

**LOS TES COMO DINAMIZADOR DEL MERCADO FINANCIERO
“Un Instrumento de Deuda Publica”**

**GLORIA INES LOAIZA SANCHEZ
MARISOL TAMAYO PARRA**

**Universidad Nacional de Colombia
Sede Manizales
Facultad de Minas
Especialización en Ingeniería Financiera
Manizales
2006**

**LOS TES COMO DINAMIZADOR DEL MERCADO FINANCIERO
“Un Instrumento de Deuda Publica”**

**GLORIA INES LOAIZA SANCHEZ
MARISOL TAMAYO PARRA**

Trabajo de Grado

Director

**JUAN NICOLAS MONTOYA MONSALVE
Administrador de Empresas
Profesor Asociado Universidad Nacional**

**Universidad Nacional de Colombia
Sede Manizales
Facultad de Minas
Especialización en Ingeniería Financiera
Manizales
2006**

TABLA DE CONTENIDO

LISTA DE CUADROS	5
LISTA DE GRAFICOS	6
RESUMEN	7
1. JUSTIFICACION	9
2. ANTECEDENTES	11
3. OBJETIVOS	14
3.1. OBJETIVOS GENERALES:	14
3.2. OBJETIVOS ESPECIFICOS:	14
4. MARCO TEORICO	15
4.1. DEUDA PÚBLICA	15
4.1.1. Concepto Deuda Pública:	15
4.1.2. Concepto de Deuda Interna	15
4.1.3. Concepto de Deuda Externa	16
4.2. ESTRUCTURA DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA -TITULOS DE TESORERIA (TES)	16
4.2.1. Emisiones De Los Títulos De Tesorería TES	16
4.3. CLASES DE TES	17
4.3.1. TES Clase A:	17
4.3.2. TES Clase B:	18
4.3.3. TES Clase B Mixtos	19
4.3.4. Clase B a Tasa Variable (Indexados al IPC):	19
4.3.5. TES Clase B a Tasa Fija denominados en Unidades de Valor Real Constante –UVR	20
4.3.6. TES Clase B denominados en dólares.	21
4.4. CONDICIONES FINANCIERAS	22
4.5. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE CADA PLAZO	23
4.7. CÓDIGOS DE IDENTIFICACIÓN DE TES (NEMOTÉCNICOS)	25
4.8 MERCADO PRIMARIO:	25
4.8.1 Subasta y Underwriting	25
4.8.2. Operaciones Forzosas	43
4.8.3. Operaciones Convenidas	45
4.9. MERCADO SECUNDARIO:	45
4.9.1. Primer Escalón del Mercado Secundario	46
4.9.2. Segundo Escalón del Mercado Secundario	46
4.9.3. Sistemas de Negociación	47
4.10. PERFIL DEL INVERSIONISTA	51
4.10.1. DESCRIPCION DEL PERFIL DEL INVERSIONISTA	51
5. GUIA DEL INVERSIONISTA	52

6. ANALISIS	55
7. RECOMENDACIONES	62
8. CONCLUSIONES	64
ANEXOS	65
9. BIBLIOGRAFIA	93

LISTA DE CUADROS

<u>Cuadro No. 01: Calendario de Subastas</u>	<u>20</u>
<u>Cuadro No. 02: Resumen TES</u>	<u>48</u>
<u>Cuadro No. 03: Saldos de Capital de los TES por Plazo y Tenedor</u>	<u>67</u>
<u>Cuadro No. 04: Porcentaje de Participación de cada Sector por Plazo y Tenedor</u>	<u>68</u>
<u>Cuadro No. 05: Porcentaje por Sectores</u>	<u>68</u>
<u>Cuadro No. 06: Saldos de Capital en Circulación por Tipo de Colocación</u>	<u>70</u>
<u>Cuadro No. 07: Pago de Rendimientos</u>	<u>72</u>
<u>Cuadro No. 08: Cancelación de TES</u>	<u>74</u>
<u>Cuadro No. 09: Cancelación de TES en pesos</u>	<u>75</u>
<u>Cuadro No. 10: Cancelación de TES en dólares</u>	<u>77</u>
<u>Cuadro No. 11: Total de Cancelación de TES en UVR</u>	<u>78</u>
<u>Cuadro No. 12: Proyecciones de Vencimientos de TES</u>	<u>79</u>
<u>Cuadro No. 13: Total Expediciones TES</u>	<u>81</u>
<u>Cuadro No. 14: Total Expediciones TES en pesos</u>	<u>82</u>
<u>Cuadro No. 15: Total Expediciones TES en dólares</u>	<u>84</u>
<u>Cuadro No. 16: Total Expediciones TES en UVR</u>	<u>86</u>

LISTA DE GRAFICOS

<u>GRAFICO No. 01: TES en pesos a 90 días</u>	<u>60</u>
<u>GRAFICO TES en pesos a 119 días</u>	<u>60</u>
<u>GRAFICO No. 02a: TES en pesos a 182 días</u>	<u>61</u>
<u>GRAFICO No. 02: TES en pesos a 1 año</u>	<u>61</u>
<u>GRAFICO No. 03: TES en pesos a 2 años</u>	<u>62</u>
<u>GRAFICO No. 04: TES en pesos a 3 años</u>	<u>62</u>
<u>GRAFICO No. 05: TES en pesos a 4 años</u>	<u>63</u>
<u>GRAFICO No. 06: TES en pesos a 5 años</u>	<u>63</u>
<u>GRAFICO No. 07: TES en pesos a 6 años</u>	<u>64</u>
<u>GRAFICO No. 08: TES en pesos a 7 años</u>	<u>64</u>
<u>GRAFICO TES en UVR</u>	<u>65</u>
<u>GRAFICO No. 09: TES en UVR a 12 años</u>	<u>65</u>
<u>GRAFICO No. 10: Curva de TES a Tasa Fija</u>	<u>66</u>
<u>GRAFICO No. 11: Tasas UVR vs. IPC</u>	<u>66</u>
<u>GRAFICO No. 12: Porcentaje de Participación de cada Sector por Plazo y Tenedor</u>	<u>69</u>
<u>GRAFICO No. 13: Saldo de Capital Tipo Colocación en pesos</u>	<u>71</u>
<u>GRAFICO No. 14: Pagos Rendimientos TES</u>	<u>73</u>
<u>GRAFICO No. 15: Total Cancelación TES en pesos</u>	<u>76</u>
<u>GRAFICO No. 16: Proyección de Vencimientos</u>	<u>80</u>
<u>GRAFICO No. 17: Total Expediciones TES en miles de millones de pesos</u>	<u>83</u>
<u>GRAFICO No. 18: Variación Expediciones TES en dólares</u>	<u>85</u>
<u>GRAFICO No. 19: Total Expediciones TES en UVR</u>	<u>86</u>



CARRERA Especialización en Ingeniería Financiera					
1er Apellido	LOAIZA	2° Apellido	SANCHEZ	Nombre	GLORIA INES
1er Apellido	TAMAYO	2° Apellido	PARRA	Nombre	MARISOL
TITULO DEL TRABAJO: LOS TES COMO DINAMIZADOR DEL MERCADO FINANCIERO “Un Instrumento de Deuda Publica”					
NOMBRE DEL DIRECTOR DEL TRABAJO: PROF. JUAN NICOLAS MONTOYA MONSALVE					
RESUMEN DEL CONTENIDO (ESPAÑOL)					
<p>Los TES como mecanismo de inversión han cambiado toda la perspectiva que se tenían a cerca de ellos y en este momento resultan ser una excelente forma de solución no solo para el Gobierno Nacional sino para un inversionista con cero niveles de riesgo.</p> <p>En la actualidad se cuentan con varias clases de TES que van desde renta fija, renta variable, en dólares y en UVR (Unidades de Valor Constante) los cuales para un inversionista moderado o conservador son una de las opciones más efectiva de invertir con un capital seguro sin comprometer su patrimonio.</p> <p>Se ha descrito todas las variaciones que se pueden enfocar desde todo ámbito para que un inversionista opte y conozca el movimiento de las variables que lo puedan afectar y sensibilizar al inversionista en cuanto a los instrumentos que ofrece el mercado de capitales de una manera fácil y sencilla, ya que con este trabajo lo que se pretende es dar una herramienta para optimizar las ventajas de la inversión en dichos títulos.</p> <p>Además se anexa cuadros de emisiones, rendimientos y colocaciones de los TES donde se puede apreciar como ha sido su evolución y el crecimiento que han tenido desde su creación hasta el 2005, para un inversionista tener una visión más amplia en el momento de tomar la decisión de invertir. En este proyecto se aportan comentarios de cómo es la dinámica de los títulos de tesorería y se hacen análisis de los valores transados de estos títulos respecto a las transacciones del mercado de renta fija para poder dar una visión mas amplia de su comportamiento.</p> <p>Las pretensiones al realizar este trabajo es garantizar de una forma concisa cuales son las clases de TES y las variables que los afectan para orientar desde cualquier punto de vista a una persona natural o jurídica sobre las bondades de los TES.</p> <p>Los TES como dinamizador del mercado financiero nos permiten analizar los crecimientos, rentabilidades e importancia de este tipo de instrumento y realza la importancia que en estos momentos ofrece el mercado de deuda pública y el buen desempeño que han tenido sus tasas gracias a las condiciones internas y externas que han afectado nuestro país en los últimos tres años, y así garantizar la consecución de un portafolio de inversiones de manera diversificada y con la mejor oportunidad de retorno.</p>					
ABSTRACT					
<p>The TES bonds, considered as a mechanism of investment, have changed all the perspective that had existed about them and, at this moment, they have turned out to be an excellent form of solution, not only for the National Government, but also for investors without risk levels.</p> <p>At present, there are several types of TES that range from fixed income, variable income, dollars and UVR (Units of Constant Value) which, for moderate or preservative investors, are one of the most effective options to invest with a safe capital without jeopardizing their assets.</p> <p>All the variations that can be focused from all fields have been described so that investors choose and know the movement of the variables that can affect and sensitize themselves concerning the instruments that the Capital Market offers in an easy and simple way, since this project aims at giving a tool to optimize the advantages of the investment in such bonds.</p> <p>In addition to this, the project has some appendixes containing tables of issues, yields and placements of the TES bonds, where it is possible to appreciate their evolution and growth since their creation up to 2005, which permit the investors to have a wider vision when making their investment decisions. In this project commentaries about the dynamics of the treasury bonds are given as well as analyses of the trade values of such bonds regarding the transactions of the fixed income market in order to give an ample vision of their behavior.</p> <p>The aim of this work is to guarantee in an accurate way the types of TES and their variables to guide, from any perspective, a natural or legal person, about their benefits.</p> <p>The TES bonds, as dynamic elements, of the financial market allow us to analyze the growth, profitabilities and importance of this type of instrument and underline the relevance that, at present, the national debt market offers and the good performance that their rates have had due to the internal and external conditions that have affected our country in the last three years and, in this way, to guarantee the attainment of a portfolio of investments in a diversified way and with the best opportunity of return.</p>					
PALABRAS CLAVES: Inversionista, Títulos de Tesorería, Subasta, Creadores de Mercado.					

1. JUSTIFICACION

El gobierno Colombiano cambio su estrategia de endeudamiento¹ en los mercados financieros del exterior, comenzó a utilizar el mercado interno como fuente de financiamiento del presupuesto nacional mediante la colocación de TES.

Como consecuencia a esta decisión y teniendo en cuenta que a hoy la favorable coyuntura económica y financiera externa, así como la recuperación de la confianza de los inversionistas han dado la profundización del mercado de capitales, que ha sido liderada por el desarrollo del mercado de títulos de tesorería –TES.

De paso el gobierno ha podido reducir su vulnerabilidad externa mediante la disminución del porcentaje de deuda en moneda extranjera a niveles menos dispares con los ingresos que obtiene anualmente en divisas.

En este documento se contempla los antecedentes y se hace una breve descripción de la deuda pública, se observa un escenario de definiciones de mercado de deuda pública como de creadores de mercado, aspirantes a creadores y sistemas de negociación.

También se profundiza en los TES, clases, características, beneficios de invertir, ventajas y además se amplia información sobre las variables a considerar al momento de tomar la decisión de inversión en TES.

Mediante un estudio exploratorio y descriptivo finalmente aportar resultados que ilustren con información precisa y concreta a un inversionista sobre una de las alternativas más representativa de inversión en renta fija como son los TES.

El trabajo fue analizado en base en el método analítico y descriptivo que han permitido tener una aproximación a la realidad de los instrumentos de deuda publica -TES- y conocer mas a fondo el desarrollo mas importante en el mercado de capitales colombiano como ha sido el auge del mercado de deuda publica interna específicamente del instrumento TES.

El crecimiento de la deuda publica interna de nuestro país ha crecido y por lo tanto no se ha tenido que usar las fuentes de financiación externas y se tiene un mercado interno mas desarrollado que ha sido capaz de absorber las necesidades de financiación del sector publico

¹ Ministerio de Hacienda y Crédito Publico

“Los TES como dinamizador del mercado financiero“constituye una oportunidad para ofrecer a un inversionista, que de acuerdo a su perfil o su tolerancia al riesgo pueda tener una guía de comportamiento de las diferentes clases de TES, de sus rentabilidades que amplíen su panorama al momento de tomar una decisión de inversión basados en la investigación documental llevado a cabo en este trabajo, con herramientas de Ingeniería Financiera. Difundiendo los buenos comportamientos que puede tener un activo y tener la opción de considerarlo al momento de diversificar su portafolio de inversiones y son los TES los que se han convertido en el principal tipo de activo financiero disponible en los mercados locales, con volúmenes de negociación que superan los \$4 billones diarios.

¿O si Serán los TES realmente un dinamizador del mercado financiero?

2. ANTECEDENTES

El mercado de deuda pública² en Colombia aparece porque el gobierno nacional encuentra algunos obstáculos para seguir utilizando sus fuentes tradicionales de financiación. Primero, que el Banco de la República adquiere autonomía y esa autonomía determina que el Gobierno Nacional no puede seguir acudiendo a créditos al Banco Central como mecanismo de financiación de una parte de su déficit fiscal.

Segundo tiene que ver con la inestabilidad cambiaria del peso frente al dólar, que es nuestra moneda patrón, situación que genera costos altos a la nación, limitando con ello la posibilidad de financiación del déficit fiscal a través de crédito externo. De tal forma que el gobierno considera que es necesario reorientar la búsqueda de recursos hacia el mercado interno, y crea las condiciones para obtener crédito en el mercado local en condiciones más favorables. En ese momento nace la necesidad de desarrollar un mercado de deuda pública transparente y debidamente estructurado.

Los instrumentos utilizados por el Gobierno Nacional para contratar deuda en los mercados nacional y extranjero han cambiado considerablemente en los últimos tiempos. Con estos cambios, distintas han sido las implicaciones de la deuda del gobierno sobre el resto de la economía. Mientras que a finales de los años ochenta, el 58% de la deuda interna del gobierno nacional se había respaldado con pagarés a favor del Banco de la República. Como es de conocimiento público, en la última década el Banco de la República ha estado restringido constitucionalmente para dar créditos directos al gobierno, por lo que esa fuente del financiamiento prácticamente desaparece en sus recientes cuentas de deuda.

El bono de mayor circulación que expidió el gobierno nacional en los años ochenta fue el Título de Ahorro Nacional (TAN), mediante el cual se logró la máxima captación en 1990 de \$273 mil millones, monto que representó para este año el 28% del total de su deuda interna. Los TAN fueron creados por el Decreto 382 de 1983 bajo el estado de la Emergencia Económica, como un recurso transitorio hasta por \$70 mil millones, con la doble particularidad de que el Banco de la República sería el agente administrador de su emisión y colocación e, igualmente, *garante solidario* de su pago.

No sólo se constituyó en un recurso permanente, sino que por su naturaleza el servicio de los TAN recayó también en el Emisor, por lo que se constituyó en una fuente de expansión monetaria. Otros bonos como los Agrarios, los de Desarrollo, los de Bienestar Familiar, los de Valor Constante y los Ley 21 de 1963, completaron la gama

² Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

de papeles de deuda interna que circularon en los ochenta y, al igual que los TAN, sus términos de colocación no reflejaron propiamente las condiciones del mercado.

Las reformas de los noventa cambiaron las condiciones de endeudamiento interno del gobierno y los Títulos de Tesorería Clase B –TES B–, se convirtieron en el instrumento predominante. Cuando se emiten por primera vez los TES en 1992, llegaron a explicar el 38% de la deuda interna de la Nación y su valor representó el 0,74% del PIB. Diez años después, el 67% de los pasivos financiero internos de la Nación se han adquirido a través de los TES B y representan el 18,5% del PIB.

Los mecanismos de colocación de deuda pública han tenido un progreso importante, en la medida en que las subastas en el mercado se han vuelto en el mecanismo más importante a través del cual funciona el mercado público de valores primarios. Incluso se ha fomentado la participación mas activa de los intermediarios y a partir de 1999 solo pueden acudir a las subastas las entidades financieras miembros del programa de creadores de mercado o aspirantes a creadores de mercado. Contrariamente las inversiones forzosas y las convenidas han perdido peso relativo dentro de las transacciones de deuda pública.

