo de los bonos es de un año y la tasa de interés es determinada por el emisor y la percepción de la situación del país por parte de los inversionistas en el momento de la colocación de los títulos, de acuerdo con las condiciones de mercado. Por sus características estos títulos son considerados de renta fija, ya que pagan un cupón a una tasa específica desde su emisión hasta su vencimiento.

Existen bonos de varios tipos:

- *Domésticos*: emitidos, colocados y transados bajo la moneda y regulaciones del mercado de bonos de un país, por un emisor radicado en el país.
- *Eurobonos*: colocados mediante un banco internacional (colocador) y transados fuera de la jurisdicción de cualquier mercado doméstico. Si son pagaderos en dólares se denominan “Eurodollars” y los que no, corresponde a otros Eurobonos.
- *Extranjeros*: emitidos por un emisor extranjero al mercado, bajo las regulaciones de un mercado doméstico, con la intención de ser colocados principalmente entre los inversionistas locales. Por ejemplo, aquellos pagaderos en dólares se denominan “Yankees”, los pagaderos en Yenes “Samurais”, y los pagaderos en libras esterlinas “Bulldogs”.

A continuación se presenta en el cuadro 7.9 una comparación de los bonos eurodólar y los yankee:

Cuadro 7.9

Comparación de los Bonos Eurodólar y Yankee

EURODÓLAR	YANKEE (Extranjero)
Registro: fuera de cualquier mercado doméstico	Registro: ante la SEC (Securities and Exchange Commission) ¹⁷ .
Emitido: fuera de los EEUU	Emitido: en los EEUU
Colocador: Internacional	Colocador: domiciliado en EEUU
Transado principalmente por: no residentes americanos	Transado principalmente por: residentes americanos
Título: al portador (No registrado)	Título: nominativo (Registrado)
Inversionistas: Inversionistas de EEUU no pueden participar en el mercado primario. (40 días después que el bono ha sido distribuido).	Inversionistas: Título diseñado para americanos, con cumplimiento en EEUU.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

- *Globales:* Son bonos híbridos, es decir, que están diseñados para ser transados, colocados y cumplidos simultáneamente en el mercado de Eurobonos y el de Estados Unidos (Yankee). Al mismo tiempo, pueden ser bonos fungibles, ya que cuando los bonos en los diferentes mercados tienen las mismas características de rentabilidad o precio, se pueden considerar como si fueran un solo bono, permitiendo aumentar su liquidez o emitir una mayor cantidad.
- *EMTN's:* permiten bajo un solo acuerdo general, la emisión en Europa en diferentes monedas y plazos.

¹⁷ SEC (Securities and Exchange Comisión) es la agencia federal en los Estados Unidos encargada de velar por la transparencia y protección contra las malas prácticas en los mercados de valores. Por lo tanto, todas las emisiones que se vayan a transar en el mercado interestatal, deben ser registradas ante esta entidad.

- *144A*: permiten mayor acceso al mercado local, a los prestamistas extranjeros en EEUU (Corporativos, etc.) Supone amplias facultades de análisis de crédito por parte de los compradores. La documentación es la exigida por las autoridades correspondientes en el país de origen del emisor, por ejemplo, en Estados Unidos la SEC.

En una emisión de bonos el banco internacional o agente colocador organiza la transacción pero no toma el riesgo, el que lo toma es el inversionista que compra el papel. Con la banca privada, el riesgo es del banco porque toma una posición por un monto determinado dentro del proceso de sindicación. En el *Cuadro 7.10*, se describen los tipos de inversionistas que participan en el mercado de bonos.

Cuadro 7.10

Tipos de inversionistas

Tipo	Características
Al Detal o que invierten en montos pequeños	Tienen una participación del 2% al 5% de las emisiones de soberanos y corporaciones.
Fondos Mutuos	(Por ejemplo: Alliance, PIMCO).
Fondos de Pensiones	(Por ejemplo: ARCO, Dupont Pension, University of California)
Compañías de seguros	Alto nivel de inversión en instrumentos de larga duración que cubran los pasivos contingentes de su negocio (Por ejemplo: Met Life, Travelers, Prudential). Actualmente los Fondos de Cobertura son los mayores compradores de bonos soberanos latinoamericanos (Por ejemplo: Soros, Tigre y Omega).
<i>Cross over</i> o que salen y entran del mercado con facilidad	Toman decisiones según los resultados de los índices de mercado. Tienen altas posiciones en bonos con grado de inversión

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

La Calificación del Riesgo de los títulos es función de las agencias calificadoras de riesgo¹⁸ quienes clasifican la calidad de los títulos en el mercado teniendo en cuenta su nivel de riesgo. Su calificación se basa en el historial de cumplimiento de obligaciones del emisor, su reputación y la fortaleza para hacer frente a los movimientos del mercado. Estas calificaciones son utilizadas por los participantes del mercado como un factor de valoración de sus portafolios.

¹⁸ Las agencias calificadoras más prestigiosas del mercado son Standard & Poors, Fitch y Moody's; siendo la última agencia, la más antigua de todas.

El *riesgo soberano* es la calificación a la deuda de un país, la capacidad y voluntad de pago de acuerdo con las condiciones y términos establecidos. La calificación determina el riesgo crediticio del gobierno nacional pero no específicamente el riesgo de otros emisores al interior del país. Un país puede decidir no pagar su deuda interna o externa según considere el panorama; sin embargo la disposición de un país, como es el caso de la República de Colombia, para pagar su deuda es un aspecto que lo diferencia de los otros emisores del mercado.

A continuación se muestra la metodología utilizada por las agencias calificadoras de riesgo, la calificación histórica y actual de la deuda interna y externa de Colombia, así como las perspectivas de la calificación de riesgo para el país.

5.1 La Calificación de riesgo de Colombia

Las firmas calificadoras de riesgo tienen como principal objetivo evaluar la capacidad y voluntad de un gobierno para cancelar oportunamente los pagos de su deuda denominada ya sea en moneda extranjera o local. El Rating o calificación otorgado por las calificadoras refleja su opinión en cuanto a la probabilidad de incumplimiento. A su vez, es una herramienta que les permite a los inversionistas comparar la calidad crediticia de diferentes instrumentos de deuda. El rating es una escala única a nivel global y es considerado como un pasaporte a los mercados internacionales de capital. La calificación es revisada al menos una vez al año, o cada vez que se amerite.