En este proceso de otorgarle mayor importancia a los mecanismos de mercado ha jugado un papel importante tanto la oferta, determinada por las necesidades del Gobierno como la demanda, que se ha visto beneficiada por la variedad de títulos ofrecidos en cuanto a tasas y plazos. De hecho en los últimos años se ha hecho un gran esfuerzo por diversificar los Instrumentos de deuda pública. Además de los TES clase B en moneda local, en 1998, el Gobierno inicio la emisión de TES denominados en dólares. Esto se hizo con el fin de proporcionar al mercado financiero un instrumento de cobertura cambiaria y de reducir la presión sobre la tasa de interés interna. Adicionalmente se emitieron TES clase B mixtos (en los primeros años son de renta y tasa fija, y en los años restantes se convierten títulos de renta fija y tasa variable), los cuales fueron puestos en los mercados a través de una suscripción de Underwriting con el fin de motivar inversiones de largo plazo. Finalmente se crearon los TES clase B denominados en unidades de valor real UVR.

A pesar que la deuda sigue estando concentrada en títulos de plazo corto, especialmente de 1 a 3 años, en 2000 y 2001 la distribución de los plazos fue mas uniforme adquiriendo importancia los TES a plazos mas largos, de 5, 7 y 10 años.

Mientras que en 1997 los TES a 1 año eran el 70% del total de los TES B a partir de 1999 este porcentaje se redujo a cerca del 30%. Ya en el 2001 los TES 5 y 7 años tuvieron una participación conjunta de cerca del 50% dentro del total. Y en el año 2005 la gran concentración de TES se da en los de 4 y 5 años con un porcentaje respectivamente de 12% y 35% y los TES de 9 años con un porcentaje de 12% estos

últimos se encuentran en poder de el sector financiero, ya el sector privado y publico no posee TES a mas de 6 años.

El sector privado, adquiere títulos de mediano y largo plazo mediante el mecanismo de subasta. Aunque en menor medida, y con una tendencia a la concentración en plazos mas cortos, las empresas gubernamentales que no pertenecen al presupuesto general de la nación también adquieren este tipo de títulos. Por su parte, las entidades del gobierno que poseen títulos a través de operaciones forzosas, lo hacen primordialmente con TES de corto plazo.

El análisis por el lado de las tasas de los títulos muestra una concentración en las tasas fijas.

Sin embargo, un análisis sobre la relación de las tasas de los TES y las del mercado, ilustra en forma mas contundente la preferencia de los agentes privados por los títulos públicos, que no es una decisión que responde únicamente a consideraciones del mercado sino también es inducida por la regulación, especialmente de los inversionistas institucionales. Esto ha significado un aumento de la inversión en títulos públicos por parte de los diferentes sectores de la economía, en detrimento de otros papeles del mercado de renta fija y así mismo de los valores de renta variable.

La difícil coyuntura fiscal por la cual ha atravesado el gobierno durante los últimos años y en particular las crecientes necesidades de financiamiento, han producido un comportamiento especial en la estructura de mercado de los TES que han generado grandes ganancias a los tenedores de los títulos.

3. OBJETIVOS

3.1. OBJETIVOS GENERALES:

Analizar y determinar el efecto dinamizador que han tenido los TES dentro del mercado financiero.

3.2. OBJETIVOS ESPECIFICOS:

- ❖ Desarrollar una guía breve para el inversionista.
- ❖ Analizar como ha sido el crecimiento y el desempeños de los TES desde su creación hasta el año 2005

4. MARCO TEORICO

En este capítulo se detalla la parte descriptiva de deuda pública, los TES y en el capítulo No. 6 se hace el análisis detallado de este trabajo.

A continuación se hace una descripción de Mercado de Deuda Pública, y la estructura de la deuda pública -TES:

4.1. DEUDA PÚBLICA

4.1.1. Concepto Deuda Pública:

Deuda que contrae el gobierno de un país. En ella normalmente se incluyen no solo los préstamos tomados por el gobierno central sino también los que contraen organismos regionales o municipales, institutos autónomos y empresas del Estado, ya que los mismos quedan formalmente garantizados por el Gobierno Nacional. La deuda pública suele dividirse en deuda a corto y largo plazo, así como en deuda pública interna, contraída ante acreedores del país y deuda pública externa, contraída ante prestamistas del extranjero.

Es una práctica ampliamente extendida en el mundo moderno que los Estados gasten, en cada ejercicio, más dinero que el que recaudan, debido a los compromisos políticos y sociales que asumen. Las políticas keynesianas, por otra parte, que preconizaron presupuestos deficitarios como medio para activar el crecimiento económico, han contribuido también grandemente al endeudamiento de los Estados modernos.

El mercado de deuda pública ha tenido un gran desarrollo, no solo al aumento drástico de su tamaño, sino también en el sentido de que se ha vuelto más moderno y sofisticado. La estructura de deuda pública ha cambiando durante los últimos años favoreciendo la aparición de nuevos instrumentos y la intensificación de mecanismos de mercado como la subasta de los títulos emitidos por el gobierno, en detrimento de las llamadas de las inversiones forzosas y convenidas.

4.1.2. Concepto de Deuda Interna

Es una parte de la "deuda pública, los Organismos lo hacen a través de instrumentos formales, con bancos o entidades comerciales; otras veces emite bonos o valores, que coloca en diversos mercados.

4.1.3. Concepto de Deuda Externa

Aquella contraída con entidades o personas del exterior y que generalmente está denominada en moneda extranjera. Los pagos por capital e intereses de las deudas externas implican una salida de divisas y un aumento de la cuenta de los egresos de la balanza de pagos.

El mercado de deuda pública ha tenido un gran desarrollo, no solo al aumento drástico de su tamaño, sino también en el sentido de que se ha vuelto más moderno y sofisticado. La estructura de deuda pública ha cambiado durante los últimos años favoreciendo la aparición de nuevos instrumentos y la intensificación de mecanismos de mercado como la subasta de los títulos emitidos por el gobierno, en detrimento de las llamadas de las inversiones forzosas y convenidas.

Desde 1997 hasta el presente, la rápida expansión del mercado interno de deuda pública en Colombia se ha originado en las crecientes necesidades de financiamiento del gobierno derivadas del elevado déficit público. El crecimiento de los TES ha ido de la mano con el mayor tamaño del mercado de bolsa, especialmente a partir de 1997, medido este como el total de transacciones del mercado bursátil.

4.2. ESTRUCTURA DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA -TÍTULOS DE TESORERÍA (TES)

Definición: Son títulos emitidos por el Gobierno Nacional creados por la Ley 51 de 1990 y administrados por el Banco de la República. Son títulos a la orden, no gozan de liquidez primaria antes de su vencimiento y son libremente negociables en el mercado secundario. 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 10 años. El rendimiento de los títulos lo determina el Gobierno nacional de acuerdo con las tasas del mercado para el día de los mismos. Dichos títulos pueden ser emitidos a una tasa fija, indexados al IPC, emitidos en unidades de valor real (UVR), o en dólares

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

4.3. CLASES DE TES

4.3.1. TES Clase A:

Las deudas de la Nación con el Banco de la República se generaron en cumplimiento de la función financiadora que tenía en ese momento, el Banco otorgaba recursos para créditos suplementarios para cubrir gastos de funcionamiento e inversión con cargo a sus propios recursos o a la cuenta especial de cambios. Igualmente existían deudas derivadas de la garantía solidaria del Banco para la atención del servicio de la deuda de los Títulos de Ahorro Nacional – **TAN** – utilizados para el financiamiento del presupuesto nacional. Por último, dentro de la estrategia de recuperación de las entidades financieras llevada a cabo en los ochentas se constituyeron otras deudas por las garantías otorgadas a través del Banco.

El valor consolidado de la deuda ascendía a \$676.340 millones, que para efectos de su pago se fraccionó así, \$490.594 millones en un Título TES Clase A, \$180.323,5 millones correspondientes a la garantía TAN en dos Títulos TES Clase B y \$ 5.422,7 millones en una deuda con Gran Financiera.

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.

Los términos en que se realizó la operación de sustitución de deuda fueron los siguientes:

- ❖ El nuevo TES Clase A se fraccionó en ocho títulos de igual valor, cada uno por \$61.324 millones.
- ❖ La amortización se realizaría anualmente entre diciembre de 1.996 y diciembre de 2003.
- ❖ La liquidación de intereses entre el 15 de septiembre de 1.993 y el 13 de septiembre de 1.994, se realizaría al 24.5%, tasa comparable con la de los TES Clase B a cinco años que ofrecía el gobierno en ese momento.

- ❖ Los anteriores intereses se pagarían en dos partes, en septiembre 15 de 1.993 se cancelarían los intereses correspondientes a 1.993 y en diciembre 30 de 1.993 se pagarían en forma anticipada los correspondientes a 1.994.
- ❖ Los intereses del último trimestre del 1.994 y hasta el 2003 se liquidarían con una tasa de interés igual a la inflación esperada aumentada en 1% para los primeros 7 años y en 2% para los demás.
- ❖ Los intereses causados entre el último trimestre de 1.994 y diciembre de 1.995 se capitalizaron en 1.996, reinvertiendo la causación anual, aplicable para el siguiente periodo a las tasas señaladas

4.3.2. TES Clase B:

➤ Características Generales

En la Ley 384 de 1.997, el Decreto reglamentario 1250 de 1.992 y las Circulares Reglamentarias del Banco de la República UOM-33 de marzo 20 de 1.996 y UOM-41 de abril 1 de 1.997, se establecieron las características de los TES Clase B y los requisitos para su emisión.

- ❖ 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 10³ 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, 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.

³ Después de haber sido colocados por primera vez en 1.993 son reintroducidos al Mercado de Deuda Pública Interna en el año 2.000

- ❖ No cuentan con la garantía del Banco de la República.

4.3.3. TES Clase B Mixtos

En Octubre de 1.998 se introdujo al mercado colombiano una nueva clase de TES Clase B cuya característica fundamental y distintiva es la combinación de tasa fija y variable para el pago de sus rendimientos. Es por esta razón que se denominan TES Clase B Mixtos.

➤ Características Generales

- ❖ Estos Títulos se colocaron a través de la suscripción de un Contrato de Underwriting.
- ❖ Los TES Clase B Mixtos tienen una fecha única de emisión y un plazo de diez (10) años contados a partir de la misma. Los dos (2) primeros años serán Títulos de Renta Fija a tasa fija y los ocho (8) años restantes se constituirán 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.

4.3.4. Clase B a Tasa Variable (Indexados al IPC):

Los recursos obtenidos a través de su colocación se utilizan para la financiación de mediano y largo plazo de los gastos que estén incorporados dentro del presupuesto nacional. Son denominados en pesos colombianos y su plazo es de uno (1) a más años calendario. Pagan intereses año vencido con tasa de interés variable, liquidada como una tasa compuesta con base en el Índice de Precios al Consumidor - IPC certificado por el DANE para el mes anterior al del pago y el Porcentaje Contractual Aprobado - PCA (Margen), siendo este el componente de rendimiento que se reconoce.

$$\text{Tasa - Cupón} = [(1 + \text{IPC efectivo anual}) * (1 + \text{MARGEN})] - 1$$

Dónde:

- ❖ **Tasa Cupón:** Será la tasa de interés con la cual se calculan los rendimientos periódicos de los títulos.

- ❖ **IPC:** Será la variación de doce meses del índice de Precios al Consumidor publicado por el DANE, vigente en la fecha de exigibilidad de los rendimientos periódicos de los títulos.
- ❖ **Margen:** Será el porcentaje de rendimiento aprobado en la subasta, sin tener en cuenta el componente inflacionario.

Cada título está conformado por el principal (que es amortizado al final del periodo) y según corresponda por uno o varios pagos de intereses anuales (un (1) pago para los TES de un año, dos (2) para los de dos años, tres (3) para los de tres años, etc.). El principal y los cupones de intereses no son negociables en forma independiente.

4.3.5. TES Clase B a Tasa Fija denominados en Unidades de Valor Real Constante –UVR

En el mes de mayo de 1.999, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público de conformidad con la Ley 51 de 1.990 desarrolló y colocó en el mercado una nueva clase de TES clase B, éstos 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 modificará diariamente, de acuerdo a la siguiente fórmula:

$$UVR_t = UVR_{15, m} * (1 + IPC_{m-1})^{t/dm}$$

Donde:

UVR_t : UVR transcurridos t días calendario, contados desde el día 16 del mes.

$UVR_{15, m}$: UVR el día 15 del mes, m.

IPC_{m-1} : Variación mensual del IPC durante el mes calendario Anterior al mes, m, expresada como porcentaje.

t: Días calendario desde el día 16 del mes, m

dm: Número de días calendario del mes, m.

➤ Características Generales

- ❖ Son Títulos cuyo principal y cupón están denominados en UVR con una renta fija a tasa fija y su plazo al vencimiento será mayor o igual a 3 años calendario.
- ❖ Los TES en UVR serán colocados y pagados en moneda legal colombiana utilizando el valor de la UVR vigente el día de exigibilidad.

- ❖ La denominación mínima del principal será de 10.000 unidades y la expedición se hará en múltiplos de 1.000 unidades, el valor del principal será amortizado a su vencimiento.
- ❖ 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 podrá hacerse mediante el registro previa autorización escrita del titular de dichos valores o de su mandatario.
- ❖ Los TES UVR tienen la garantía de la Nación.
- ❖ Serán administrados en forma desmaterializada en el Depósito Central de Valores del Banco de la República; el uso del DCV será pagado por la entidad emisora.
- ❖ Fungibilidad: Los TES en UVR de una misma emisión podrán reunirse en un solo título que los reemplazará, con el objeto de homogeneizar un volumen importante de títulos.
- ❖ Están inscritos en las bolsas de valores del país.

4.3.6. TES Clase B denominados en dólares.

Durante 1.997 los TES B tuvieron gran movilidad, y su desarrollo en el mercado fue sorprendente; sin embargo, las altas tasas de interés durante 1.998 no permitieron un dinamismo similar en la colocación de deuda pública en el mercado interno. En este sentido, surgió la idea de emitir deuda en el mercado local denominada en dólares ya que esta ofrecía grandes ventajas tanto al agente colocador como a los posibles compradores.

Para el gobierno, el atractivo radicaba en colocar papeles de deuda interna, los cuales no se podían vender a causa de las altas tasas de interés a las que estos se demandan. Y para el inversionista resultaba interesante en la medida en que adquiriría un instrumento de cobertura, el cual adicionalmente ofrecía un rendimiento similar al de los papeles de deuda externa.

Durante el 2.000 se realizaron 3 subastas con TES B denominados en dólares a 2 y 3 años, estos papeles se negociaron bastante bien debido a la demanda de los inversionistas por un papel con garantía nación que les permita cubrirse del riesgo cambiario y les reconozca una rentabilidad de mercado.

➤ Características Generales

- ❖ Son títulos denominados en dólares de los Estados Unidos de América y su plazo al vencimiento será mayor o igual a un año calendario.
- ❖ Los títulos están conformados por el principal, el cual será amortizado al vencimiento; y cupones de intereses pagaderos año vencido. El cupón y el principal no se pueden negociar por separado.

- ❖ Se colocarán y liquidarán en pesos a la Tasa Representativa del Mercado vigente el día de liquidación.
- ❖ Los TES Clase B denominados en dólares tendrán un valor mínimo de mil dólares de Estados Unidos de América (USD 1.000), y la expedición se hará en múltiplos de cien dólares de Estados Unidos de América (USD100).
- ❖ Son títulos a la orden, no gozan de redención antes de su vencimiento, y son libremente negociables en el mercado secundario. La transferencia de los valores que se encuentren en el Depósito Central de Valores -DCV- puede hacerse por el registro previa orden escrita impartida por el titular de dichos valores o de su mandatario. El costo por el uso del Depósito Central de Valores será pagado por el Gobierno Nacional –entidad emisora-.
- ❖ Sobre los intereses devengados el Banco de la República efectuará la retención en la fuente, al igual que sí se colocan con descuento.
- ❖ Fungibilidad: los TES Clase B denominados en dólares podrán reunirse en un solo título con el objeto de homogeneizar un volumen importante de títulos.
- ❖ Su administración estará a cargo del Banco de la República y afectarán el cupo global de TES clase B aprobado por la Junta Directiva del Banco de la República para cada año.
- ❖ Los TES denominados en Dólares no contarán con la garantía del Banco de la República.
- ❖ Se encuentran inscritos en las bolsas de valores del país.

4.4. CONDICIONES FINANCIERAS

Dentro de las mismas disposiciones legales señaladas, se establecieron las siguientes condiciones:

- ❖ 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 Depósito Centralizado de Valores –DCV 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 Depósito 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 sí 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.
- ❖ El valor mínimo del principal es de quinientos mil pesos y se expedirán títulos en múltiplos de cien mil pesos.
- ❖ 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 su 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.