El cuadro 7.10 muestra la escala de calificaciones que utilizan las agencias calificadoras de riesgo para la deuda de **largo plazo** en moneda extranjera y local:

Cuadro 7.11

Escala de Calificación de Deuda de Largo Plazo

GRADO DE INVERSION	S & P	Moody's	Fitch Ratings	Grado de Inversión: Inversionistas institucionales extranjeros pueden invertir en bonos de deuda externa de Colombia.		
	AAA	Aaa	AAA			
	AA+	Aa1	AA+			
	AA	Aa2	AA			
	AA-	Aa3	AA-			
	A+	A1	A+			
	A	A2	A			
	A-	A3	A-			
	BBB+	Baa1	BBB+			
	BBB	Baa2	BBB			
	BBB-	Baa3	BBB-			
	GRADO ESPECULATIVO	BB+	Ba1		BB+	Grado Especulativo: Los inversionistas institucionales tienen limitaciones para invertir en deuda colombiana.
		BB	Ba2		BB	
BB-		Ba3	BB-			
B+		B1	B+			
B		B2	B			
B-		B3	B-			
CCC+		Caa1	CCC			
CCC		Caa2	CC			
CCC-		Caa3	C			

Fuente: Las escalas de calificación son dada por cada una de las agencias calificadoras de riesgo. Se pueden encontrar en las páginas web de Standard and Poor's: www.standardandpoors.com, Moody's: www.moodys.com, y Fitch Ratings: www.fitchratings.com

Es importante tener en cuenta que al calificar la deuda de un país las firmas calificadoras tienen en cuenta los siguientes aspectos:

- Riesgo Político
- Estructura Económica y de Ingresos
- Proyecciones de Crecimiento Económico
- Flexibilidad Fiscal
- Deuda del Gobierno Nacional Central
- Pasivos Contingentes
- Estabilidad Monetaria
- Liquidez Externa
- Deuda Externa del Sector Público
- Deuda Externa del Sector Privado

Los mercados sobre los que se hacen las diferentes calificaciones son:

- Dólares (USA): el mercado de capitales más grande y con mayor experiencia del mundo.
- Euros (Europa): Los inversionistas tienden a comprar títulos menores a 10 años y prefieren las emisiones en euros.
- Yenes (Asia): Los inversionistas prefieren los títulos asiáticos y con vencimientos cortos.

Adicionalmente, las calificaciones son acompañadas de una perspectiva o "outlook". Ésta puede ser de carácter positivo, estable o negativo dependiendo de las condiciones políticas y económicas del país. En caso de que la perspectiva sea "positiva" existe una alta probabilidad de que la calificación mejore. Cuando es "estable" la calificación seguramente se mantendrá en su nivel actual. Si es "negativa" existirá una alta

probabilidad de obtener una calificación menor en el futuro, de no cambiar el panorama político y económico del país.

La República de Colombia tiene contrato vigente con tres firmas calificadoras de riesgo¹⁹:

1. Standard and Poor's (S&P) : Desde junio de 1993.
2. Moody's Investors Service: Desde agosto de 1993.
3. Fitch Ratings (En Colombia Duff & Phelps): Desde diciembre de 1993.

Los cuadros 7.12 y 7.13 resumen la calificación actual para Colombia de deuda de largo plazo en moneda extranjera y local respectivamente:

Cuadro 7.12

Calificación de Deuda de Largo Plazo Moneda Extranjera

	S & P	Moody's	Fitch Ratings
Calificación Actual	BB	Ba2	BB
Perspectiva	Negativa	Negativa	Negativa
Anterior Actual	BB + Estable ↓ BB Negativa ↓	Ba2 Estable ↓ Ba2 Negativa ↓	BB Estable ↓ BB Negativa ↓
Ultima Modificación	24/May/00	27/Mar/02	29/Ago/02

Fuente: S&P, Moody's y Fitch Ratings

¹⁹ Los más recientes contratos con S&P y Fitch Ratings se firmaron en el 2002, y sus pagos se realizan año anticipado; con Moody's se firmó en enero del 2003, y se realizan pagos trimestrales

*Cuadro 7.13***Calificación Deuda de Largo Plazo Moneda Local**

	S & P	Moody´s	Fitch Ratings
Calificación Actual	BBB	Baa2	BBB-
Perspectiva	Negativa	Negativa	Negativa
Anterior Actual	BBB + Estable ↓ BBB Negativa ↓	Baa2 Estable ↓ Baa2 Negativa ↓	BBB- Estable ↓ BBB- Negativa ↓
Ultima Modificación	24/May/00	27/Mar/02	29/Ago/02

Fuente: S&P, Moody´s y Fitch Ratings

Debido a los difíciles acontecimientos que ha afrontado Latinoamérica, las compañías calificadoras han disminuido la calificación que le dan a la deuda soberana, según el nivel de riesgo en el país. La calificación reciente de algunos países de la región se compara en el *Cuadro 7.14*.

Cuadro 7.14

**Calificación de algunos países de Latinoamérica en
abril de 2003**

	Moody´s	S&P	FITCH
<i>Chile</i>	Baa1 Estable	A- Positivo	A- Estable
<i>Uruguay</i>	B3 Negativo	CC Negativo	C N/A ²⁰
<i>Venezuela</i>	Caa1 En Revisión	CCC+ Negativo	CCC+ Negativo
<i>Colombia</i>	Ba2 Negativo	BB Negativo	BB Negativo

Fuente: Moody´s, S&P y Fitch Ratings

B. Evolución reciente de la deuda externa²¹

Durante los últimos 60 años Colombia ha cumplido con todas sus obligaciones lo que ha reflejado una administración prudente al haber sido el único país latinoamericano que no suspendió los pagos ni tuvo que reestructurar su deuda durante la década de los años ochenta. Este claro compromiso de la República con el servicio de su deuda, le permitió tener acceso a los mercados a pesar de las dificultades de finales de siglo.

²⁰ N/A (No disponible).

²¹ Parte de la información correspondiente a esta sección ha sido extractada del documento CONPES 31 26 del 17 de junio de 2001.

1. Composición

La deuda externa del Gobierno Nacional Central (GNC) ascendió a USD 18.909.70 millones en enero de 2003. La composición de la deuda externa del GNC ha presentado variaciones importantes en los últimos años, como se puede ver en el *cuadro 7.15*.

Cuadro 7.15

Composición de la deuda externa del GNC % y US\$ Millones						
Años	Multilaterales %	Bilaterales %	Comercial %	Proveedores %	Bonos %	Total US\$
1994	32,8	12,4	35,7	3,6	15,5	6.035,3
1995	33,3	11,8	32,9	2,8	19,2	6.366,7
1996	28,6	9,5	25,5	1,6	34,7	7.237,5
1997	25,9	6,7	22,3	1,1	44,0	8.060,6
1998	24,9	4,4	18,7	1,1	50,8	10.163,6
1999	31,2	2,9	13,7	0,5	51,7	12.028,0
2000	30,1	1,9	13,6	0,4	54,1	14.326,0
2001	29,3	0,88	7,5	0,3	62,0	18.219,0
2002	31,5	0,67	5,7	0,4	61,9	18.003,8
2003 (ene 31)	31,9	0,62	5,4	0,4	61,7	18.909,70

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Los créditos de Organismos Bilaterales, de la Banca Comercial y de Proveedores han perdido participación con el tiempo, mientras el peso de los créditos de organismos multilaterales se ha mantenido relativamente estable y el de los bonos ha ido aumentando. La financiación a través de la banca comercial cayó de 35.7% a 5.4% entre el año 1994 y el 2003, lo cual corresponde con una tendencia en la banca comercial internacional de disminuir los préstamos directos a los países emergentes. Por lo cual las naciones han recurrido a la colocación de bonos externos, lo que protege a los bancos colocadores del riesgo directo de incumplimiento o "default". Esto se comprueba en Colombia a través del incremento en la financiación a través de los bonos del 15.5% en 1994 a 61.7% en enero de 2003.