4.5. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE CADA PLAZO

Desde comienzos de 1.993 se comenzaron las subastas de los Títulos de Tesorería TES Clase B, introduciendo al mercado de capitales una nueva alternativa de inversión a mediano y largo plazo; entre febrero y noviembre de 1.993 se realizaron subastas de Títulos TES Clase B a tres años, donde el inversionista más importante fue el Instituto de Seguros Sociales, estos títulos lograron un rápido posicionamiento dentro del mercado de capitales nacional, adquiriendo una buena aceptación al ser comparados con papeles de similares características como CDT's y Bonos Privados.

Las subastas de TES Clase B a cinco años se iniciaron el 23 de abril de 1.993, donde al igual que en las subastas de tres años el Seguro Social fue el inversionista más importante. Los TES Clase B a cinco años abrieron un nuevo mercado a largo plazo y con tasas fijas, marcando la pauta para otras entidades públicas y empresas privadas que tenían bonos con tasas superiores a tres años pero con tasas variables.

El 14 de julio de 1.993 se iniciaron las subastas de TES Clase B a quince meses; la mayoría de la inversión en este tipo de títulos fue realizada por el sector público, seguida de los bancos y las sociedades fiduciarias. Los TES Clase B a quince meses eran una inversión comparable con los Títulos de Participación a un año emitidos por el Banco de la República.

A finales de 1.994 surgieron los Títulos TES Clase B a cuatro años con tasa fija que junto con las subastas de quince meses, tres y cinco años, eran la forma de colocar los TES Clase B en el mercado. Es decir, que en este momento no presentaba la separación entre las operaciones convenidas y las subastas que se dan actualmente,

debido a que no existía un régimen acerca de la inversión de excedentes de tesorería por parte de los Órganos Públicos del Orden Nacional.

Igualmente en 1.994 nacieron las inversiones forzosas que siempre se han realizado a un año.

En 1.995, los anteriores TES Clase B fueron reemplazados por los Títulos de Tesorería TES Clase B **Tasa Fija** a uno, dos y tres años y por Títulos TES Clase B **Tasa Variable** a cinco años, indexados al IPC. En junio de este mismo año con el Decreto 1013 se estableció que los Establecimientos Públicos y las Empresas Comerciales del Estado del Orden Nacional, invertirían sus excedentes de liquidez en Títulos de Tesorería TES Clase B, del mercado primario, directamente en el administrador de títulos; es decir, que ya no entrarían a adquirirlos por medio de las subastas.

Los Títulos TES Clase B *Tasa Fija* a tres años, fueron reemplazados por Títulos TES Clase B tasa variable a tres años en 1.996, sin embargo, esta medida fue revertida en 1.997 volviendo a ser Títulos TES B *Tasa Fija* a tres años. Año en el cual, nacieron los TES Clase B *Tasa Variable* a siete y diez años, buscando ampliar en el tiempo las alternativas de inversión y así mismo difiriendo en el tiempo el endeudamiento de la Nación.

En 1.998 nacieron los TES clase B denominados en dólares cuyo plazo se estableció sería superior o igual a 1 año. Además, se crearon los Títulos TES Clase B Tasa Variable a quince años, estos no se colocan por subasta ya que fueron creados específicamente para una operación con el Instituto de Seguros Sociales y para octubre del mismo año se introdujeron al mercado los denominados TES clase B Mixtos, cuya colocación se realizó a través de un contrato de Underwriting, estableciendo su plazo en diez (10) años, determinándose que en los primeros dos (2) años pagan a Tasa Fija y en los siguientes ocho (8) años a Tasa Variable.

Finalmente, en mayo de 1.999 surgen los Títulos de Tesorería TES clase B denominados en Unidades de Valor Real Constante –UVR-, cuyas emisiones se programaron a plazos de cinco (5) y siete (7) años, y para febrero de 2.000 las alternativas de inversión en Títulos de Tesorería TES clase B a tasa fija se ampliaron, introduciendo nuevamente al mercado Títulos denominados en pesos a cinco (5) años, lo que significa un gran paso para la consolidación del mercado de deuda pública ya que el gobierno adquiere el compromiso de estabilidad a largo plazo en las condiciones de inversión.

4.7. CÓDIGOS DE IDENTIFICACIÓN DE TES (NEMOTÉCNICOS)

El nemotécnico es la forma de identificar cada título en el módulo transaccional de deuda pública.

Un nemotécnico puede poseer hasta doce dígitos o campos alfanuméricos, que representan la siguiente información:

- Posición 1 a 3: Tipo de instrumento

TBF: TES serie B de interés fijo

TBV: TES serie B de interés variable o indexado al IPC.

TUS: TES serie B emitido en dólares

TSR Y TCR: TES serie B emitido en UVRs

- Posición 4: Tipo de título:

T: Título completo

P: Principal

C: Cupón

- Posición 5 y 6: Años de expedición (01, 07, 10, etc.)

- Posición 7 a 12: Fecha de vencimiento día, mes, año (dd, mm, aa)

Ejemplo:

Código: TBVT07240904

TBV: TES clase b de tasa variable

T: Título completo

07: A siete años de plazo

240904: Con vencimiento el 24 de septiembre de 2004.

4.8 MERCADO PRIMARIO:

Se entiende por Mercado Primario: Es el que se 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.

4.8.1 Subasta y Underwriting

a. Aspectos Operativos

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 ésta. 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. Este mecanismo se conoce como **Subasta de Tipo Holandés**.

Cuadro N 1 El calendario de subastas es el siguiente:

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 de cada mes

*Entendiéndose por primera semana monetaria del mes aquella que incluya por lo menos tres días hábiles del mes que inicia (Día hábil: Aquel en el cual el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y el Banco de la República prestan sus servicios)

El día en que se realizará una subasta es anunciado hasta con dos días hábiles bancarios de anticipación; para ello, el Banco de La República anuncia, a través del SEBRA, y SEN, en nombre del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, la fecha los plazos y los montos en valor costo a subastar.

Las ofertas en el Sistema de Transacción de Deuda pública estarán condicionadas a las siguientes posibilidades de fraccionamiento:

- ❖ Ofertas “sobre lote”: la cantidad mínima y múltiplo para el ingreso de ofertas “sobre lote” será para:
 - Título completo (capital e intereses): quinientos millones de pesos (\$500.000.000), que en el momento de su ingreso será de 500.000, por cuanto el Sistema está expresado en miles para la negociación.
 - Título principal (capital): quinientos millones de pesos (\$500.000.000), que en el momento de su ingreso será de 500.000, por cuanto el Sistema está expresado en miles para la negociación.
 - Título cupón (intereses): será el resultado de tomar el porcentaje que representa el cupón sobre el valor nominal del título completo multiplicado por quinientos millones de pesos (\$ 500.000.000)
- ❖ Ofertas “bajo lote”: la cantidad mínima y múltiplo para el ingreso de ofertas “bajo lote” será para cupones, así:
- ❖ El monto mínimo para el ingreso de ofertas “bajo lote” para los cupones (intereses) en su fraccionamiento y cantidad mínima de inversión.

- ❖ “Ofertas de puntas”: la cantidad mínima para el ingreso de “ofertas de punta”, será de un millón de pesos, que en el momento de su ingreso será de 1.000, por cuanto el Sistema está expresado en miles de pesos para la negociación.

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 República vía **SEBRA** en el horario de 10:00 a.m. a 11:00 a.m., para cumplimiento a los dos días bancarios inmediatamente siguientes. Las ofertas para los **TES Dólares** 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 subasta.

En cualquiera de los casos, la oferta presentada debe indicar los siguientes aspectos:

- ◆ El valor nominal para los Títulos TES Clase B a Tasa Fija o Títulos TES Clase B a Tasa Variable que se van a adquirir. En el caso de los TES denominados en UVR el valor costo de los títulos que se van a adquirir, especificados en múltiplos de mil (1.000) unidades y para los TES Dólares el valor costo especificado en múltiplos de cien dólares. .
- ◆ 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. Para los títulos de Tasa Variable la tasa ofertada se expresa como puntos porcentuales (Margen) por encima del Índice de Precios al Consumidor (IPC) del mes anterior.
- ◆ La ciudad en que se dará cumplimiento a la operación.
- ◆ Todas las Ofertas son consideradas en firme Cada agente podrá presentar varias ofertas. No obstante, ninguna entidad podrá presentar una o más ofertas, cuyo valor costo total supere la cuantía del cupo anunciado previamente por el Banco de la República. En el caso de que ello suceda, la(s) respectiva(s) oferta(s) será(n) anulada(s).

La oferta mínima de cada AGENTE COLOCADOR es de quinientos millones de pesos (\$500'000.000), y en el caso de los TES denominados en UVR será de un millón (1'000.000) de unidades. En todos los casos el monto máximo de cada oferta será el equivalente en moneda legal a doscientos millones de dólares (USD200'000.000). Para el cálculo se tendrá como base la Tasa Representativa del Mercado (TRM) de la fecha de presentación.

Cuando no sea posible realizar las ofertas por **SEBRA** para los **TES Clase B Tasa Fija**, se podrán presentar de la siguiente manera:

Por teléfono: Identificándose con la clave que suministre la Unidad de Operaciones de Mercado (UOM) del Banco de la República, a los siguientes números:

Conmutador: 342 11 11 - Extensión 0359

Directos: 282 39 69/283 66 81

Por Fax: Enviando el formulario debidamente diligenciado a los números 2 84 25 46 / 3 34 41 87 / 284 02 28 / 2 84 18 45.

Por escrito, enviando el formulario debidamente diligenciado a:

Banco de la República, Subgerencia Monetaria y de Reservas – Operaciones de Mercado (Carrera 7 # 14-78, piso 4º).

Si el monto adjudicado es inferior al valor acumulado de las ofertas presentadas a la tasa de corte, entonces:

- ❖ Las ofertas presentadas a una tasa inferior a la de corte serán aprobadas en su totalidad, y
- ❖ La diferencia frente al monto aprobado se prorrateará entre las ofertas
- ❖ presentadas a la misma tasa de corte que hayan indicado aceptar adjudicación parcial, con base en el valor nominal de estas. Las ofertas que indiquen que no aceptan adjudicación parcial serán excluidas.
- ❖ Todos los participantes cuya oferta haya sido aprobada pagarán el mismo precio, obteniendo así el rendimiento correspondiente a la tasa de corte.

El resultado de la subasta, la tasa a la cual fueron aprobadas las ofertas, el precio de adjudicación y el monto nominal demandado y aprobado, será comunicada vía **SEBRA**, **SEN** y grabación telefónica por parte del Banco de la República a los **AGENTES COLOCADORES**; igualmente podrá ser consultado telefónicamente por las mismas personas que están autorizadas para presentar las ofertas, a partir de la 1:00 p.m. del mismo día de la recepción de las ofertas. Asimismo, se informará sobre la disposición por parte del Ministerio de Hacienda y Crédito Público de abrir una colocación adicional denominada **SEGUNDA VUELTA**.

La **SEGUNDA VUELTA** es una colocación adicional, que se realiza debido a que, en la primera vuelta o subasta se presentó una sobre demanda de los Títulos de Tesorería TES Clase B ofertados.

En la **SEGUNDA VUELTA** sólo podrán participar los **CREADORES DE MERCADO** que se hayan hecho acreedores a una adjudicación en la subasta. La asignación en la **SEGUNDA VUELTA** se hará en forma proporcional al monto demandado y no podrá ser superior, en valor costo, al monto total ofrecido para la **SEGUNDA VUELTA**. Así mismo, se mantendrán las mismas condiciones de tasa de corte y precio para el plazo respectivo.

El monto de la **SEGUNDA VUELTA**, en términos de valor costo, será fijado automáticamente de acuerdo con la relación entre el monto de demandas en la primera vuelta y el cupo ofertado, y según los siguientes criterios:

- ❖ Si el monto de las demandas es superior o igual a 2.0 veces el cupo ofrecido en la primera vuelta, el cupo ofertado en la segunda vuelta será de un 50% del ofrecido en la primera.
- ❖ Si el monto de las demandas es superior o igual a 1.2 veces y menor a 2.0 veces el cupo ofrecido en la primera vuelta, el cupo ofertado en la segunda vuelta será equivalente al 25% del ofrecido en la primera.
- ❖ Si el monto de las demandas es inferior a 1.2 veces el cupo ofrecido en la primera vuelta, no habrá segunda vuelta.
- ❖ No obstante lo anterior, si en la primera vuelta no se adjudica el total del monto ofrecido, no habrá segunda vuelta.

La recepción de las ofertas para las segundas vueltas se hará por parte del Banco de la República vía SEBRA, entre las 3:00 p.m. y las 4:00 p.m., del mismo día en que sea realizada la primera vuelta.

El resultado de la **SEGUNDA VUELTA** será comunicado, vía SEBRA, SEN y grabación telefónica a los **CREADORES DE MERCADO** a partir de las 4:00 p.m. del mismo día de recepción de las ofertas; estos también podrán ser consultados telefónicamente. La fecha de cumplimiento es el segundo día bancario siguiente al de la realización de la segunda vuelta para los TES Tasa Fija, el cuarto día bancario siguiente para los TES Tasa Variable, el día bancario siguiente para los TES Dólares y el segundo día bancario de la siguiente semana para los TES UVR, a través del servicio electrónico del Banco de la República - **SEBRA**.

En caso de que la fecha de emisión de los títulos a subastar no coincida con la fecha de cumplimiento de las ofertas, los inversionistas deberán pagar una prima equivalente al valor de los intereses correspondiente al periodo transcurrido entre estas dos fechas. Dicha prima se reflejará en el precio.

Una vez el Banco de la República haya recibido los recursos se considerará colocado el título, y se realizará la entrega de los respectivos Certificados en los cuales consten los derechos de los Títulos. Para todos los efectos de cumplimiento de las ofertas, las operaciones se rigen por el procedimiento establecido en el manual del Departamento de Fiduciaria y Valores del Banco de la República.

1. Valoración de los TES

La valoración de los TES clase B se calculará como el valor presente de la amortización y el (los) pago (s) del cupón (es) del título en el día de cumplimiento de la oferta, descontados a tasa de corte (esta tasa la da el Ministerio de Hacienda y Crédito Público) de subasta. El precio se calculará con una base de conteo 365/365, aún en años bisiestos, expresándose con 3 decimales de acuerdo a la siguiente fórmula:

$$\text{Pr } ecio = \sum_{ni=1}^N \frac{Tcupon}{(1 + Tcorte)^{ni / 365}} + \frac{1}{(1 + Tcorte)^{nN / 365}}$$

Precio: Será el factor con el que se calculará el valor del costo de la inversión, e incluirá la prima de intereses.

T cupón: Será la tasa efectiva anual de los títulos a subastar, expresado como porcentaje.

T corte: Será la tasa efectiva única de aprobación de las ofertas expresadas como porcentaje.

n_i : Será el número días transcurridos entre la fecha de colocación de los títulos y la fecha en que ocurrirá i-esimo pago de intereses, calculado con la base de 365 inclusive para años bisiestos

N : Último flujo de caja.

El valor a girar se calcula de la siguiente forma (según la Carta Circular del Banco de la República 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:

(tcupón/365) * Días transcurridos desde el último pago o emisión

A. Tratamiento Tributario

Los tenedores de TES Clase B están sujetos al pago de la tarifa de retención en la fuente sobre el rendimiento financiero por concepto de intereses.

De acuerdo con lo establecido por la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) en el caso de títulos con descuento tanto el rendimiento como la retención se causan en el momento de la enajenación del respectivo título; sobre la diferencia entre el valor nominal del título y el de la colocación o sobre la diferencia entre el valor de adquisición y el de enajenación, cuando éste último fuere inferior al de adquisición.

En el evento de que el título sea redimible por un valor superior al nominal, este exceso se agregará la base sobre la cual debe aplicarse la retención. La tarifa de retención en la fuente aplicable a los rendimientos financieros provenientes de títulos emitidos por entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria o de títulos emitidos en desarrollo de operaciones de deuda pública, cuyo período de redención no sea inferior a cinco (5)

años, será del cuatro por ciento (4%), y para títulos cuya redención sea a corto plazo (periodos menores a cinco años) les corresponderá una tarifa del siete por ciento (7%) de la respectiva causación, pago o abono en cuenta.

c. Valor de la retentiva sobre la utilidad por la diferencia entre el valor nominal y el precio de venta⁴

$$\{100 - [P - [(1 + t_{\text{cupón}})^{365\text{-días al vencimiento}/365} - 1]] \times 100\} \times \% \text{Retención}$$

d. Valor de la retentiva sobre los intereses corridos a la fecha de colocación⁵

$$[(1 + t_{\text{cupón}})^{365\text{-días al vencimiento}/365} - 1] \times 100 \times \% \text{Retención}^6$$

El precio neto de venta resulta de sumar los valores de las fórmulas a y b. El valor a pagar se obtiene como la suma de las fórmulas a, b y c menos el resultado de la fórmula d. El resultado de la fórmula c puede ser positivo o negativo y se tiene en cuenta en el cálculo únicamente si el beneficiario del Título es contribuyente de retención en la fuente. El resultado de las fórmulas a, b y d se aplica siempre, sin importar si el beneficiario es o no contribuyente.