Pese a que el costo financiero es mayor en el caso de los bonos, se trata de un financiamiento más flexible en la medida en que los desembolsos no están condicionados, por ejemplo, a la aprobación de reformas o a la ejecución de un proyecto como es el caso de los créditos de la banca multilateral y bilateral. Sin embargo, la mayor financiación a través de bonos incrementa la necesidad de un entorno macroeconómico estable, en la medida en que cualquier desajuste en el campo fiscal, monetario o cambiario, repercute de manera rápida y directa sobre el costo de dicho financiamiento.

En los últimos años Colombia se ha visto enfrentada a dificultades económicas, políticas y sociales que han impedido su acceso a los mercados internacionales de capitales. El país tenía Grado de Inversión desde 1993 hasta 1999. A partir de este año se redujo la calificación lo que implicó un mayor costo para la consecución de recursos en los mercados de capitales y una pérdida de la confianza de los inversionistas hacia los papeles de la República de Colombia. Por lo tanto, el país tuvo que diversificar sus fuentes de recursos en mercados como el japonés y el europeo.

El año 2001 representó para los bonos colombianos la consolidación precisamente en el mercado del euro, el retorno al mercado del yen después de cinco años y la permanencia en el de dólares.

El año 2002 se caracterizó por el difícil acceso de los países emergentes a los mercados de deuda internacionales. En el caso de Latinoamérica, el contagio regional por la incertidumbre electoral en Brasil se acrecentó durante el segundo semestre. Adicionalmente, en Colombia hubo

incertidumbre por el cambio de Presidente, el nuevo programa de gobierno, la aprobación del texto del referendo y las reformas tributaria, laboral y pensional en el Congreso. Sin embargo, gracias al resultado de la estrategia de prefinanciamiento en el 2001, Colombia estuvo en una posición bastante fuerte para soportar en contexto adverso en los mercados internacionales de capitales. Adicionalmente se recurrieron a diferentes fuentes y se realizaron canjes para mejorar el perfil de la deuda. Finalmente se realizó un "non-deal roadshow" en los meses de noviembre y diciembre que permitió un mayor acercamiento del país a los inversionistas de Estados Unidos y Europa. Por lo cual el año pasado se logró colocar exitosamente el primer bono en la administración del Presidente Álvaro Uribe, con vencimiento en el 2013 y un monto de USD 500 millones.

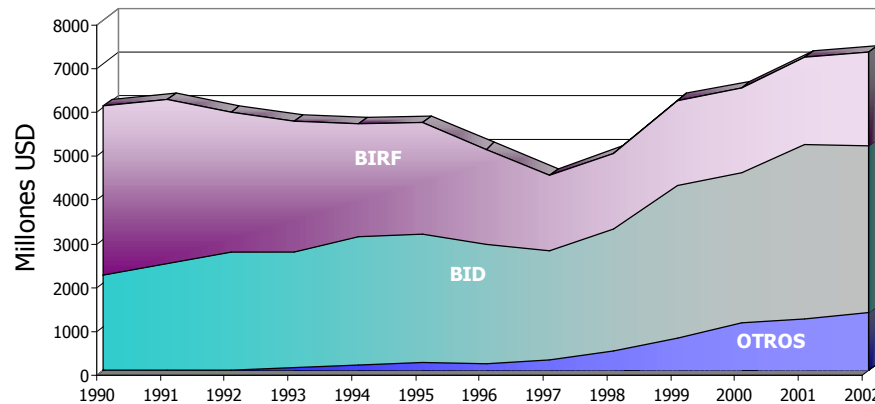
Para el comienzo del año, se emitió un bono con vencimiento en el 2033, que se colocó en su totalidad por un monto de USD 500 millones. Colombia se constituyó en el primer país emergente en emitir a 30 años en el 2003. El buen resultado de la colocación a largo plazo, es una clara demostración del apoyo y la confianza de la comunidad internacional en la administración del Presidente Uribe, su programa de gobierno y plan de reformas estructurales. La única vez que Colombia había tenido acceso a financiación a 30 años en los mercados de capitales fue en 1997 y por un monto de USD 250 millones. En ese entonces el país gozaba de una calificación de grado de inversión y los mercados de capitales para países emergentes pasaban por el mejor momento de toda su historia.

Adicionalmente a la financiación a través de Bonos, el GNC pese a haber disminuido su endeudamiento con la Banca Multilateral, busca en esta fuente un monto importante de recursos. A enero 31 de 2003 este

representó el 31.9% del financiamiento externo en cabeza de la Nación. El *Grafico 7.5* presenta su distribución por Bancos.

Gráfico 7.5

Composición del Financiamiento con la Banca Multilateral



Fuente: Departamento Nacional de Planeación - Subdirección de Crédito

En términos reales, la deuda del GNC ha venido aumentando durante los últimos años. Desde principios del año 2002 se presentaron fuertes críticas por el acelerado crecimiento de la deuda en el año 2001. Esto se explica ya que el déficit fiscal tuvo un incremento en promedio de 3.6% entre el año 2000 y 2001, frente a un crecimiento promedio más bajo del PIB para el mismo período de 2.2%, lo que influyó para que el nivel de endeudamiento aumentara. Adicionalmente, según el Banco de la República, el efecto de la devaluación incrementó aún más el nivel de deuda en un 10% durante el 2001. Según lo muestra el gráfico 7.6., el nivel de endeudamiento ha continuado aumentando, de forma que a Septiembre de 2002 la deuda del GNC representó el 50.3% del PIB

Grafico 7.6

Deuda del Gobierno Nacional Central



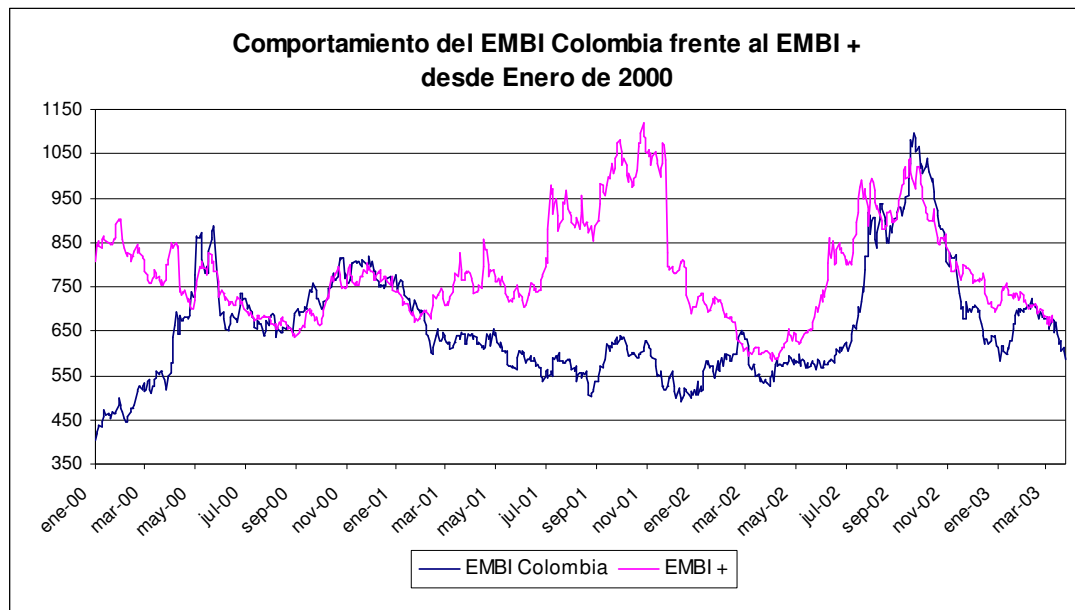
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