2. Descripción de los Indicadores

Estos indicadores y sus respectivos móviles, fueron diseñados específicamente para cumplir los requerimientos de las resoluciones de valoración a precios de mercado y para valorar títulos públicos. Estos indicadores se informan diariamente en el Boletín Diario de la Bolsa de Valores de Colombia y comenzaron a publicarse a partir del 3 de julio de 2001.

El gobierno entrega los títulos de tesorería a través de subastas con entidades financieras y comisionistas de bolsa, o a través de inversiones convenidas o de manera forzosa. Las primeras corresponden a aquellas realizadas por las entidades que dependen del presupuesto nacional y que por ley deben invertir sus excedentes de liquidez en TES clase B y las segundas son las inversiones que realizan las entidades descentralizadas con las que el gobierno pacta el monto de las inversiones que deben hacer según su necesidad de financiamiento.

A través de la participación de las subastas públicas los creadores de mercado y los aspirantes a creadores de mercado, se encargan de distribuir los TES en el mercado financiero. Estas entidades tienen como finalidad darle profundidad y fomentar

⁴ El primer término de la ecuación (100) puede variar dependiendo de si la fecha de emisión fue durante 1996. Para el caso de los TES B a tres años (emitidos el 1 de noviembre de 1996) este valor es 104.074 calculado de la siguiente manera: $100 * (1+tc)^{60/365}$

⁵ El numerador del término exponencial (365) depende de la fecha del Título

⁶ Para los TES B de 3 años (emitidos el 1 de noviembre de 1996) se gravan linealmente sobre 304 días

adecuadas condiciones de financiación para la Nación en el mercado interno de capitales.

El grupo de creadores de mercado y aspirantes a creadores de mercado esta conformado por 25 entidades financieras y comisionista de bolsa, que cumplen ciertas condiciones previamente establecidas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Para efectos del ranking establecido para el programa de Creadores Mercado y Aspirantes a Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública se entenderá como vigencia, el período de un año calendario comprendido entre el primero (1°) de enero y el treinta y uno (31) de diciembre del mismo año.

3. Características de los Indicadores

❖ *IRTES (Índice de Rentabilidad de Títulos TES a tasa fija)*

Fuente de Información: Operaciones transadas en la Bolsa de Valores de Colombia, en los últimos 5 días dentro de los últimos 30 días calendario.

Operaciones: De Contado.

Títulos: TES Tasa Fija.

Mercado: Secundario.

Período Base: 365 días.

Plazos: 0-180, 181-360, 361-720, 721-1080, 1081-1800 y >1800 días.

Filtro: No tiene.

Otros Indicadores calculados a partir de él: Promedio móvil para los últimos 5 días.

❖ *IRTESV (Índice de Rentabilidad de Títulos TES Variables)*

Fuente de Información: Operaciones transadas en la Bolsa de Valores de Colombia, en los últimos 5 días dentro de los últimos 30 días calendario.

Operaciones: De Contado.

Registro: Mismo día.

Títulos: TES indexados al IPC.

Mercado: Secundario

Período Base: 365 días

Plazos: 0-180, 181-360, 361-720, 721-1080, 1081-1800, 1800-2520 y >2520 días.

Filtro: No tiene.

Otros Indicadores calculados a partir de él: Promedio móvil para los últimos 5 días.

❖ *IRTUS (Índice de Rentabilidad de Títulos TES en Dólares)*

Fuente de Información: Operaciones transadas en la Bolsa de Valores de Colombia, en los últimos 5 días hábiles dentro de los últimos 30 días calendario.

Operaciones: De Contado.

Registro: Mismo día.

Títulos: TES en dólares.

Mercado: Secundario

Período Base: 365 días

Plazos: 0-180, 181-360, 361-720, 721-1080, 1081-1800 y >1800 días.

Filtro: No tiene.

Otros Indicadores calculados a partir de él: Promedio móvil para los últimos 5 hábiles

❖ **IRTUVR (Índice de Rentabilidad de Títulos en Unidades de Valor Real)**

Fuente de Información: Operaciones transadas en la Bolsa de Valores de Colombia, en los últimos 5 días hábiles dentro de los últimos 30 días calendario.

Operaciones: De Contado.

Registro: Mismo día.

Títulos: TES en unidades de UVR.

Mercado: Secundario

Período Base: 365 días

Plazos: 0-180, 181-360, 361-720, 721-1080, 1081-1800 y 1800-2520 y >2520 días.

Filtro: No tiene.

Otros Indicadores calculados a partir de él: Promedio móvil para los últimos 5 días.

4. **Metodología par el cálculo de los índices.**

$$RENT_j = \text{anti log} \left(\frac{\sum_{i=1}^n \log_n [R_i]^* Q_i}{\sum_{i=1}^n Q_i} \right)$$

Dónde:

R_i : rentabilidad efectiva de la operación i-ésima, (base 365).

Q_i : cantidad transada en la operación i-ésima.

n : 10.

RENT_j : Rentabilidad efectiva, donde j = días al vencimiento para el Cálculo del Índice de TES en dólares y del Índice del TES en UVR

RENT_j : Rentabilidad efectiva de negociación en el mercado secundario con j = diferentes rangos de plazo para el cálculo del Índice de TES tasa variable (IPC).

Estos rangos son:

1 a 180 días

181 a 365 días
366 a 730 días
731 a 1095 días
1096 a 1825 días
1826 a 2555 días
más de 2555 días

Para los TES a tasa fija con días al vencimiento mayores a 1.095, se aplicará la metodología de promedio geométrico descrita en este numeral para una muestra conformada por los últimos cinco días hábiles y mínimo tres operaciones.

5. Evolución de los Rendimientos del Mercado Nacional de TES

La situación económica durante 1.998 causó un aumento en las tasas de corte de los Títulos de Tesorería TES Clase B colocados por subasta; pero para 1.999, a pesar de ciertos altibajos durante el transcurso del año, se alcanzaron mínimos históricos desde la creación del esquema de deuda pública en títulos a uno, dos y tres años. Se pasó de tasas ubicadas por encima del 30% a niveles de 14%, 15% y 16% para cada plazo respectivamente.

Durante 1.999, la inestabilidad del peso frente al dólar, condujo al abandono del esquema de banda cambiaria por parte del Banco de la República, y mantuvo las tasas de corte de las subastas de TES denominados en dólares alrededor del 8% para títulos a 2 y 3 años. 1.999 fue el primer año para las subastas de TES denominados en UVR a plazos de 5 y 7 años, las tasas de corte se sostuvieron alrededor del 7% y 10% respectivamente.

En el desarrollo del mercado de deuda interna, uno de los factores que tiene mayor relevancia es la existencia de una curva de rendimientos, pero dadas las limitaciones con las que contaba el mercado, sólo habían desarrollado curvas indicativas que permitían ver la variación de las tasas de los TES Clase B en el mercado secundario.

Sin embargo, desde 1.999 conscientes de la importancia que para el mercado de deuda pública representaba el desarrollo de una Curva de Rendimientos del Mercado Nacional de TES, se implementó su cálculo como un indicador de tendencia de las operaciones registradas en el mercado de deuda pública, con el que se permite obtener diariamente las rentabilidades asociadas a cada uno de los posibles plazos al vencimiento de los Títulos de Tesorería TES clase B.

La Curva de Rendimientos se calcula atendiendo la división que actualmente presentan los Indicadores de Rendimientos IRTES, es decir, se contará con cuatro curvas para los TES tasa fija, los TES IPC, los TES en dólares y los TES en UVR, sin embargo estará

restringida a aquellos Títulos que tengan como mínimo diez (10) emisiones en circulación.

La metodología utilizada establece como muestra las operaciones con TES clase B, registradas en los Sistemas Centralizados de Negociación de TES autorizados por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público. A la fecha éstos sistemas de negociación son el BBD de la Bolsa de Bogotá, el MEC de la Bolsa de Medellín y el SEN del Banco de la República, como ventas definitivas de contado (spot), no se incluyen operaciones a plazo o que hagan parte de una operación de ingeniería financiera (repo, fondeo, swap, etc...); para dar mayor representatividad a la muestra, ésta podrá incluir los datos registrados en días anteriores al cálculo, en el caso de la curva de rendimientos para TES tasa fija se calculará tomando una muestra de tres días hábiles.

A partir de los datos muestrales se calcula la Tasa de Descuento Promedio de Mercado TDM⁷ para cada uno de los días plazo al vencimiento negociados; a partir de cada TDM se calcula el Precio Promedio de Mercado PPM⁸ expresado sobre base 10 para un Título Cero Cupón con plazo al vencimiento igual al de la negociación.

Considerando la TDM y PPM se desarrolla la función de precios estimados⁹, de Tal forma que:

$$PPE_j = 10 * (1 - (B_0 + B_1 + B_1 * DPA + B_2 * DPA_2 * DPA_2 + B_3 * DPA_3) * DPA)$$

Donde:

PPE= Precio Promedio Estimado
B0, B1, B2, B3 = Parámetros estimados por minimización (método de mínimos cuadrados).

⁷ La TDM se calcula como un promedio aritmético ponderado por la cantidad negociada, de la tasa de descuento de las transacciones efectuadas, para cada día de plazo al vencimiento, de tal forma que Donde, TD = Tasa de Descuento; Q = Cantidad o valor Facial

$$TDM = \frac{\sum_{i=1}^n TD_i * Q_i}{\sum_{i=1}^n Q_i}$$

⁸ Al ser expresado en base 10 el PPM futuro del título corresponderá a 10 y no 100 como comúnmente se expresa; su formulación es la siguiente:

$$PPM = \frac{10}{\left[1 + \left(\frac{TDM}{100}\right)^{DP/365}\right]}$$

Donde, TDM = Tasa DE descuento de Mercado; DP= Días plazo al vencimiento.

⁹ Polinomio de cuarto grado para un rango equivalente al plazo máximo de emisión de los respectivos títulos

DPA= Días plazo anualizado (DPj /365)

Es así como a partir del mes de febrero de 2.000, la Bolsa de Bogotá, en asocio con el Ministerio de Hacienda, el Banco de la República y la Bolsa de Medellín, teniendo establecida la metodología definitiva para la construcción diaria de una Curva de Rentabilidad para el Mercado de Deuda Pública Interna, la puso a disposición del mercado en las páginas WEB de la Bolsa de Bogotá, así como en el boletín diario y el sistema de negociación WinSet de la misma; donde se encontrará como se presenta a continuación.

En este caso desarrollo de la siguiente función de precios estimados,
$$PPE = 10 (1 - (+ 0.076467 * DPA + 0.051352* DPA2 -0.022413* DPA3 + 0.003077* DPA4))$$
, la cual también se encontrará en los sitios mencionados junto con la Información Estadística (error Standard y coeficiente de determinación), además de la Información del Mercado (número de operaciones, observaciones y rango de estimación –plazo-) y las Tasas de Descuento Estimadas .

6. Programa Creadores de Mercado

Según lo dispuesto en la Circular Externa del Ministerio de Hacienda y Crédito Público No 12 de 1.999, y la Resolución 2886 del 22 de Diciembre de 2.000 el Programa de Creadores de Mercado es la agrupación de Bancos, Corporaciones Financieras y Sociedades Comisionistas de Bolsa denominadas Creadores de Mercado y Aspirantes a Creadores de Mercado. Estas entidades están encargadas de las labores de compra, comercialización y estudio de la Deuda Pública interna del país.

Con el fin de fomentar unas adecuadas condiciones de financiación para la Nación por medio del desarrollo del mercado local de títulos de renta fija, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Dirección General de Crédito Público en asocio con las entidades que hagan parte del programa, será el encargado de liderar el desarrollo del mercado secundario de TES clase B.

Así, para el logro de los anteriores objetivos el Programa cuenta con la dirección de la Nación - Ministerio de Hacienda y Crédito Público – como emisor, el Banco de la República como agente administrador y las Superintendencias Bancaria y de Valores en ejercicio de las competencias atribuidas por la ley.

La condición de Creador de Mercado o Aspirante a Creador de Mercado la concede el Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Dirección General de Crédito Público por un año calendario, a los bancos, corporaciones financieras y comisionistas de bolsa, pertenecientes al sistema financiero colombiano que cumplan con los requisitos de capital y calificaciones de riesgo estipulados.

En el mercado primario, sólo los AGENTES COLOCADORES designados como **CREADORES DE MERCADO** o **ASPIRANTES A CREADORES DE MERCADO** pueden adquirir TES Clase B. Como los TES Clase B son colocados exclusivamente a través del Depósito Central del Valores -DCV-, todos los AGENTES COLOCADORES deben estar afiliados al SEBRA y estar inscritos en el DCV.

A través de los AGENTES COLOCADORES los fondos de inversión extranjera pueden adquirir TES Clase B sin ninguna limitación mientras correspondan a financiación de la Nación, pero si estos son utilizados para realizar Operaciones de Mercado Abierto los inversionistas extranjeros tienen la prohibición expresa de invertir en TES Clase B, según el Decreto 1295 de 1.996.

- ***Creadores de Mercado***

El grupo para una vigencia estará conformado por las entidades de la vigencia previa que, hayan cumplido con el requisito mínimo de adjudicación de TES clase B en el mercado primario y secundario de TES Clase B, de acuerdo con la metodología establecida en la Resolución 3421 del 29 de diciembre de 2.004, que las ubique en los primeros lugares dentro del número máximo de creadores de mercado establecido en la misma (para la vigencia 2.005 serán 12 creadores). Las entidades que desean ingresar en el programa deben cumplir con ciertos requisitos de capital, calificación de riesgo estipulados en la misma Resolución.

Prerrogativas:

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

Obligaciones:

- ❖ Hacerse acreedor al 4% de las adjudicaciones¹⁰ en el mercado primario de TES Clase B durante la vigencia, incluyendo las colocaciones por el mecanismo subasta y segunda vuelta; y ubicarse dentro de los primeros lugares dentro del número máximo de Creadores de Mercado establecido por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público
- ❖ Cotizar puntas de compra y venta permanentemente, en al menos uno de los Sistemas Centralizados de Negociación calificado como mercado de primer escalón por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- ❖ Distribuir a sus clientes reportes de investigación sobre la evolución y perspectivas del mercado de TES Clase B al menos trimestralmente.

La calidad como Creador de Mercado se termina por:

- ❖ Renuncia expresa a la calidad de Creador de Mercado dirigida al Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Dirección General de Crédito Público.
- ❖ Decisión del Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Dirección General de Crédito Público, ante el incumplimiento de las obligaciones establecidas para los Creadores de Mercado. En caso que las entidades no hayan cumplido con el mínimo de adjudicación en el mercado primario para los Aspirantes a Creadores de Mercado serán excluidas del Programa de Creadores de Mercado durante la siguiente vigencia.
- ❖ Decisión del Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Dirección General de Crédito Público ante la evidencia de prácticas restrictivas a la competencia.
- ❖ Decisión del Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Dirección General de Crédito Público ante el incumplimiento, en cualquier momento, de los requisitos mínimos de capital o calificación de riesgo establecidos en la Resolución 2886 del 22 de diciembre de 2.000.
- ❖ Por disposición del Ministerio de Hacienda y Crédito Público –Dirección General de Crédito Público- la entidad que ocupe el último lugar de la divulgación que realice la Dirección General de Crédito Público al finalizar la vigencia quedará automáticamente excluida del programa durante la siguiente vigencia.

• **Aspirantes a Creadores de Mercado**

Entidades aceptadas por primera vez dentro del Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública, las entidades que habiendo sido Creadores y habiendo cumplido con los requisitos mínimos de adjudicación en el mercado primario, no se hayan hecho acreedores a un puntaje suficiente para mantener la condición de Creador, y asimismo no manifiesten su deseo de retirarse del Programa de Creadores de

¹⁰ Ponderadas por el plazo de acuerdo a las condiciones establecidas en la Circular Externa del Ministerio de Hacienda y Crédito Público No 12, Título IV y V.

Mercado para Títulos de Deuda Pública, ni hayan incurrido en ningunas de las causales establecidas en la sección III, artículo 14 de la Resolución 2886 de 2.000.

Prerrogativas:

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

Obligaciones:

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

La calidad de Aspirante a Creador de Mercado se termina por:

- ❖ Renuncia expresa a la calidad de Creador de Mercado dirigida al Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Dirección General de Crédito Público.
- ❖ Decisión del Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Dirección General de Crédito Público, ante el incumplimiento de las obligaciones establecidas para los Creadores de Mercado. En caso que las entidades no hayan cumplido con el mínimo de adjudicación en el mercado primario para los Aspirantes a Creadores de Mercado serán excluidas del Programa de Creadores de Mercado durante la siguiente vigencia.
- ❖ Decisión del Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Dirección General de Crédito Público ante la evidencia de prácticas restrictivas a la competencia.
- ❖ Decisión del Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Dirección General de Crédito Público ante el incumplimiento, en cualquier momento, de los requisitos mínimos de capital o calificación de riesgo establecidos en la Resolución 2886 del 22 de diciembre de 2.000.

- ❖ Por disposición del Ministerio de Hacienda y Crédito Público –Dirección General de Crédito Público- la entidad que ocupe el último lugar de la divulgación que realice la Dirección General de Crédito Público al finalizar la vigencia quedará automáticamente excluida del programa durante la siguiente vigencia.

El ministerio de Hacienda y Crédito Público –Dirección General de Crédito Público – publicará mensualmente el orden de las entidades participantes, de acuerdo con su participación acumulada, en los mercados primario y secundario de TES Clase B, desde el inicio de la vigencia en curso del Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública. La labor que desarrollen las entidades participantes en el Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública se medirá por parte del Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Dirección General de Crédito Público-, mediante la aplicación de la fórmulas desarrolladas en la Sección V de la Resolución 3421 del 29 de Diciembre de 2.004.

La siguiente es la lista de entidades que hacen parte del Programa de Creadores de Mercado para el 2.006:

Creadores de Mercado

1. BANCOLOMBIA S.A.
2. INTERBOLSA S.A. COMISIONISTA DE BOLSA
3. BANCO DE BOGOTA
4. BANCO SANTANDER COLOMBIA S.A.
5. CORPORACION FINANCIERA DEL VALLE S.A.
6. INVERSIONISTAS DE COLOMBIA S.A.- COMISIONISTA DE BOLSA
7. GRANBANCO S.A.
8. ABN AMRO BANK
9. CITIBANK - COLOMBIA
10. CORREVAL S.A. COMISIONISTA DE BOLSA

Aspirantes a Creadores de Mercado

1. BBVA COLOMBIA
2. BANCO DAVIVIENDA S.A.
3. COMPAÑÍA SURAMERICANA DE VALORES S.A.- SUVALOR
COMISIONISTA DE BOLSA
4. BANCO DE CREDITO S.A.
5. BANCO AGRARIO DE COLOMBIA S.A.
6. BANCO GNB SUDAMERIS S.A.
7. BANCO POPULAR S.A.

Evolución del Esquema de Creadores de Mercado

En diciembre de 1.996 se da inicio al Esquema de Creadores de Mercado, previó seminario internacional de Creadores de Mercado de Deuda Pública y a la desmaterialización obligatoria de los TES Clase B. El lanzamiento oficial del esquema se hace por medio de una carta circular donde se determinan los requisitos para participar en el Programa de Aspirantes a Creadores de Mercado.

En febrero de 1.997, se da la autorización de la Supervalores a las entidades financieras para tener subcuentas de terceros a nombre del DCV; a la vez que las entidades financieras entregan la documentación y se da la selección de los 27 Aspirantes a Creadores de Mercado.

El primero de marzo de 1.997 comienza el ranking de los Aspirantes a Creadores midiendo su participación y gestión en el mercado primario y secundario, mediante una reglamentación por medio de cartas circulares para poder evaluar los requisitos exigidos. De igual forma, se inician las reuniones regulares con los Vicepresidentes Financieros y los Traders de Deuda Pública como prerrogativa establecida en el esquema.

Al realizar la evaluación preliminar del Esquema de Creadores de Mercado se retiraron 7 entidades: Banco Central Hipotecario, Banco Anglo Colombiano, Corredores Asociados, ING Corporación Financiera, Corporación Financiera FES, Banco Unión e Interacción.

En el segundo semestre del mismo año, se introdujo el sistema informativo REUTERS para que los Aspirantes cotizaran en firme puntas de compra y venta para las emisiones vigentes de TES Clase B a todos los plazos. En el último trimestre de 1.997, se dio un esfuerzo conjunto entre los Aspirantes a Creadores de Mercado y la Dirección General de Crédito Público por mantener las curvas de rendimientos debido a un súbito ascenso en las tasas de corte de los TES Clase B a *Tasa Fija*.

En diciembre de 1.997 se termina el segundo periodo de evaluación de los Aspirantes a Creadores de Mercado y en este momento se convierten en Creadores de Mercado los anteriores Aspirantes; a la vez que se expide La Circular Reglamentaria No 6 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público donde se fijan las reglas del Esquema de Creadores para 1.998.

En enero de 1.998 se inicia el primer periodo de evaluación y se divulgan en orden alfabético el grupo de Aspirantes y el grupo de Creadores, este periodo finaliza en julio y se produce la renuncia del Banco Cooperativo de Colombia (Bancoop) del grupo de Aspirantes a Creadores de Mercado.

En diciembre de 1.998 renunciaron al esquema el Banco Popular, Banco Colpatria, Banco Andino, Banco del Estado. Así mismo, manifestaron su deseo de ingresar al Programa de Creadores de Mercado los Bancos Sudameris y Tequendama.

A partir de 1.999 las subastas de Títulos de Tesorería TES Clase B se limitaron al grupo de Creadores y Aspirantes a Creadores de Mercado.

Para este año el esquema inició con 11 creadores y 8 aspirantes, pero para el mes de noviembre se produce la renuncia al esquema de Sarmiento Lozano a la vez que se retira el Banco Central Hipotecario, ambos aspirantes a creadores.

Así, el Departamento de Fiduciaria y Valores del Banco de la República notificó el 17 de Diciembre de 1.999 al Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Dirección General de Crédito Público, el Ranking del Esquema de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública; presentando las siguientes novedades: el retiro del Bancafé, el paso del Banco de Occidente, quien fue creador durante esa vigencia, a ser Aspirante a Creador de Mercado, a la vez que el ABN Amro Bank, aspirante en el periodo, se convierte en Creador.

Durante el año 2.000 se dio la consolidación del Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública con la participación de 19 entidades, distribuidas así: 14 instituciones bancarias, 3 corporaciones financieras y 2 firmas comisionistas de bolsa.

Las entidades mostraron gran dinamismo, y la política del Ministerio de Hacienda le dio gran importancia al Programa y a la colocación por Subastas, de esta forma este mecanismo incrementó su participación al 41,49% dentro del total de colocaciones de Títulos TES Clase B.

El Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública se desarrolló para la vigencia 2.001 con 25 entidades distribuidas en, 16 Bancos, 4 Corporaciones Financieras, y 5 Sociedades Comisionistas de Bolsa.

En el 2006 para el programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública con la participación de 10 entidades distribuidas así: 6 instituciones bancarias, 3 firmas comisionistas de bolsa, 1 corporación financiera.

7. Validez de las Operaciones.

Para efectos de la calificación de las entidades participantes en el Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional - considerará como válidas únicamente las operaciones que cumplan los siguientes requisitos:

- ❖ Que su negociación se haya realizado en un mercado de primer o segundo escalón por medio de un Sistema Centralizado de Negociación aceptado oficialmente para estos efectos por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional - o por medio de los Corredores de Valores Especializados en TES Clase B (CVETES).
- ❖ Que el cumplimiento de la negociación realizada por medio de los Sistemas Centralizados de Negociación debidamente reconocidos por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional – o por medio de los CVETES involucre el movimiento en la cuenta de uno de los Depósitos Centralizados de Valores de un participante en el Programa de Creadores de Mercado cuentas de depósito abiertas en el Banco de la República.
- ❖ Las operaciones de compraventa definitiva de TES Clase B y de los Bonos de Capitalización de la Banca Pública emitidos por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras – FOGAFIN – (Bonos de Capitalización de la Banca Pública –FOGAFIN) realizadas en el mercado a la vista o en el mercado a plazo.
- ❖ Serán consideradas como operaciones válidas para efectos de la calificación de la actividad en el mercado secundario de los participantes en el Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública, aquellas intermediadas por los CVETES utilizando procedimientos especiales de negociación en sesiones independientes de negociación en el mercado de primero y segundo escalón de los Sistemas Centralizados de Negociación. Así mismo, deberán satisfacer los requerimientos de facilidad de acceso por parte de los participantes en el Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública y de transparencia en la formación y divulgación de precios que mediante oficio establezca el Ministerio de Hacienda y Crédito Público - Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional -.

4.8.2. Operaciones Forzosas

Las Operaciones Forzosas son consideradas como aquellas que se realizan con las entidades que dependen del presupuesto de la Nación y que por Ley están obligadas a invertir sus “excesos de liquidez” en TES Clase B. Se reglamentan mediante la Ley 179 de 1.994, los Decretos 1013 de 1.995 y las demás normas que los modifican o adicionan; los Decretos 2051, 1714, 1715 y 1717 de 1.99 y la Resolución 0587 del 23 de Marzo de 2.000 sobre la metodología que determina las tasas de rendimiento para Títulos de Tesorería TES Clase B que se coloquen por entrega directa.

- **Aspectos Operativos**

Se establece que para la determinación de la inversión se utilizará el promedio diario mensual, durante el trimestre inmediatamente anterior, de las disponibilidades de caja, cuentas corrientes, depósitos de ahorro a término o cualquier otro depósito y activos

financieros diferentes de TES en poder de los establecimientos públicos del orden Nacional. Sobre esta base los establecimientos públicos deberán suscribir TES Clase B por el equivalente al 100% de dicho promedio durante los cinco primeros días hábiles de cada mes.

Las características financieras y de colocación de estos títulos son las siguientes:

- ❖ Títulos a la orden y libremente negociables en el mercado.
- ❖ Plazo de vencimiento a un año.
- ❖ Denominación mínima de \$500.000 pesos y sumas adicionales en múltiplos de \$100.000 pesos.
- ❖ Rentabilidad efectiva anual corresponderá a la tasa indicativa del mercado secundario de Títulos de Tesorería TES Clase B calculada con base en la metodología denominada Tasas Indicativas del Mercado Secundario Nacional de TES" desarrollada en la resolución 0587 de 2.000, la tasa que se aplicara a la operación será la que resulte de aplicar la metodología, tasa de descuento estimada para el plazo correspondiente a los días contados de la fecha de colocación directa del Título y la del vencimiento del título, que se publique diariamente en el boletín del Mercado Nacional de TES de la Bolsa e Bogotá, del día hábil bancario inmediatamente anterior a la fecha de la colocación directa. En caso que la tasa de rendimiento resultante de la aplicación de la metodología no refleje las condiciones representativas del mercado en la fecha de la colocación directa, la Dirección General de Crédito Público definirá las tasas de rendimiento por plazo al vencimiento.

Las principales entidades con las que se realizan este tipo de operaciones son:

1. Caja Nacional de Previsión Social - *CAJANAL EPS*
2. Club Militar.
3. DEFENSA CIVIL COLOMBIANA
4. Fondo de Garantías de Instituciones Financieras - *FOGAFIN*.
5. Instituto Colombiano de Comercio Exterior - *INCOMEX*
6. Instituto Colombiano de Crédito Educativo y Estudios Técnicos en el exterior - *ICETEX*.
7. Instituto Colombiano para el Desarrollo de la Ciencia y Tecnología - *COLCIENCIAS*
8. Instituto Colombiano para el Fomento de la Educación Superior - *ICFES*.
9. Instituto de Investigaciones en Geociencias, Minería y Química - *INGEOMINAS*
10. Instituto Nacional de Adecuación de Tierras - *INAT*.
11. Servicio Nacional de Aprendizaje - *SENA*.
12. Instituto Nacional de Vivienda de Interés Social y Reforma Urbana - *INURBE*.
13. UNIVERSIDAD DEL CAUCA.
14. UNIVERSIDAD NACIONAL.
15. UNIVERSIDAD PEDAGOGICA.

4.8.3. Operaciones Convenidas

Son las realizadas con las empresas públicas nacionales del orden descentralizado, con las que el Gobierno pacta de antemano según sus necesidades de financiamiento, las inversiones que estas deben hacer en TES Clase B. Estas entidades no acuden al mercado primario.

- **Aspectos Operativos**

Las Operaciones Convenidas deberán realizarse en Títulos de Tesorería TES Clase B en las mismas condiciones y dentro de los mismos términos fijados por el Decreto 1013 de 1.995 para las Operaciones Forzosas.

Las principales entidades con las que se realizan este tipo de operaciones son:

- ❖ Caja de Previsión Social de Comunicaciones -CAPRECOM EPS
- ❖ Empresa Colombiana de Petróleos –ECOPETROL
- ❖ Empresa Nacional de Telecomunicaciones –TELECOM
- ❖ Fiduciaria La Previsora – Magisterio
- ❖ Fiduciaria La Previsora S.A.
- ❖ Caja Promotora de Vivienda Militar
- ❖ Instituto de Seguros Sociales –ISS
- ❖ Comisión Nacional de Televisión
- ❖ Fondo Nacional del Ahorro

- **Evolución Colocaciones: Convenidas, Forzosas y Subastas:**

Teniendo en cuenta las colocaciones de los Títulos de Tesorería TES Clase B que se realizan mediante Subastas, Operaciones Forzosas y Convenidas, se evidencia un notable incremento en la participación total de las subastas frente a las operaciones forzosas. Dicho incremento se ha ido consolidando con el transcurso de los años y se espera que en el largo plazo tanto las operaciones forzosas como las convenidas sean reemplazadas por las subastas. Sin embargo el total de las operaciones tienen una importancia significativa en la consolidación del mercado de deuda pública colombiano.

4.9. MERCADO SECUNDARIO:

El mercado secundario de deuda pública es aquel en el que se transan tanto los Títulos de Tesorería TES Clase B como otros títulos de deuda, entre los diferentes intermediarios y los CREADORES DE MERCADO. La profundización de este mercado es atractiva debido a que se podrían satisfacer las necesidades de endeudamiento a una menor relación costo-riesgo, se evitaría que el financiamiento público interfiriera con la política macroeconómica y contribuiría al buen funcionamiento y desarrollo de los mercados financieros y de capitales.

Para satisfacer a los inversionistas institucionales, a los inversionistas individuales y a los inversionistas de capital extranjero interesados en adquirir títulos de deuda pública, hay que crear un mercado líquido, profundo, transparente, de bajos costos de transacción y con gran calidad de información, que permita una formación adecuada de precios, una generación de curvas de rendimientos y un desarrollo de productos derivados buscando que el consumidor final pueda trabajar con seguridad y proteger su inversión.

Para lograr un idóneo funcionamiento de dicho mercado es necesario que este técnicamente sea:

- ❖ Un mercado ciego,
- ❖ Con puntas de compra y venta,
- ❖ Con adjudicación al mejor postor,
- ❖ Que diferencie las ofertas de altos y bajos montos, y
- ❖ Que proporcione información en tiempo real.

De esta forma, se podrían cumplir los objetivos anteriormente descritos, dando importancia al mercado de deuda pública como punto de referencia de los demás mercados.

Para efectos del mercado de deuda pública interna se entiende por mercado secundario aquel compuesto por los mercados de primer y segundo escalón, que se desarrollan por medio de Sistemas Centralizados de Negociación aceptados como tales por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Dirección General de Crédito Público.

4.9.1. Primer Escalón del Mercado Secundario

Aquel que se desarrolla por medio de sistemas centralizados de negociación que cuenten con la autorización de la Superintendencia de Valores e Intermediarios Financieros, sean ciegos tanto en la negociación como en el cumplimiento de las negociaciones, garanticen transparencia en la formación de precios y conserven registros magnéticos de las operaciones realizadas y circunscriban la operación en nombre propio exclusivamente a las entidades participantes en el Programa de Creadores de Mercado.

4.9.2. Segundo Escalón del Mercado Secundario

Aquel que se desarrolla por medio de sistemas centralizados de negociación que cuenten con la autorización de la Superintendencia de Valores e Intermediarios Financieros, sean ciegos tanto en la negociación como en el cumplimiento de las negociaciones, garanticen transparencia en la formación de precios y conserven registros magnéticos de las operaciones realizadas y de circunscriban la operación en

nombre propio a las entidades participantes y **no** en el Programa de Creadores de Mercado.

4.9.3. Sistemas de Negociación

En desarrollo del mercado de deuda interna los sistemas centralizados de negociación deben cumplir con ciertas condiciones para que las operaciones con títulos de deuda pública de la Nación TES Clase B realizadas por su intermedio sean aceptadas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Dirección General de Crédito Público, para la calificación de los participantes en el Programa de Creadores de Mercado. Estos requisitos están contemplados en el título Tercero de la Circular Externa 01 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público del 6 de agosto de 1.998, y son los siguientes:

- ❖ Autorización de la Supervalores como sistema centralizado de operaciones o sistema centralizado de información para transacciones.
- ❖ Sistemas ciegos en la negociación y cumplimiento en el primer escalón del mercado secundario. (Operaciones en nombre propio exclusivamente a las entidades designadas como Creadores o Aspirantes a Creadores de Mercado)
- ❖ El acceso a los terminales informáticos para las operaciones en el primer escalón del mercado secundario debe estar restringido exclusivamente a los Creadores y Aspirantes a Creadores de Mercado, a los Corredores de Valores especializados en TES Clase B, al Banco de la República y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Así mismo en calidad de entidades de inspección y vigilancia, la Superfinanciera.
- ❖ Conservar un registro magnético de las operaciones con TES Clase B e instrumentos afines realizadas por las entidades Creadores de Mercado y Aspirantes a Creadores de Mercado en los mercados de primer y segundo escalón del mercado secundario de TES Clase B. Esta información será utilizada para la calificación de las entidades participantes en el Programa de Creadores de Mercado.
- ❖ Limitar la actuación de una entidad, en el primer escalón del mercado secundario de TES Clase B, bien sea a la actividad de corretaje o a la de participante en nombre propio, pero en ningún caso ambas.