2. Costo

Pese a que la situación interna del país golpeó los precios de los bonos colombianos durante el año 2001, en el 2002 los títulos de deuda externa colombiana redujeron sus spreads, es decir, la diferencia entre los rendimientos de los bonos colombianos frente a los rendimientos de los tesoros norteamericanos considerados de cero riesgo. Los precios presentaron un comportamiento favorable y estable a pesar de que internacionalmente la perspectiva del riesgo crediticio de Colombia había desmejorado. Esta significativa reducción se muestra en el Gráfico 7.7. donde se muestra la evolución del indicador EMBI+ ²² frente al EMBI Colombia.

²² EMBI+ es un índice creado para hacer seguimiento al comportamiento de los bonos en dólares emitidos por países emergentes. El índice calcula los retornos de las ganancias en los precios y en los intereses de un portafolio con estos bonos. El EMBI + está concentrado en instrumentos de las tres principales economías de Latinoamérica (68%), más los países latinoamericanos más pequeños, dándole un participación del 80% a Latinoamérica. Hay un EMBI para cada país, en el caso del EMBI Colombia, este indicador mide el retorno de los bonos en dólares emitidos por este país.

Gráfico 7.7
Índice EMBI

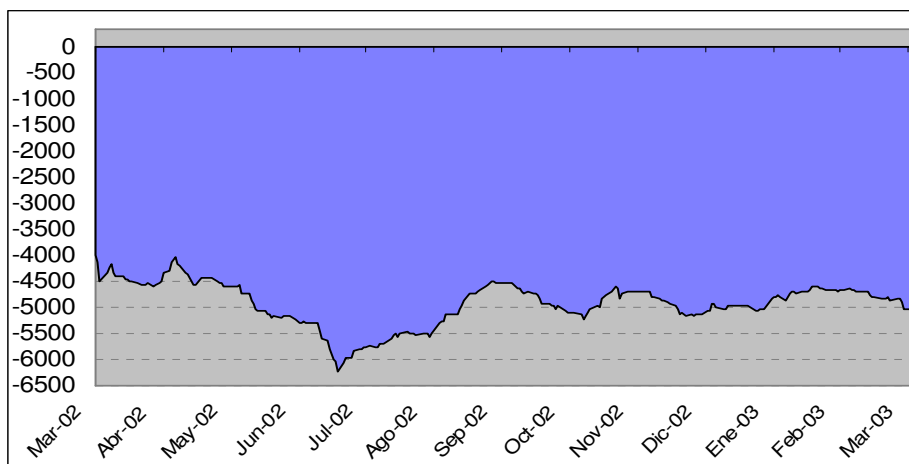


Fuente: Bloomberg

En el gráfico anterior se confirma que la posición de los títulos externos de Colombia durante la mayoría del año 2001 fue lo suficientemente sólida para sobrellevar la difícil situación de orden público, dado que el EMBI Colombia disminuyó y estuvo por debajo del EMBI+, que tiene en cuenta el costo de financiamiento de los demás países emergentes.

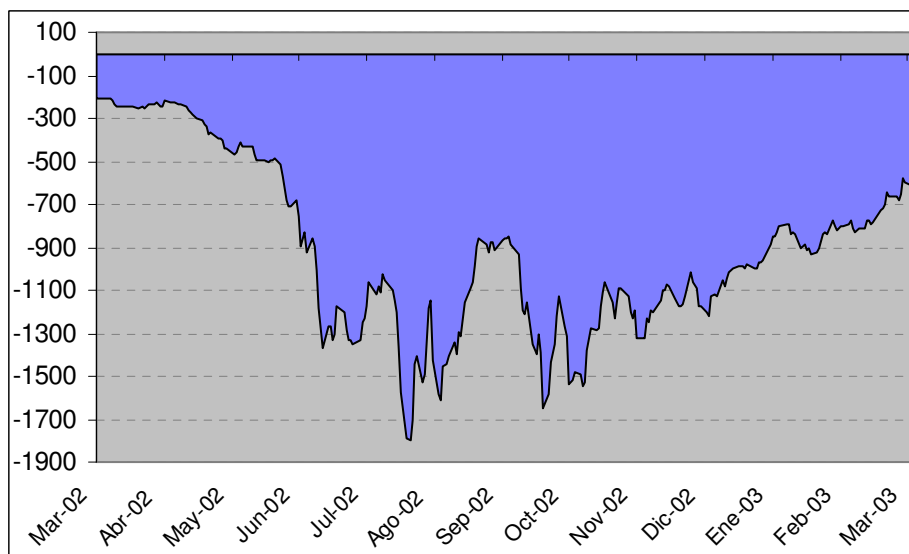
Colombia ha manteniendo su posición estable dentro del mercado internacional de capitales y sus spreads son notablemente más bajos que los de sus principales competidores latinoamericanos por fondos internacionales, como son Brasil y Argentina, de acuerdo con los *Gráficos 7.8 y 7.9*, que muestran la diferencia entre el spread de un bono colombiano y el bono del otro país al mismo vencimiento.

Gráfico 7.8
Colombia 09 - Argentina09



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Gráfico 7.9
Colombia 09 – Brasil 09



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

C. Procesos para la Contratación de empréstitos externos

1. Etapas y actividades internas generales para la contratación de empréstitos externos

Para iniciar el proceso de contratación de empréstitos externos con fuentes multilaterales, bilaterales, comerciales o con proveedores, las entidades interesadas deben elevar al Ministerio Sectorial o Departamento Administrativo correspondiente una solicitud con el fin de que ésta sea priorizada y remitida al DNP.

Para realizar esta solicitud es necesario que el proyecto esté en un nivel de concreción avanzado. Para el caso de créditos de destinación específica²³ se requiere que se hayan definido los objetivos, las acciones, los componentes, los costos y la estructura de ejecución del proyecto. Para el caso de operaciones de libre destinación²⁴ debe indicarse en términos generales el uso que se dará a los recursos contratados y describir el tipo de operación a realizar. Para ambos casos, si se ha seleccionado una fuente de financiación, deberá justificarse dicha selección.

Con base en esta información, la Dirección Técnica correspondiente y la Subdirección de Crédito del DNP emiten concepto de viabilidad. Para el caso de operaciones específicas se hace un análisis técnico, económico y social del proyecto a financiar, y un estudio del espacio fiscal con que cuenta la entidad ejecutora. Para el caso de operaciones de libre destinación se hace un análisis técnico y económico del tipo de operación

²³ Créditos de destinación específica con Banca Multilateral, Bilateral, o Créditos de Proveedores.

²⁴ Bonos, Créditos Sectoriales con la Banca Multilateral, Créditos de libre destinación con Banca Comercial.

a realizar. Posterior al concepto favorable del DNP, es necesario someter la contratación del empréstito por parte de la Nación a consideración del Consejo Superior de Política Económica y Social – CONPES-. El CONPES da su autorización con base en un documento con la información básica de la operación, el cual es elaborado conjuntamente por el DNP y el organismo ejecutor.

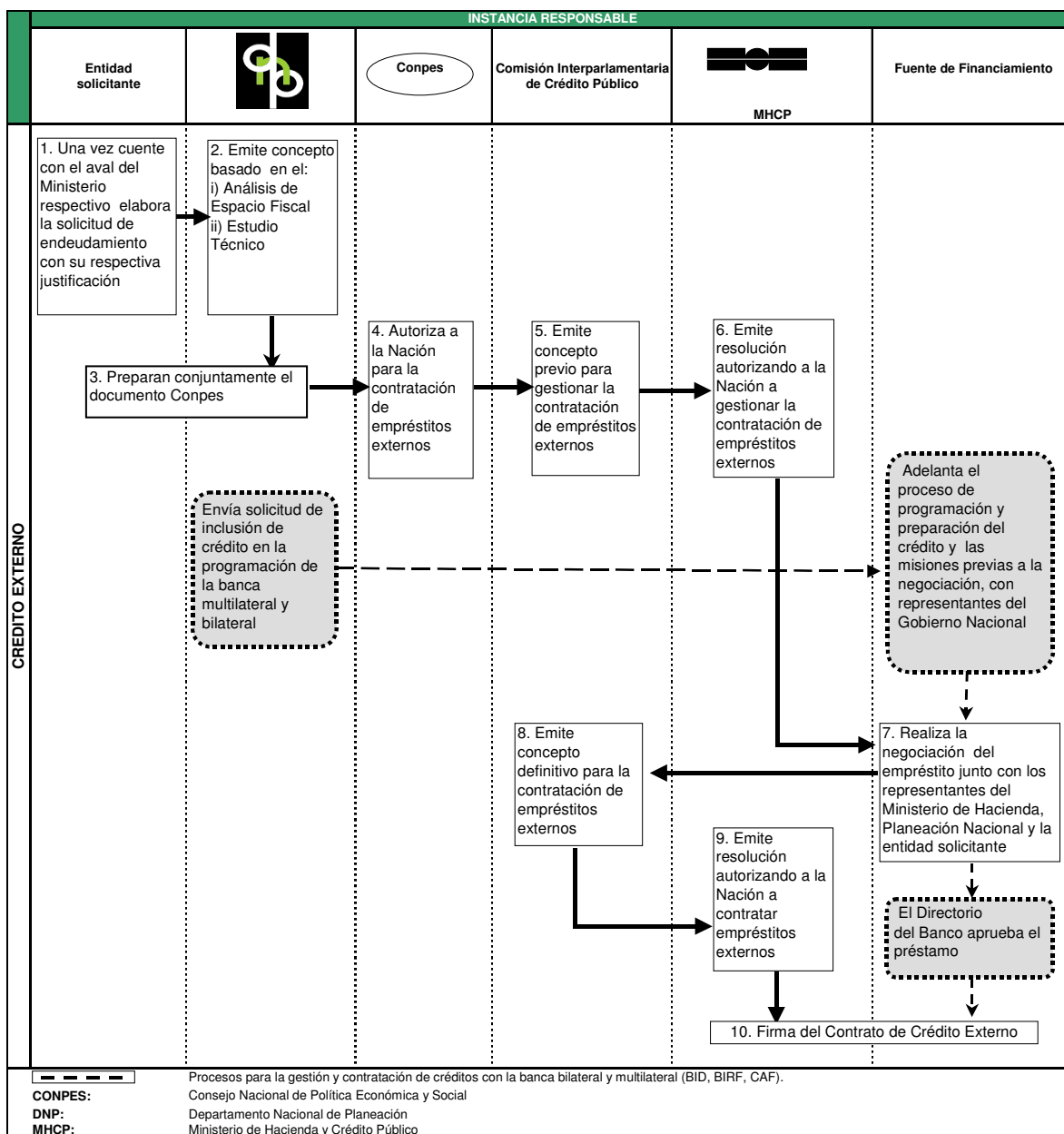
El documento CONPES para el caso de operaciones de destinación específica presenta la información correspondiente a: a) el proyecto (antecedentes, justificación, objetivos, componentes, costos y esquema de financiación), b) la rentabilidad económica y social del proyecto, c) el impacto fiscal de la operación, d) las ventajas comparativas de la escogencia de la fuente de financiación, y e) el cronograma de desembolsos. Para el caso de operaciones de libre destinación el documento CONPES presenta los antecedentes, la justificación y la descripción de los aspectos técnicos de la operación a contratar.

Luego de tener la autorización del CONPES se requiere contar con el aval de la *Comisión Interparlamentaria de Crédito Público –CICP-*, la cual emite una autorización inicial para comenzar gestiones para la contratación del empréstito. Dicha autorización se hace con base en un documento similar al documento CONPES, elaborado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP). Posterior a su autorización, el MHCP emite una resolución para poder iniciar las gestiones para la negociación de la operación.

Una vez negociada la operación, se procede a obtener una segunda autorización por parte de la CICP quien concede su visto bueno con base en los documentos de préstamo y las condiciones financieras pactadas.

Posterior a esta autorización el MHCP emite una resolución que permite firmar el empréstito. El grafico 7.10 resume los procesos internos anteriormente descritos.

Gráfico 7.10



Fuente: DNP-SC

2. Procesos específicos para la contratación de empréstitos externos con la Banca Multilateral

Además de los trámites internos antes mencionados, para la preparación de operaciones de crédito externo con la banca Multilateral se requiere de unos pasos adicionales.

En primer lugar, toda nueva operación de crédito debe estar enmarcada en el plan de acción establecido por cada Banco²⁵. Adicionalmente, las operaciones deben estar incluidas dentro de la programación de empréstitos que se tiene con el Banco dentro del “pipeline²⁶”, el cual se concerta entre el Gobierno Nacional y la Banca Multilateral en las Misiones de Programación que se realizan anualmente.

El Gobierno, a través del DNP, hace una solicitud formal al Banco para confirmar la inclusión de la nueva operación dentro del “pipeline” presentando de manera general los objetivos y la cuantía de la misma.

Las actividades internas del Banco para diseñar y estructurar una operación de crédito, se adelantan mediante la realización de Misiones, por lo cual una vez que el Gobierno decide iniciar la preparación de la operación, se solicita al Banco el envío de la primera misión. En términos

²⁵ Para el caso del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) se establece un Plan de Acción que se plasma en el Documento País, para el caso del BIRF en el Country Assistance Strategy -CAS-. Dichos documentos son elaborados al interior de cada Banco, cada tres o cuatro años, y contienen una descripción de la situación política, económica y social del país a partir de la cual se formulan las estrategias de asistencia de la entidad y los objetivos que se esperan cumplir a través de la intervención del Banco, tanto a nivel de empréstitos como en donaciones o estudios. Estos documentos son el resultado de un proceso de programación y de diálogo con cada uno de los países prestatarios. Por último, se presenta un inventario de los proyectos y cooperaciones técnicas que el Banco se propone financiar en un mediano y corto plazo. Periódicamente, cada Banco revisa y ajusta su plan de acción, previa consulta con el Gobierno Nacional.