1) Sistema de Transacción de Deuda Pública - ¹¹

Este sistema de transacción, es un sistema electrónico especializado en el manejo de deuda pública, que innova en la forma de negociar los títulos de renta fija en el país. Esta conformado por un módulo de información y uno de negociación. Su funcionamiento y reglamentación fueron autorizados por la Resolución 0244 de la Superintendencia de Valores el 17 de abril de 1.998.

¹¹ Manual Sistema Electrónico de Transacción de Deuda Pública.

Características Generales

- ❖ Exclusivo para el mercado de distribución.
- ❖ Sistema ciego de negociación.
- ❖ Permite manifestar intenciones de compra y venta.
- ❖ Presenta cantidades de negociación homogéneas.
- ❖ Clasifica y agrupa por tipo de tasa, modalidad y plazo haciendo más estructurado el mercado.
- ❖ Maneja un lote de grandes volúmenes y otro de bajos volúmenes, para una mejor formación de precios.
- ❖ Estandariza el cumplimiento de las operaciones de contado a un solo plazo.
- ❖ Estandariza el cumplimiento de las operaciones a plazo a fechas fijas de vencimiento.
- ❖ Valoriza las ofertas partiendo de su precio limpio, del precio total, de la tasa del monto.
- ❖ Incorpora las ofertas de cotización de precios llamadas ofertas de punta.
- ❖ Permite ver la profundidad del mercado bajo el concepto de ordenamiento de las ofertas por mejor precio.
- ❖ Incorpora el precio medio de mercado, calculado al instante de ejecutar cualquier transacción permitiendo al inversionista comparar su ejecución contra el mercado.
- ❖ Dispone de indicadores especializados como la Curva Continua de Rendimientos.
- ❖ Permite construir las curvas de rendimiento en tiempo real a solicitud del usuario.
- ❖ Permite el traspaso de la información de las operaciones.

❖ **Sistema Electrónico de Negociación -SEN- Banco de la República**¹²

El SEN es el sistema centralizado de información para transacciones administrado por el Banco de la República, a través del cual las entidades inscritas pueden efectuar, mediante estaciones de trabajo remotas, operaciones de compra y venta al contado o a plazo, Repos y otras operaciones de compraventa transitoria autorizadas legalmente, en relación con los títulos depositados en el Deposito Centralizado de Valores -DCV- del Banco de la República. Además, mediante este sistema las entidades financieras legalmente facultadas pueden realizar operaciones de préstamo de dinero en el mercado interbancario.

Dentro del SEN se podrá operar de acuerdo al tipo de mercado con las siguientes modalidades:

1. **Operación Ciega:** El proceso de oferta, cierre y posterior compensación en el DCV, se efectúa sin identificar a la contraparte que actúa en la operación

¹² Manual de Operación Sistema Electrónico de Negociación SEN - Banco de la República

2. **Operación Semi-ciega:** El oferente y el aceptante se identifican en sus respectivas estaciones de trabajo, una vez se cierra la transacción
3. **Operación Abierta:** El oferente y el aceptante se identifican en todas las etapas del proceso, desde el momento en que el agente introduce su oferta hasta la conclusión de la operación.

Para acceder al SEN el Banco de la República ha establecido que esta vinculación se debe hacer a través del SEBRA; que es el sistema encargado de crear los usuarios y verificar los perfiles de acuerdo con los niveles que defina cada agente para el acceso al SEN, éstos pueden ser:

- ❖ **ADMINISTRADOR DE TRADERS (T):** Es el encargado de asignar los permisos o accesos a los operadores o Traders a las diferentes sesiones y mercado del SEN, y definir si su función es activa (Negociador) o pasiva (Observador) en los mismos.
- ❖ **ADMINISTRADOR DE GARANTÍAS (G):** Encargado de asignar a las diferentes entidades inscritas en el SEN con las que quiera negociar, los cupos o líneas de crédito.
- ❖ **NEGOCIADOR O TRADER (N):** Operario con acceso al módulo transaccional, cuya función negociadora u observadora depende del perfil asignado por el administrador de traders de cada agente.

Los operarios de cada agente pueden difundir a todo el mercado sus ofertas para compra y/o venta de instrumentos, durante periodos conocidos como sesiones de negociación en el SEN.

- ❖ **PRIMERA SESIÓN:** Se limita al sub-mercado de títulos de primer escalón, en el se pueden efectuar operaciones de compra y venta definitiva de títulos de deuda pública y solamente pueden participar las entidades designadas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público como Creadores de Mercado y Aspirantes a Creadores de Mercado, la Dirección del Tesoro Nacional y el Banco de la República.
- ❖ **SEGUNDA SESIÓN:** En esta sesión puede participar cualquier entidad suscrita al SEN en los submercados de títulos de segundo escalón (TP's Clase A y B, TES Clase A y B, Títulos de Desarrollo Agropecuario Clase A y B, Bonos Agrarios, Bonos para la Seguridad, Bonos Decreto 700 de 1.992 y Bonos Resolución 4308/94) y en los mercados de Repos y operaciones de compraventa transitoria de títulos; en el mercado de operaciones interbancarias pueden participar los agentes inscritos que tengan autorización de la Superbancaria.

➤ **Corredores de Valores Especializados en TES**

En La Resolución 2886 del 22 de Diciembre de 2.000, se establecen las funciones, prerrogativas y requisitos de los Corredores de Valores Especializados en TES (CVTES), con el objeto de contribuir a la liquidez del mercado secundario por medio de la reducción de costos de información y negociación y el apoyo a la formación eficiente y transparente de precios.

Los Corredores de Valores Especializados en TES Clase B ponen en conocimiento de los Creadores y Aspirantes a Creadores de Mercado las condiciones de participación de cualquiera de ellos en una negociación específica para que, en desarrollo de la información suministrada, dos de estas entidades celebren entre sí una transacción de TES Clase B.

Es así como, la actividad de estos corredores deberá limitarse en el primer escalón del mercado secundario al corretaje de valores; además deberán abstenerse de actuar por cuenta propia en el mercado secundario de primer o segundo escalón, de TES Clase B.

El Ministerio de Hacienda y Crédito Público tendrá en cuenta las operaciones realizadas en el primer y segundo escalón facilitadas por los (CVETES) y harán parte de la calificación de las entidades participantes en el Esquema de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública.

➤ **Mercado Bursátil y Extrabursátil**

Para hacer un seguimiento del movimiento de los Títulos de Tesorería TES Clase B en el mercado secundario, es necesario observar el mercado bursátil y el mercado extrabursátil. En el mercado bursátil se recurre a la información de la Bolsa de Valores y para el mercado extrabursátil la información se obtiene del Mercado OTC o Mercado Sobre el Mostrador, el Mercado OTC es donde se realizan todas las negociaciones con títulos realizadas por fuera de las Bolsa de valores, sobre los valores inscritos en el Registro Nacional de Intermediarios. Podrán hacer negociaciones en el mercado mostrador las personas inscritas como intermediarios en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Las negociaciones deberán registrarse a través de un mecanismo centralizado de información para transacciones autorizado por la Super Valores. La mayoría de operaciones del mercado OTC colombiano se registran a través de INVERLACE. los cuales son importantes ya que transan cerca de cuatro veces el volumen de las transacciones a través de la bolsa por otra parte Inverlace el servicio prestado por la Bolsa de Valores, es el de mayor importancia dentro del OTC ya que representa entre el 70% y 80% del total de las transacciones.

4.10. PERFIL DEL INVERSIONISTA

4.10.1. DESCRIPCION DEL PERFIL DEL INVERSIONISTA

❖ *Inversionista Conservador*

No desea percibir variaciones en su inversión, la prioridad es obtener una rentabilidad acorde con un bajo nivel de riesgo. Se define como una persona totalmente adversa al riesgo, por lo que su estrategia lógica será canalizar el 100% de sus activos a inversiones en valores gubernamentales (renta fija), como los TES o Bonos del Tesoro ("*Treasury Bonds*" o *U.S. Savings Bonds*), instrumentos comúnmente catalogados como exentos de riesgo

❖ *Inversionista Moderado*

En el punto medio encontramos al **inversionista moderado**. Desea obtener una rentabilidad adicional en un mediano plazo y está dispuesto a afrontar variaciones en el valor de su inversión. Es una persona que valora la seguridad de los instrumentos del mercado de deuda (como valores gubernamentales y pagares bancarios) pero también destina un porcentaje de sus recursos a instrumentos de renta variable (acciones que cotizan en la bolsa). Un ejemplo de una estrategia moderada sería invertir un 90% en instrumentos de renta fija y un 10% en títulos de renta variable.

❖ *Inversionista Agresivo*

En el otro extremo se ubica el inversionista agresivo. Busca los extraordinarios rendimientos que sólo el mercado accionario puede generar al tiempo que conoce y asimila el riesgo que esto representa. Por tanto, su estrategia será dar mayor peso, al menos un 30% de su dinero, a las inversiones en instrumentos renta variable.

Su objetivo principal es obtener una elevada rentabilidad de su inversión asumiendo una alta probabilidad de fluctuación de la misma

5. GUIA DEL INVERSIONISTA

Lo que se pretende con esta Monografía, es enfocar parte de este trabajo para identificar y analizar de una forma sencilla, como sería una Guía para un inversionista, si quisiera colocar su dinero en Títulos de Tesorería –TES- siendo este un mecanismo efectivo y seguro en el momento de la inversión.

Los pasos básicos para una persona querer acceder a estos títulos son los siguientes:

- ❖ Antes de tomar la decisión de adquirir un título, debe tomarse su tiempo para analizar cual su perfil, teniendo en cuenta aspectos como: edad, estado civil, número de personas a cargo, estabilidad laboral, aversión al riesgo y experiencia como inversionista, entre otros.
- ❖ Se debe establecer cuales son sus metas para así escoger la inversión que llene sus expectativas. La mejor recomendación es elegir un Asesor Financiero que este debidamente inscrito o un profesional en temas de referentes a TES, a las cuales se les comunica las limitaciones y necesidades, a efectos de obtener el mejor consejo posible, para así obtener resultados beneficiosos.
- ❖ Siempre antes de invertir, es indispensable leer todos los documentos pertinentes como son los prospectos y cualquier otro relacionado con la oferta que describen la inversión. Sea suspicaz y mire siempre cualquier factor relevante que podría estar en “letra pequeña”.
- ❖ Además tenga en cuenta que toda inversión posee unos riesgos implícitos, por lo tanto entre más ganancias se desee obtener, mayor será el riesgo que se deberá asumir. Por lo tanto siempre se debe tener claro cuanto puede llegar a perder con los riesgos que está asumiendo.
- ❖ Una persona debe asegurarse de que entiende todos y cada uno de los riesgos de la decisión que esta por tomar así como las razones por las cuales el valor de una inversión puede caer o aumentar. También si los costos, gastos, comisiones, etc., son pagados por usted directamente, o se establecen contra la respectiva inversión.
- ❖ Analice los costos ya que son importantes porque disminuyen sus ganancias, por lo tanto analice los costos y gastos de otras alternativas de inversión, antes tomar la decisión de invertir en esta clase de títulos valores.
- ❖ Es fundamental entender que un pasado bueno no garantiza un futuro igual. No se puede persuadir por las graficas, ni tablas de los excelentes de las diferentes clases de TES en el pasado, ya que estos históricos no

necesariamente serán un espejo de lo que puede estar sucediendo en la realidad.

- ❖ Nunca invierta en un instrumento o producto financiero que no entienda. Cualquier decisión de inversión debe estar basada en información verificable. No confíe en información que no está confirmada.
- ❖ Si usted ha decidido conseguir un profesional que le ayude en la toma de decisiones de inversión o ha aceptado asesoría de alguien que se ofrece como experto en la materia, es importante que se informe respecto de la firma y/o persona que le está asesorando.
- ❖ No es de demás recordar que un inversionista prudente: conoce su inversión; conoce su intermediario; conoce sus riesgos; conoce sus derechos y obligaciones; y permanentemente controla su inversión.

Para analizar los Títulos de Tesorería –TES se denota su definición los cuales de destaca que son títulos a la orden, no gozan de liquidez primaria antes de su vencimiento y son libremente negociados en el mercado secundario.

Pero además es básico entender que son titulas altamente confiables, su calificación es AAA (triple A), y la decisión de inversión es de relativa al riesgo.

Es de aclarar que:

- ❖ Entre mayor sea el plazo de una operación mayor es el riesgo
- ❖ Entre mayor sea la volatilidad de la tasa de interés de un título mayor es el riesgo
- ❖ Entre mayor es la duración modificada de un título mayor es su sensibilidad a la volatilidad de las tasas de interés
- ❖ Una denominación diferente al peso implica un mayor riesgo

Para entender las bases de los TES se adjunta tabla resumen de los títulos de tesorería vigentes a la fecha:

CUADRO No.2 RESUMEN TES

TITULO	EMISOR	GARANTIA GNC	MONEDA	TASA	VALOR A INVERTIR	PLAZO TITULOS VIGENTES
TES A COP	GNC	Si	COP	Fija Nominal		
TES B COP	GNC	Si	COP	Fija Nominal	Por encima del lote \$500.000.000 y Por debajo del lote \$1.000.000	90 días a 10 años
TES B IPC	GNC	Si	COP	Fija Real	lote \$500.000.000 y Por debajo del lote \$1.000.000	5 años a 10 años
TES B USD	GNC	Si	USD	Fija Nominal	lote \$500.000.000 y Por debajo del lote \$1.000.000	2 años a 8 años
TES B UVR	GNC	Si	UVR	Fija Real	lote \$500.000.000 y Por debajo del lote \$1.000.000	5 años a 10 años

6. ANALISIS

Antes de hacer una recomendación de inversión es indispensable tener claro como invertir su dinero en las diferentes alternativas que existen en el mercado de acuerdo con su perfil de inversionista, ya sea Conservador, Moderado o Agresivo.

En general se puede decir que como inversionista, se debe comprender que ser una persona demasiado ambicioso, puede resultar contraproducente al grado de llegar a comprometer su patrimonio.

En el mercado de capitales se encuentra un activo que se puede adecuar a cualquiera de los tres perfiles antes descritos ya que se pueden invertir en ellos tanto en tasa fija como en tasa variable y a diferentes vencimientos, lo que lo hace adaptable al apetito de riesgo del inversionista.

En el desarrollo de este trabajo estamos totalmente de acuerdo que del punto de vista del emisor son los TES los activos cero riesgos, y adicionalmente por rentabilidad, seguridad y liquidez, los **TES** son los títulos que por excelencia, todos los inversionistas deben tener en su portafolio. Las posibilidades de obtener rentabilidad en una variedad de indicadores (tasa fija, IPC, UVR y TRM) hacen de estos títulos una interesante opción de inversión

Los **TES** son el tipo de inversión apropiado para aquellas personas que buscan seguridad por parte del emisor del título, ya que están respaldados por la Nación. Además, son adecuados para aquellos que invierten su dinero a largo plazo y que buscan conocer con anterioridad el rendimiento de su inversión, en el caso de los que pagan rendimientos a tasa fija.

Son altamente confiables (calificación AAA) y por lo tanto, al momento de necesitar liquidez, son fácilmente negociables en el mercado secundario

Las decisiones de inversión se deben basar dependiendo por la etapa en que se encuentre en su vida por que es mucho mas fácil asumir un riesgo teniendo un rango de edad entre 20 – 30 años ya que se tiene muchas posibilidades de recuperación en el caso de que resulte mal librado de dicha inversión y por el contrario teniendo una edad superior (40 – 50) se tiene menos posibilidades de recuperación de inversión, otro factor determinante son las preferencias personales respecto al riesgo.

Al analizar las grafica 01 TES en pesos con tasa de corte a 90 días, se puede decir que su mejor apogeo de estos títulos fueron en los años 2004 y parte del año 2005, con

una tasa superior al 8%, siendo la mas representativa en su momento, pero después del año 2005 su tendencia fue a la baja, llegando a tasa 5%, así sucesivamente resultan las diferentes bajas, el Grafico No. 02 se comporto de una manera estable, teniendo altibajos durante el mes de Diciembre de 2005, pero a la actualidad y con la tendencia que tienen actualmente las acciones en el momento por el alza de las tasas norteamericanas los TES presentan una fuerte baja.

En los gráficos No. 02, 02a y 03 los TES aunque con históricos muy pocos se pueden analizar de una manera superficial ya que durante este tiempo se comportan de una manera estable, los TES a un año en el grafico No. 04 durante Noviembre/05 tuvieron una fuerte caída, los cuales pasaron de 5,80% al 5% relativamente, pero luego se incrementaron y su variación fue muy poco con respecto a lo sucedido en dicho mes.