²⁶ Es el listado de operaciones que la Nación espera firmar con cada Banco en cada vigencia.

generales para la preparación de una operación se requiere realizar las siguientes misiones:

- *Misión de Identificación.* Para las operaciones de destinación específica el ejecutor y el Banco estudian las diferentes posibilidades de solución a la problemática en cuestión y se selecciona la mejor alternativa. De acuerdo con los lineamientos establecidos por el Plan de acción del Banco para el país, éste elabora un documento donde se determina la viabilidad de que dicha alternativa sea financiada, definiendo el propósito de la misma y los indicadores para su medición. Para el caso de operaciones de libre destinación, en esta misión se identifica el sector sobre el cual el país está realizando reformas, que puede ser de interés para el Banco, y se elabora un documento identificando los temas y las reformas dentro del sector, susceptibles de ser financiadas.
- *Misión de Preparación u Orientación.* En el caso de financiaciones a través de recursos específicos, el equipo se concentra en dimensionar la operación. Como resultado se elabora un documento donde se define: a) el alcance del proyecto, b) las actividades específicas a adelantar en cada componente con sus respectivos costos. En el caso de créditos sectoriales de libre destinación, se decide el número de tramos en los cuales se va a desembolsar el empréstito y se establece una matriz de condicionalidades para cada uno. Estas se definen a partir del estudio de los actos de tipo administrativo que dependan del ejecutivo, las leyes y los decretos esenciales para el cumplimiento

de una política o de las reformas del sector en cuestión, que además sean de interés para el Banco.

- *Misión de "Appraisal" o de Análisis.* El objeto de esta misión es definir el marco lógico del programa para someterlo a consideración del Directorio²⁷ del Banco. Este marco comprende un resumen ejecutivo de los objetivos, costos, riesgos y resultados esperados de la operación, al igual que una relación de aquellos aspectos que deben ser abordados mediante evaluaciones complementarias o de apoyo. Para el caso de operaciones sectoriales en esta misión se definen: a) los indicadores mediante los cuales se medirá el cumplimiento de las condicionalidades de cada tramo de la operación; b) el monto exacto que el Banco financiará.
- *Misión de Negociación.* Durante esta misión se discute el documento de préstamo donde se establecen las condiciones financieras y de desembolso, las categorías de inversión y el cronograma de ejecución de las actividades del programa. Usualmente asisten además del equipo del Banco (abogado y equipo de proyecto) representantes del MHCP, del DNP (Dirección Técnica y Subdirección de Crédito), y del organismo ejecutor. En el caso de las operaciones de destinación específica se establecen las condicionalidades y los arreglos institucionales, requeridos para dar cumplimiento a los indicadores establecidos en cada tramo como requisitos de desembolso.

²⁷ Es el responsable de la conducción de las operaciones del Banco esta conformado por sus miembros titulares y suplentes, que son elegidos por los Gobernadores representantes de los países miembros, para

- *Presentación al Directorio.* Después de negociar el documento de préstamo se presenta para la aprobación del Directorio del Banco.
- *Firma del contrato/convenio de préstamo.* Para la firma de los contratos de préstamo específicos el MHCP verifica, que además de las autorizaciones de ley exigidas, se cuente con las apropiaciones presupuestales requeridas para iniciar la ejecución del programa y que las condiciones previas al primer desembolso estén sustancialmente cumplidas.

3. Proceso de emisión de bonos

El proceso de emisión de los bonos soberanos en los mercados de capitales internacionales requiere el cumplimiento de una serie de actividades tanto a nivel interno como externo. El *Cuadro 7.14* resume el proceso.

El proceso de emisión debe cumplir con una serie de requisitos legales, *Cuadro 7.15*. A nivel interno, al igual que para el resto de modalidades de endeudamiento público, se somete la emisión a Consideración del CONPES, de la Junta Directiva del Banco de la República y de la Comisión Interparlamentaria de Crédito Público. A nivel externo, el país que pretende acceder a los mercados internacionales, debe estar inscrito en las diferentes bolsas (USA, Europa y Japón) y en los programas de emisión de cada una con un cupo.

Una vez se cuenta con estas autorizaciones, la Dirección de Crédito Público escoge el mercado en el que desea realizar la colocación, para lo cual verifica el cupo con que cuenta para la emisión de bonos en dicho mercado. Por tal razón, este cupo es verificado constantemente frente: a la “Securities Exchange Comision”, -SEC- para el mercado en EU, al “European Médium Term Notes” –EMTN- en Europa, o el SHELF para el caso de Japón. Este cupo puede ser incrementado y no requiere de ningún tipo de autorización especial, solo el registro de un monto adicional y el pago del derecho correspondiente.

Tras verificar los cupos con que se cuenta en cada mercado, diariamente se realiza un estudio y seguimiento²⁸ de los mercados para identificar el momento y el mercado más favorable para la colocación. En el momento en que el ambiente es favorable, gracias al mantenimiento de un flujo constante de información con los principales bancos de inversión internacionales²⁹ o por que se ha hecho formalmente una carta de invitación, comienza la recepción de las propuestas con diferentes estructuras de financiamiento por parte de los bancos. Estas propuestas son analizadas con el fin de escoger la estructura que más favorezca a la República de Colombia.

Posteriormente, el equipo de mercado de capitales externo del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) designa a uno o varios bancos como el “lead manager” (agente líder) en la transacción, y se empieza a trabajar en la definición de detalles más concretos. Simultáneamente con

²⁸ Este seguimiento se realiza a los precios de los bonos, al volumen tranzado de los mismos en USA, Europa y Japón, a la situación de la economía norteamericana, europea y japonesa. Se contacta a los bancos de inversión extranjeros para tener información de posibles emisiones de otros países, se hace seguimiento a la información económica relevante de otros países que puedan afectar el mercado de capitales, y a las variables económicas y financieras que inciden en el comportamiento del mercado.

²⁹ JP Morgan Chase, Morgan Stanley, Credit Suisse First Boston, Deutsche Bank, BNP Paribas, Goldman Sachs, Merrill Lynch, UBS Warburg, ABN Amro, SSB, entre otros.

el análisis de las ofertas y la selección del lead manager, en algunos casos se realiza una gira (o "road show") en la cual se promocionan los bonos frente a diferentes inversionistas extranjeros.

El país debe afiliarse a un programa de emisión. Es decir, para poder salir a una "plaza" como en el mercado yankee de Estados Unidos, Tokio (mercado Samurai), Europa (mercado europeo) o Global, es necesario que el país esté asociado a un programa que le permita el acceso. El programa denominado "shelf" le permite al país ir al mercado yankee o al global o a cada uno de los mercados y hacer emisiones.

El ingreso se hace con abogados externos a quienes se les prepara toda la documentación, incluida la reglamentación que habilita a Colombia a salir al mercado en cualquier momento en que haya oportunidad. Son ellos los encargados de realizar el proceso legal para realizar el contrato de suscripción de la emisión, en el cual se clasifica a Colombia como posible emisor. Luego se genera un prospecto de emisión en donde se detallan todas las características de la Nación, sus antecedentes macroeconómicos, los resultados recientes y las proyecciones que permitan vender los papeles de la República.

Una vez identificada alguna oportunidad en el mercado, se inicia la contratación de la banca de inversión para que guíe al país sobre si es conveniente o no ir al mercado.

Se reciben las ofertas de emisión, se analizan y califican determinando las ventajas y desventajas. En particular, se miran las posibilidades de acceder y de amortizar la deuda en el futuro de acuerdo con el perfil de vencimientos del país. Antes de tomar la decisión, se hace un sondeo del

mercado, se da el mandato y se hace una simulación incluyéndola dentro de todo el perfil de vencimientos para saber su impacto en él y en los parámetros de deuda establecidos.

La etapa del mercadeo de emisión empieza con contactos con los principales agentes y compradores dentro del mercado en el que interesa hacer la emisión.

Después de tener clara la percepción de que hay posibles compradores de la emisión, se realiza el "due diligence" donde Colombia presenta a los inversionistas, a los bancos y a los abogados externos, la actualización de la información respecto del entorno económico, social, de seguridad y legislativo del país. El *due diligence* se hace a través de conferencias telefónicas con el CONFIS, la Dirección de Política Macroeconómica del MHCP, el Viceministerio Técnico del Ministerio de Hacienda, el director de Crédito Público y, en ciertas ocasiones, el DNP.

Los bancos líderes anuncian la transacción en las horas de la mañana y comienzan a recibir las órdenes por parte de los inversionistas. Se hace la apertura del libro donde se inscriben las órdenes de los bonos hasta completar una meta preestablecida del monto a emitir.

Al mismo tiempo, el Ministerio va verificando las condiciones del mercado para establecer las características financieras bajo las cuales se está desarrollando la transacción. Una vez que se ha construido un libro de órdenes, se procede al "pricing"³⁰, mediante el cual se fija el precio a la emisión de bonos. Durante todo este tiempo la República de Colombia

³⁰ Mediante el pricing el Gobierno le pone precio a la transacción y se empieza el proceso legal de emisión, el cual incluye documentos tales como: i) Incumbency Certificate, ii) Expense Side Letter, iii) Underwriting

esta en contacto telefónico con los agentes líderes, puesto que el trabajo coordinado y en equipo es fundamental.

El cierre de la transacción y la entrada del dinero se realiza cuando los documentos legales son firmados por el Ministro de Hacienda y Crédito Público o su designado, uno o dos días antes de que entre el dinero a las cuentas de la Nación. Cuando entra el dinero, se realiza un informe para la Contraloría y otro para la Junta del Banco de la República reportando los resultados de la emisión.

Cuadro 7.11
Proceso de emisión

- Documento de autorización de endeudamiento ante CONPES, Junta Directiva del Banco de la República y la Comisión Interparlamentaria de Crédito Público para apropiaciones presupuestales del presente año.
- Revisión del cupo ante la SEC (Securities Exchange Comisión) y el programa EMTN en Europa.
- Estudio y seguimiento de los mercados para identificar el mercado mas favorable para la República (Diariamente).
- Envío de propuestas por parte de los principales bancos de inversión internacionales.
- Análisis de propuestas para ver cual es la estrategia más favorable para la República.
- Asignación del banco como "lead manager" (agente líder) en la transacción a realizar.
- Conversación con los abogados externos de la República para informarles acerca de la emisión.
- Radicación de la Resolución Ministerial
- Due Diligence (debida diligencia).
- Anuncio de la Emisión
- Se empieza la documentación legal entre los "underwriters" (bancos) y la República de Colombia.
- Cierre de la transacción y entrada del dinero.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

<i>Cuadro 7.12</i>	
Requerimientos legales de una emisión	
Internos	Externos
<ul style="list-style-type: none"> • Ley de endeudamiento • CONPES • Comisión Interparlamentaria de Crédito Público • Junta Directiva del Banco de la República • Resolución Ministerial. • Disponibilidad presupuestal • Publicación de emisión en el diario oficial 	<ul style="list-style-type: none"> • Programa de Emisión (SHELF de Estados Unidos, EMTN en Europa, SHELF de Japón) • Abogados Externos • Contrato de suscripción • Prospecto de emisión • Concepto legal (interno y externo) • Agente Fiscal

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

III. Resumen

El monto del endeudamiento que el país requiere en una vigencia se determina a partir de la estimación del déficit y los requerimientos de financiación del mismo.

- **Mercado Interno**

La financiación a través del mercado interno presenta ventajas comparativas respecto del mercado externo en términos de costo, colocación, administración y riesgo cambiario, sin embargo por consideraciones de orden macroeconómico relacionadas con los precios del mercado interno, el nivel de recursos que puede ser captado en este mercado es limitado.

A nivel de la financiación interna, la Nación puede recurrir a proveedores, bancos comerciales y títulos de deuda pública, siendo este último el de mayor participación.

Los Títulos de Tesorería TES creados mediante la ley 51 de 1990, son recursos de libre destinación, y pueden colocarse a través de operaciones forzosas, operaciones convenidas y subasta.

En los últimos años la utilización de TES se ha incrementado de manera que a marzo del 2003, esta fuente ha pasado a representar el 81 % de la financiación interna.

Los plazos promedio de los títulos han aumentado, y desde 1998 la tendencia de las tasas nominales ha sido a la baja, como resultado de la decisión del gobierno de no recurrir de manera excesiva al financiamiento en el mercado interno. De igual forma esto se ha traducido en cambio en la estructura de la tenencia de los TES donde el sector público ha disminuido su participación.

- **Mercado Externo**

El Gobierno Nacional acude al mercado externo para completar las necesidades de financiación, que no pudo obtener a través del mercado interno. En el mercado de capitales externo, el Gobierno es un agente más en la consecución de recursos a un precio que es fijado según las condiciones del mercado y la percepción que tengan los inversionistas del riesgo de invertir en Colombia.

Existen diversas fuentes externas de financiación como la banca multilateral, bilateral, privada o comercial, crédito con proveedores y títulos de deuda pública (como los bonos de deuda externa).

La emisión de bonos en los mercados internacionales es una operación que se realiza con el fin de captar recursos del público a un plazo determinado y con una tasa de interés establecida en el momento de la emisión. Existen varios tipos, según el mercado y la moneda en que son colocados, como: domésticos, eurobonos, extranjeros, globales, EMTN´s y 144K. El plazo mínimo de los bonos es de un año y la tasa de interés es determinada por el emisor y la percepción de la situación del país por parte de los inversionistas en el momento de la colocación de los títulos.