Los gráficos No.4, 5, 7, 8 se visualizan de una manera muy similar ya que su comportamiento en los últimos dos (2) años no es tan regular. Y los cambios que tuvieron se recuperaron rápidamente, las fluctuaciones de las tasas estuvieron alrededor de unos pocos índices, los cuales no es tan representativo para causar diferencias.

En los TES a 5 años grafica No. 06 su variación fue significativa de pasar de una tasa del 12% a una tasa del 6%, lo cual con este histórico, se puede decir que no estos títulos su rentabilidad no están buena, ya que las personas que invirtieron en estos documentos su perdida fue relativa.

Los TES en UVR grafico No. 09 y No. 10 se mantuvieron con tendencia estable por 1 año (2004), pero luego se comporto de una manera bajista, lo que resulta perjudicial ya que los beneficios para las personas que adquirieron estos TES se redujeron de una manera considerable.

En el grafico No. 11 se realiza una comparación entre 3 variables TES UVR a 7 años y TES UVR a 12 años contra el IPC, lo que entre los años 2004 y 2005 las tres variables se comportaron de una forma estable, pero a partir de mediados de 2005 los TES en UVR descendieron mientras que la tasa del IPC se comporta de manera equivalente.

Según Banco de la Republica los creadores de mercado han sido beneficiosos para el país, ya que con esta figura el gobierno nacional ha podido crear transparencia en las negociaciones. El gobierno ha tenido un esquema ideal para el manejo de la deuda y ha contado con unos incentivos especiales para una disciplina fiscal a largo plazo. Además el bajo riesgo de los activos financieros emitidos por los agentes soberanos constituye un incentivo para que los inversionistas decidan colocar sus dineros en estas clases de títulos valores

Y de acuerdo a comentarios de Asobancaria gracias a la figura de los Creadores de Mercado los beneficios del esquema de creadores de mercado podrían resumirse en: 1) financiación interna por parte del Gobierno a unos costos más bajos que en el pasado, 2) tras la sistematización de las subastas de títulos, hoy existen referencias de mercado para diversos plazos de los activos financieros. Resulta beneficioso además el aporte que estos le brindan al país, y en conclusión el esquema de los Creadores de Mercado le ha traído muchos beneficios para el país, todavía se sabe que a estos les falta camino por recorrer, lo cual se incurre en riesgo.

Al tomar la decisión de invertir en TES se deben tener en cuenta variables como la tasa de interés, el tiempo y los excedentes de liquidez que como inversionista estoy dispuesto a colocar en el mercado de capitales y es este el que se aconseja explorar ya que el financiero no ofrece muchas posibilidades de obtener mejores rentabilidades o de tener un crecimiento en el capital y son los TES un buen instrumento para tener en cuenta al momento de invertir

Si la elección es un TES a largo plazo se debe tener la claridad de que estos poseen un mayor riesgo y más si se piensa tener hasta su vencimiento ya que existe la incertidumbre de una garantía de solvencia por parte del gobierno que no se puede descartar totalmente a su vencimiento; si se elige un TES a corto plazo se debe basar en los movimientos diarios de los precios y además al analizar las tasas de estos instrumentos se puede afirmar que estas se comportan de una forma poco más o menos como una tasa fija.

En la elección de un TES en UVR este se mueve al ritmo de la inflación y con las proyecciones optimistas de que se conserve en un solo dígito la inflación y con las medidas que ha tomado el Banco de la República a su control se espera que se encuentren la misma dinámica de reducción, aunque existen variables que la pueden afectar en el momento como son los precios de el petróleo, pero en base a las proyecciones; para el año en curso el riesgo sería menor y para el caso de los TES en dólares se espera que el precio del dólar suba, por lo tanto el riesgo sería superior en este caso.

También habría que tener en cuenta que cuando tenemos TES en pesos existe una correlación negativa entre el precio de los mismos y el dólar es decir a medida que la TRM sube el precio de los TES baja.

Y si la variable a tener en cuenta es la devaluación si esta se diera en los próximos años es de esperarse que las tasas de descuento de los TES también suban y por consiguiente el precio baje y viceversa.

Otro factor ha tener en cuenta es que los TES son de los activos financieros emitidos por agentes soberanos lo que es una gran motivación para el inversionista y sin dejar

de lado que el hecho de ser libre de riesgo del emisor no es estar libre de riesgo totalmente pues es claro que el gobierno siempre cumplirá sus obligaciones pero el inversionista correrá el riesgo de mercado y para tratar de cubrirse debe realizar un análisis técnico contemplando las proyecciones macroeconómicas de inflación, devaluación, reevaluación etc, que de una u otra manera pueden afectar mi patrimonio sea aumentándolo o disminuyéndolo como los planteamientos anteriormente enunciados por ello lo mas recomendable es diversificar el portafolio y poseer activos en diferentes monedas y en diferentes vencimientos también poseer en el portafolio tanto renta fija como variable para que cuando uno de los activos este en ascenso esta rentabilidad me compense lo que estoy perdiendo con el activo que esta bajando.

ANALISIS EXPEDICIONES DE TES Cuadro No.: 12 - 13 – 14 Grafico No.17 – 18 - 19

Se puede observar en el grafico de las expediciones de TES en pesos que definitivamente el crecimiento se ha dado ampliamente analizando el histórico entre los años 1995 y 2005 y por lo tanto apreciando la variación de un año a otro se puede analizar la tendencia constante de crecimiento como se puede visualizar en el año 1996 que creció en un 58% y en el año 1997 creció en un 72% esto se dio como respuesta a la incipiente participación que en esa época tenían los TES en el contexto de inversiones en el sector financiero también se puede apreciar un crecimiento considerable de 87% en el año 2001 como fruto de la entrada en vigencia de los Creadores del Mercado que le han aportado mas liquidez y repunte al mercado de deuda publica y finalmente se puede apreciar un crecimiento promedio en estos 10 años del 123%

La figura de los creadores de mercado en terminos generales se estableció como obligatorio para las entidades financieras y comisionistas de bolsa que integran el programa hacerse a Creadores a un porcentaje anual establecido en el mercado de deuda primaria de TES, y así acceder de forma exclusiva al mercado primario de deuda pública.

De la misma manera tales entidades se comprometen a ofrecer los TES de manera permanente cooperando con el Ministerio de Hacienda y Crédito Publico.

También en el grafico se puede apreciar los TES en dólares en el periodo comprendido entre 1998 y 2005 y en el año 1999 se dio un incremento del 348% y en el año 2001 el incremento fue de 398% dándose un crecimiento promedio de los 8 años en 123% y se emitieron TES indexados a la TRM como respuesta a un escenario de recesion económica, crecientes déficit fiscales y altas tasas de interés locales

Finalmente se analiza el grafico de TES en UVR analizados desde el año 2000 a 2005 y con un crecimiento significativo en el 2000 de 226% luego de haber decrecido en los tres últimos años con un crecimiento promedio en estos 5 años de 31% esta variación

importante de estos TES indexados al IPC también se dio como respuesta al escenario de recesión económica y de altas tasas de interés locales.

ANALISIS DE SALDO DE CAPITAL EN CIRCULACION POR TIPO DE COLOCACION: Cuadro No. 06 – Grafico No. 13

Se puede observar en este grafico el crecimiento por Tipo de Colocación y se puede apreciar en colocaciones forzosas se denota incremento en el año 1996 en 59% esta información esta dada en miles de millones de pesos y en el año 1997 en 14% y en 1998 en 45%, a partir de este año no se han dado incrementos en este tipo de colocación, en cuanto a la colocación a través de convenidas se ha dado incrementos a partir del año 1996 con una marcada tendencia a la disminución, en el tipo de colocación por subastas en el año 1997 se ve un incremento de 223% se puede apreciar que observando el incremento el tipo de colocaciones en los últimos años se estabilizo y también se puede apreciar entre el año 2000 y 2001 existió una disminución en colocación y en cuanto a el promedio de colocación de los últimos 10 años fue de 17% se paso de valores en el año 1995 de colocación de 3865 en miles de millones a 77907 miles de millones en el año 2005 antes del programa de creadores de mercado de los TES emitidos solo el 10 % de colocaciones correspondía a subastas.

Frente a las colocaciones del ISS se ve claramente que no hay crecimiento si no decrecimiento pero esta es una práctica que el gobierno ha dejado de lado.

ANALISIS DE SALDO DE CAPITAL EN TES POR PLAZO Y TENEDORES: Cuadro Nos. 03 – 04 – 05 Grafico No. 12

Analizando este grafico se puede apreciar que entre los tenedores el más amplio porcentaje de los TES pertenecen al Sector Financiero con el 55 % y sigue el Sector privado con el 27% y por ultimo el Sector Publico con el 18%.

Se puede observar que antes del año 1997 la tenencia de los TES estaba en su más alta concentración en el sector público, ya que no había entrado en vigencia el programa de creadores de mercado que cambio la tendencia y en el 2005 el mayor porcentaje lo tiene el sector financiero.

Si se analiza respecto a los vencimientos son los TES a cinco años los de mas alta concentración en los tres sectores y en orden de tenencia seria así: Sector Financiero con 10.6% seguido del Sector privado con 5.9% y terminando con 4.8% del Sector Publico, seguiría en orden la concentración por vencimiento de los siete años así Sector Financiero 8.9% con y Sector Privado con 4.4 % y Sector Publico con 2.6% y seguido por concentración al vencimiento de los TES a los diez años así: Sector Financiero con 15.6%, Sector Privado con 7% y Sector Publico con 3.6%.

En este análisis se puede apreciar que los tenedores de los TES a 15 años de los de mas largo plazo los mayores poseedores de estos activos es el Sector Publico con el

2%, seguido del Sector Financiero con el 1.3% y teniendo finalmente el Sector Privado con 0.7 y son estos TES los mas susceptibles a las variaciones de las tasas y son con estos con los que se puede ganar muchísimo o perder considerablemente siendo los mas sensibles a las variaciones y también en términos generales los menos apetecidos pues corresponden a la preferencia de un perfil de inversionista agresivo y que piense en el crecimiento y que posea una alta liquidez.

También es de anotar que el Sector Publico cuando adquiere un TES a largo plazo por lo general lo ha hecho para poseerlo hasta su vencimiento pues una empresa del gobierno no se pueda dar el lujo de perder con una inversión y si genera utilidad pues tampoco representa mayor enriquecimiento es por razones como estas por las que el Sector Publico tiene el mayor porcentaje de tenencia en los TES a este vencimiento y fueron adquiridos a través de colocaciones forzosas o convenidas

Entre los aspectos mas importantes para analizar en este grafico es que se incorporo en el esquema de TES a corto plazo los de 119 días que reemplazaron los de 90 días según información de el Ministerio de Hacienda y Crédito Publico lo que se implanto para tratar de darle mayor liquidez a la curva de rendimientos a corto plazo y definitivamente este propósito se logro pues el DTF ya ha ido perdiendo terreno como tasa de referencia y se ha constituido esta tasa como un referente en el costo de los recursos a corto plazo

ANALISIS DE VENCIMIENTOS: Cuadro No. 12 Grafico No. 16

Como se observa en el cuadro de fuente del Banco de la Republica y en el grafico de dichos datos a el año 2005 se tienen plazos de vencimiento de TES hasta el año 2015y se aprecia que la mas grande concentración de TES es en corto plazo así : en el año 2006 con \$16.380 mm en el año 2007 con \$12.728 mm y en el año 2008 con \$7.985 y en el año 2009 con \$7721mm y en el 2010 con \$7.646 y en el 2011 con \$4.512 y en el 2012 con \$8.856 mm ,se puede visualizar también que en el año 2014 tiene una significativa concentración de \$6072 mm y este es el año que se ha convertido como referencia en la curva de rendimientos y en años anteriores la referencia eran los TES del 2010, 2012 esta ampliación de los vencimientos es uno de los grandes avances del mercado de deuda publica.

ANALISIS DE RENDIMIENTOS: Cuadro No. 07 Grafico No.14

Como se observa en el cuadro de rendimientos en el año 1995 se pagaban rendimientos en el orden de \$536 mm y en el año 2005 se están pagando \$7.784 mm lo que representa un crecimiento de el 1352% esto para hacer un ejercicio aritmético ya que el valor del dinero en el tiempo no es igual y también los TES en dólares y en UVR se valoran al valor de la TRM y del valor de la unidad a cada fecha de vencimiento, hay dos años donde hay un decrecimiento en los pagos que fueron en el año 2001 con -0.05 y en año 2004 con el -0.02, y el año 2000 tiene un crecimiento muy bajo del 0.03

los 7 años restantes de esta década han tenido un crecimiento de tendencia ascendente estable y en promedio la variación de los rendimientos es 0.35%.

ANALISIS DE CANCELACION: Cuadro No. 10 – 11 – 12 – 13 Grafico No.15

Al analizar el grafico de cancelación de TES nos centraremos en los de denominación en pesos, ya que son estos los que han tenido una alta concentración de vencimientos especialmente a partir del año 2001 con un valor de \$11.891 en mm y en el 2002 con un valor de \$5862 en mm en el año 2003 con \$8718 en mm, en el año 2004 con un valor de \$11413 en mm y finalmente en el 2005 con vencimientos por valor de \$15161 en mm de pesos y esto contrasta con que han sido en estos mismos años los años con mayor expedición de TES lo cual deja claro que ha medida que llegan a su vencimiento el Gobierno Nacional a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Publico emite mas TES para recuperar la liquidez que pierde al momento de la cancelación de los TES existentes y a la par ampliando las fechas de vencimientos.

ANALISIS DE PARTICIPACION EN PORTAFOLIO RENTA FIJA

Observando la tendencia de participación de los TES dentro del portafolio de Renta Fija se ha observado una creciente tendencia entre los últimos 5 años analizados ya que en el año 2000 se tenia una participación del 20% y en el año 2006 se tiene una participación del 34% demostrando un amplio crecimiento del instrumento dentro del portafolio de renta fija.

También un aspecto que nos puede reflejar la dinámica de los TES es analizando el impacto de el programa de creadores de mercado y se puede afirmar que ha sido ampliamente positivo ya que es la aparición en escena de inversionistas institucionales que han permitido que .los tenedores de los TES no solo sean el sector publico y son estas entidades las encargadas de darle dinamismo al mercado, puesto que estan obligados a comprar un cierto porcentaje de TES anualmente

Finalmente analizaremos las ventajas que ha tenido el gobierno con el instrumento de deuda publica TES al inicio cuando se creo, la filosofía era de servir como fuente de financiamiento interno al Gobierno y definitivamente se ha cumplido este objetivo y se ha ampliado inclusive su espectro; ya que en la actualidad debido a las condiciones que imperan en Colombia en los últimos tres años como reevaluación, entrada de capitales a nuestra economía debido a la alta liquidez a nivel mundial, y el cambio en la percepción de los inversionistas en cuanto a tener mas tolerancia al riesgo permitieron que el mercado de deuda publica se desarrollara y al momento presentara una alta concentración en TES a corto plazo y a hoy el Gobierno no solo ha preferido endeudarse internamente sino que ha cambiado deuda interna por externa, reduciendo su vulnerabilidad externamente inicialmente tuviera un alto incremento en los TES a corto plazo y a tasa fija, mas tarde se tuviera la tasa variable indexada a la UVR o a la TRM, al igual que el gobierno prefiriera endeudarse internamente que contraer deuda externa, es decir cambio deuda externa por deuda interna.

7. RECOMENDACIONES

En el desarrollo de este trabajo podemos concluir que una de las grandes razones por las cuales los TES se han convertido en un instrumento que aporta dinamismo al mercado financiero es por que nuestro mercado de capitales es muy incipiente y no hay muchas alternativas al momento de invertir esto ha favorecido de manera acentuada el mercado de deuda publica local.

También se concluye que la composición de un portafolio eficiente en este caso el de renta fija depende fuertemente de los supuestos tenidos en cuenta, del plazo, la tasa de retorno, de la liquidez y la decisión que se tome en un momento dado de inversión, y esta se encuentra influenciada por el estado coyuntural de los mercados financieros tanto internos como externos; donde cualquier cambio en las tasa de interés en Estados Unidos que es nuestra economía patrón puede afectar notablemente nuestro mercado financiero.

Es aconsejable antes de entrar en un portafolio de inversiones renta fija como es el análisis que estamos desarrollando en TES, realizar el análisis de los fundamentales internos como son las variables de proyección de inflación, crecimiento proyectado, estabilidad de las tasas de interés a corto plazo.

Un punto sumamente importante en este tema es que si la demanda es superior a la oferta de TES. Por ende el precio de los TES sube y si la situación es contraria el precio de los TES bajan.

Estas condiciones en los últimos tres años en Colombia han sido sumamente favorables y concretamente para el 2005 las condiciones internas fueron las siguientes: la inflación ha sido controlada y fue de 4.85%, tenemos dinamismo en el crecimiento económico y fue de 4.5%, la reevaluación del peso frente al dólar fue de 4.4%, lo anterior llevo a que los flujos de capitales aumentaran el apetito al riesgo hacia las economías emergentes, lo que causo que la amplia liquidez que hay a nivel mundial fruto de los altos precios de los commodities se desplazaran concretamente a Colombia y se destinaran a la demanda de renta fija.