Las agencias calificadoras de riesgo califican los títulos en el mercado teniendo en cuenta la capacidad y voluntad de un gobierno para cancelar oportunamente los pagos de su deuda denominada en moneda extranjera o local. Estas calificaciones son utilizadas por los participantes del mercado como un factor de valoración de sus portafolios. Entre las agencias calificadoras se encuentra Standard and Poor´s, Moody´s y Fitch Ratings.

La composición de la deuda externa del Gobierno Nacional Central ha presentado variaciones importantes en los últimos seis años. Los créditos Bilaterales, de la Banca Comercial y de Proveedores han perdido participación con el tiempo, los créditos de organismos multilaterales se ha mantenido relativamente estables, mientras la participación de los bonos ha aumentado. Esto corresponde con la tendencia en la banca comercial internacional de disminuir los préstamos directos a los países emergentes. Por lo tanto las naciones han recurrido a la colocación de

bonos externos, aunque su costo es mayor que otras fuentes de financiamiento y requieren de un entorno macroeconómico estable para su colocación.

Los procesos de contratación de empréstitos externos difieren si se realizan con la Banca Multilateral, Bilateral, Comercial, con Proveedores o a través de bonos de deuda externa en los requisitos, autorizaciones y entidades que participan. Para el caso de los créditos con destinación específica, se requiere que se hayan definido los objetivos, las acciones, los componentes, los costos y la estructura de ejecución del proyecto que permitan hacer un análisis técnico, económico y social del proyecto a financiar. Para el caso de operaciones de libre destinación debe indicarse en términos generales el uso que se dará a los recursos contratados y describir el tipo de operación a realizar.

El proceso de emisión de los bonos soberanos en los mercados de capitales internacionales requiere el cumplimiento de una serie de actividades a nivel interno y externo. A nivel interno, la autorización del CONPES, la Junta Directiva del Banco de la República y la Comisión Interparlamentaria de Crédito Público. A nivel externo, para acceder a los mercados internacionales, el país debe estar inscrito en las diferentes bolsas de Estados Unidos, Europa y Japón, y en los programas de emisión de cada una con un cupo; además de un estudio y seguimiento constante de los mercados, con el objetivo de conocer el momento más adecuado para realizar una emisión y el sentimiento de los inversionistas.

Durante los últimos 60 años Colombia ha cumplido con todas sus obligaciones lo que ha reflejado una administración prudente al haber sido el único país latinoamericano que no ha suspendido pagos ni ha

tenido que reestructurar su deuda. Este claro compromiso de la República con el servicio de su deuda, le ha permitido tener acceso a los mercados a pesar de las dificultades financieras de otros países emergentes, especialmente entre los países latinoamericanos. Colombia ha mantenido su posición estable dentro del mercado internacional de capitales y sus spreads son notablemente más bajos que los de sus principales competidores latinoamericanos.

IV. Términos Clave

- **Crowding Out:** La demanda excesiva de recursos por parte del Gobierno en mercado interno, puede tener efectos negativos al desplazar gran parte de los recursos que se destinarían a financiar el sector privado de no existir la demanda de Estado.
- **Roll Over:** es la refinanciación de la deuda, mediante lo cual se toma nuevo endeudamiento para pagar el vencimiento otras operaciones de crédito.
- **TES Clase A:** Títulos de Tesorería emitidos en 1991 para cubrir el pasivo existente con el Banco de la Republica y atender servicio de la deuda.
- **TES Clase B:** Títulos de Tesorería creados para captar recursos para completar apropiaciones presupuestales y proveer recursos temporales a la tesorería, sustituir el vencimiento de otros títulos y reponer deuda. Pueden ser denominados en Pesos, Dólares, Unidades de valor Real UVR.
- **Operaciones Forzosas:** son las inversiones en TES Clase B, que obligatoriamente tienen que realizar las entidades que dependen

del Presupuesto General de la Nación cuando presentan excedentes de liquidez.

- Operaciones Convenidas: son inversiones pactadas entre el Tesoro y las empresas públicas del orden descentralizado que no dependen del Presupuesto.
- Creadores de Mercado: Es el programa diseñado por el MHCP diseñó con el fin de liderar el desarrollo del mercado secundario de TES clase B.
- Subasta: es un proceso de colocación, mediante el cual el Gobierno capta recursos de agentes privados del mercado de valores a través del Programa de Creadores de Mercado realizando una subasta a la baja, en la cual el precio del bien subastado se va bajando hasta que exista una oferta y se asigne a dicho precio.
- Banca Multilateral: Se denomina a todos aquellos Bancos de Desarrollo que apoyan a los países menos desarrollados mediante el otorgamiento de préstamos en condiciones favorables y la asistencia técnica en la preparación, ejecución y evaluación de programas y proyectos. Pueden ser de libre o específica destinación.
- Banca Bilateral: Corresponde a los recursos recibidos a través de acuerdos entre los países que establecen líneas de crédito de Gobierno a Gobierno, en los cuales un país se compromete a poner a disposición de la nación un monto específico para la financiación de determinados proyectos, bienes y servicios.
- Banca Privada o Comercial: Está conformada por bancos comerciales que ofrecen sus recursos a tasas y condiciones vigentes del mercado.

- Crédito de Proveedores: Financiación que otorgan los proveedores a sus compradores, mediante la concesión de plazos para el pago en la compra de bienes y servicios; es decir, que la financiación no implica desembolsos de recursos monetarios sino en especie.
- Títulos de Deuda Pública: Bonos y demás valores de contenido crediticio, con plazo para su redención, emitidos por la República de Colombia y por algunas entidades estatales.
- SEC (Securities and Exchange Commission): Agencia federal en los Estados Unidos encargada de velar por la transparencia y protección contra las malas prácticas en los mercados de valores de su país.
- Agencias Calificadoras de Riesgo: Evalúan la capacidad y voluntad de un gobierno para cancelar oportunamente los pagos de su deuda denominada en moneda extranjera o local. Emiten sus conceptos a través de un rating o calificación de riesgo.
- Spread: Es la diferencia entre el rendimiento de un bono y el rendimiento de otro bono tomado como referencia, por ejemplo los tesoros norteamericanos.
- EMBI +; Es un índice creado para hacer seguimiento al comportamiento de los bonos en dólares emitidos por países emergentes. El índice calcula los retornos de las ganancias en los precios y en los intereses de un portafolio con estos bonos. Hay un EMBI para los bonos de cada país.
- Banco de Inversión: Banco que sirve como intermediario o agente, entre el emisor de títulos y la colocación de sus títulos en el mercado.
- Default: Palabra en inglés utilizada para expresar una situación de moratoria en los pagos de deuda.

V. Bibliografía

- Ley 80 de 1993, Diario Oficial. Año CXXIX. N. 41094. 28, Octubre, 1993. Pág. 1
- Decreto 2681 de 1993, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Diario Oficial Año CXXIX. N. 41159. 30, Diciembre, -1993. Pág. 5.

Co –autores**Departamento Nacional de Planeación:**

Hugo Miguel Rangel- Subdirector de Crédito

Sandra Pabón – Asesor Subdirección de Crédito

Ministerio de Hacienda y Crédito Público:

Catalina Villa – Subdirectora de Mercado de Capitales Externo

Francisco Lucero – Asesor , Subdirección de Mercado de Capitales Interno