También se tiene que tener muy claro que los cambios en las tasas de los bonos del tesoro de Estados Unidos es uno de los fundamentales externos ha analizar, ya que es el referente a nivel internacional y se tiene una correlación positiva con las tasas nuestras y pueden imprimirle mucha volatilidad al mercado financiero.

Las tasas de interés en Estados Unidos han ido aumentando desde el 2004 de manera paulatina y por ende los capitales que entraron a las economías emergentes en busca de mejores tasas de interés lo más probable que regresaran a Estados Unidos y esta situación crean una alta volatilidad en el sistema financiero a nivel mundial.

Las proyecciones son que el mercado colombiano posterior a las valorizaciones obtenidas en el año 2005, en el mediano plazo siga teniendo una dinámica positiva como son la inflación controlada por debajo de un 5%, un sostenimiento en el crecimiento económico por encima del 4%, estabilidad en las tasas de corto plazo y el cumplimiento de las metas fiscales; son el entorno alto para seguir invirtiendo en TES sea una decisión acertada.

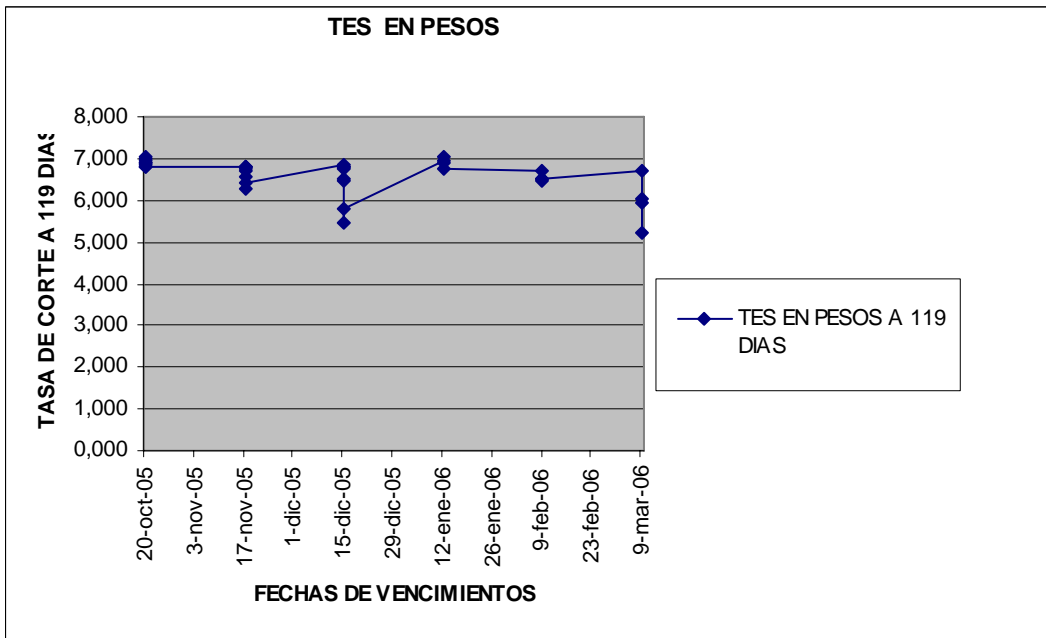
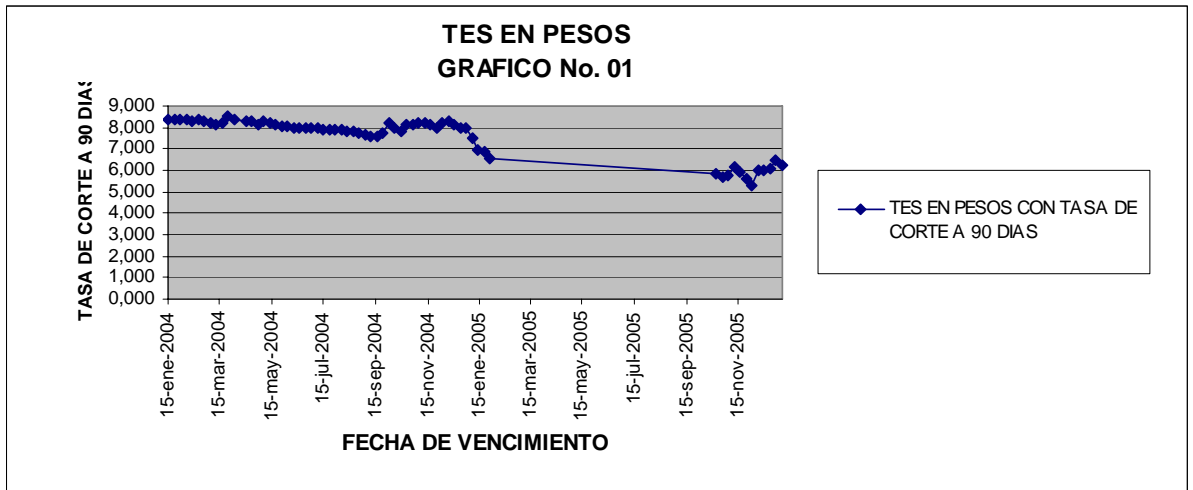
8. CONCLUSIONES

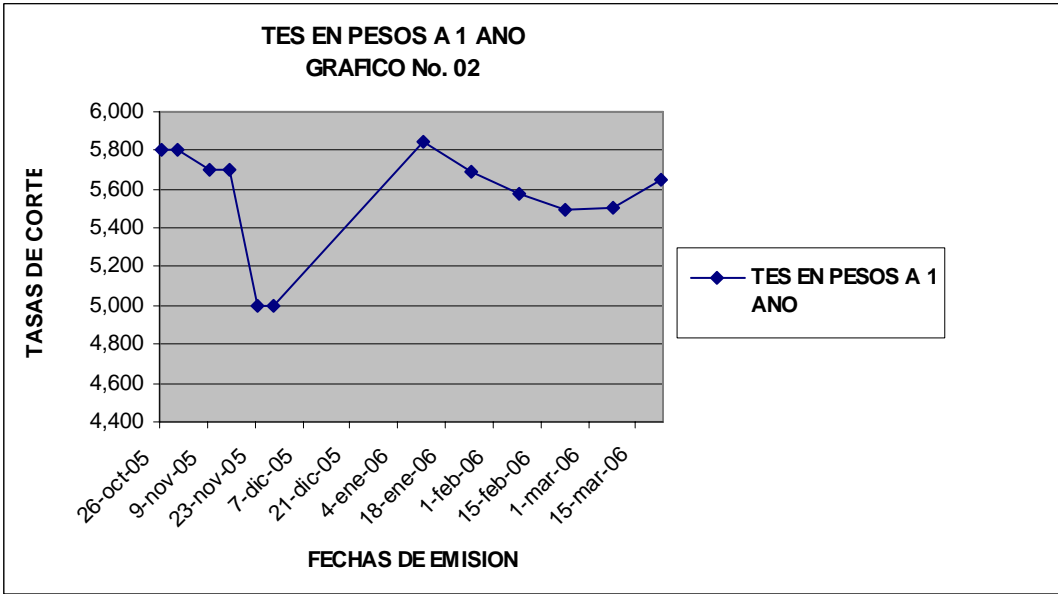
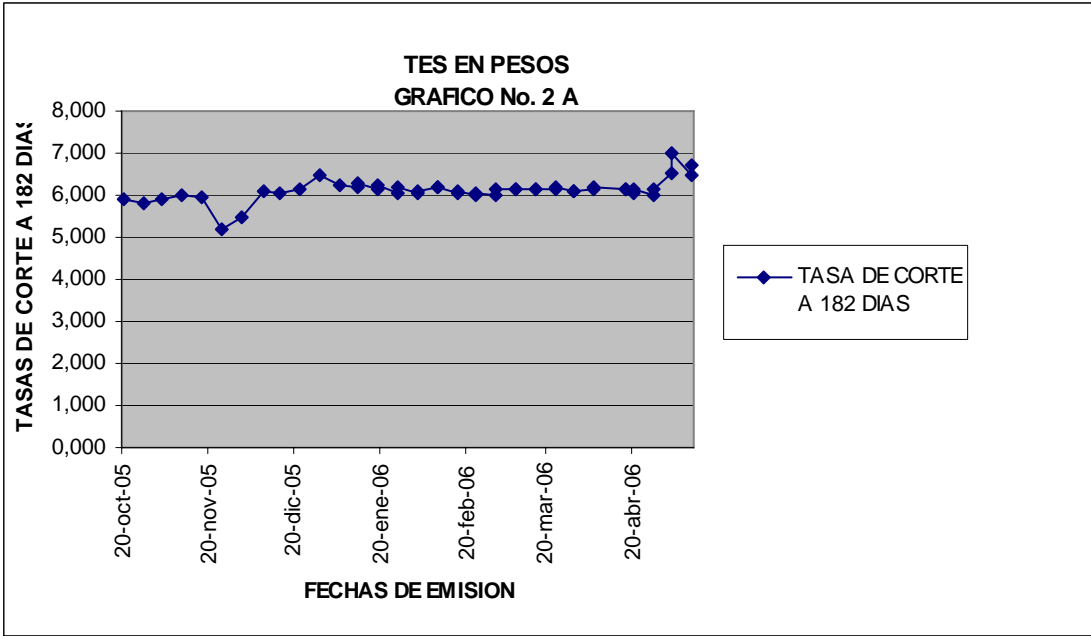
Una de las conclusiones importantes es que el Gobierno Nacional debe hacer unas reformas estructurales importantes que garanticen la sostenibilidad fiscal del país a largo plazo ya que los compromisos de pago de las cancelaciones de TES son significativos y no se puede seguir incrementando el gasto indiscriminadamente respecto a los ingresos percibidos pues se debe garantizar la sostenibilidad del sistema.

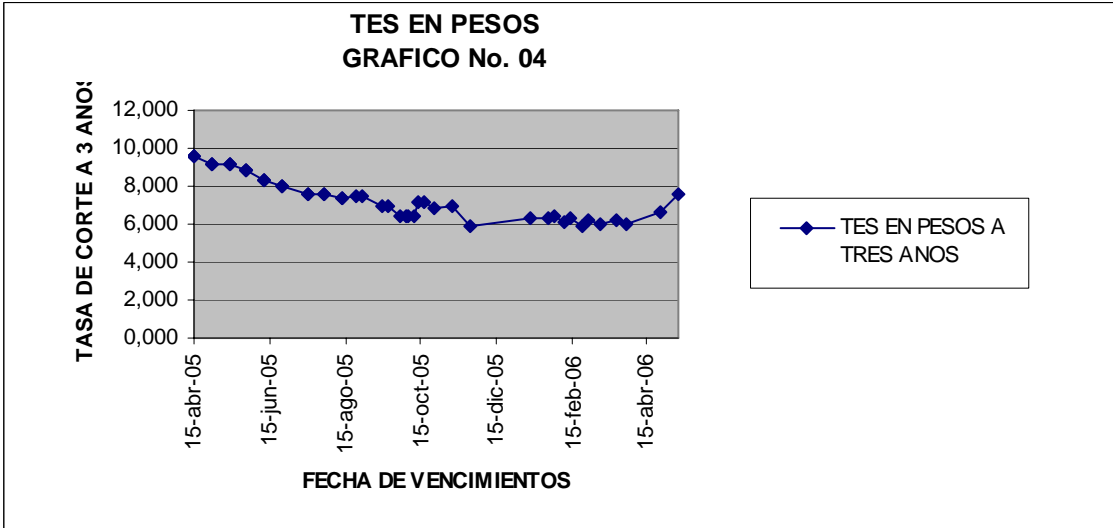
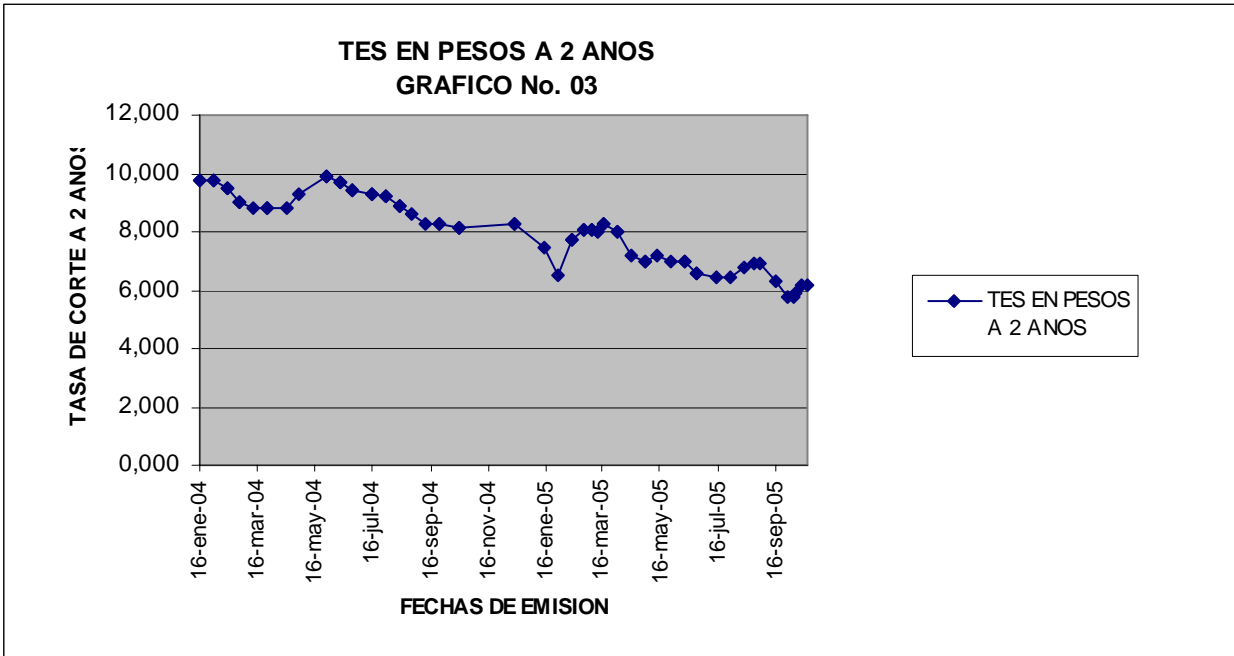
Finalmente concluimos que los TES son una muy buena alternativa de inversión en Colombia y mas teniendo en cuenta que nuestro mercado de capitales es incipiente y reducido y no ofrece mucha variedad de opciones, pero es bueno tener en cuenta que no existe riesgo del emisor pero si existe un riesgo de mercado que es el impacto de los cambios macroeconómicos que pueden afectar las tasas de interés y estas a su vez aumentar los precios de los TES y no tener los retornos de rentabilidad esperados y estas condiciones macroeconomicas no son exclusivas de los TES si no de todos los instrumentos de inversión es por esto que es aconsejable conformar un portafolio de inversiones no solo en TES si no diversificado invirtiendo en renta variable, otras monedas como dólares euros , y otros mercados como los emergentes para que cuando haya bajas en unos, compense con las subidas en otros activos.

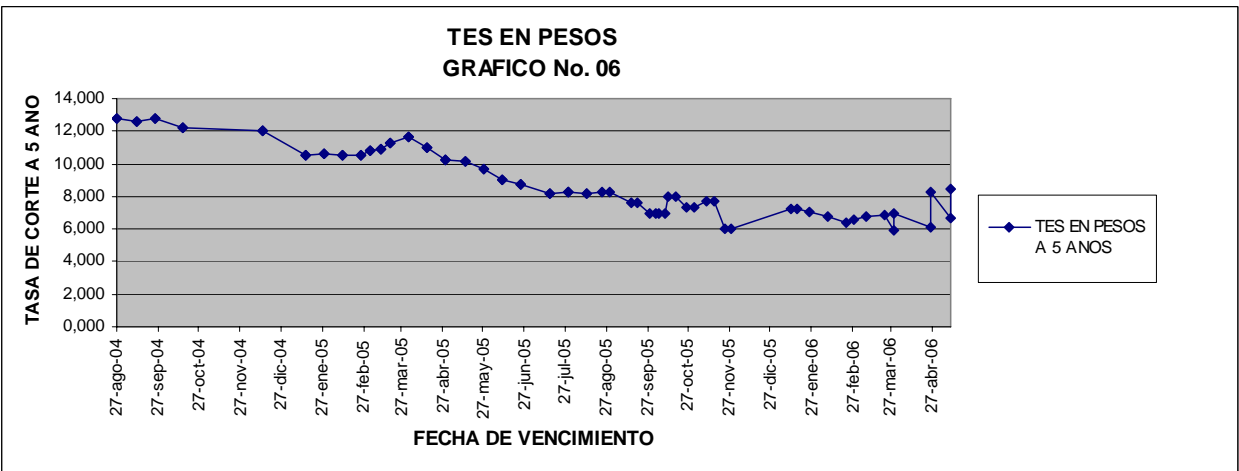
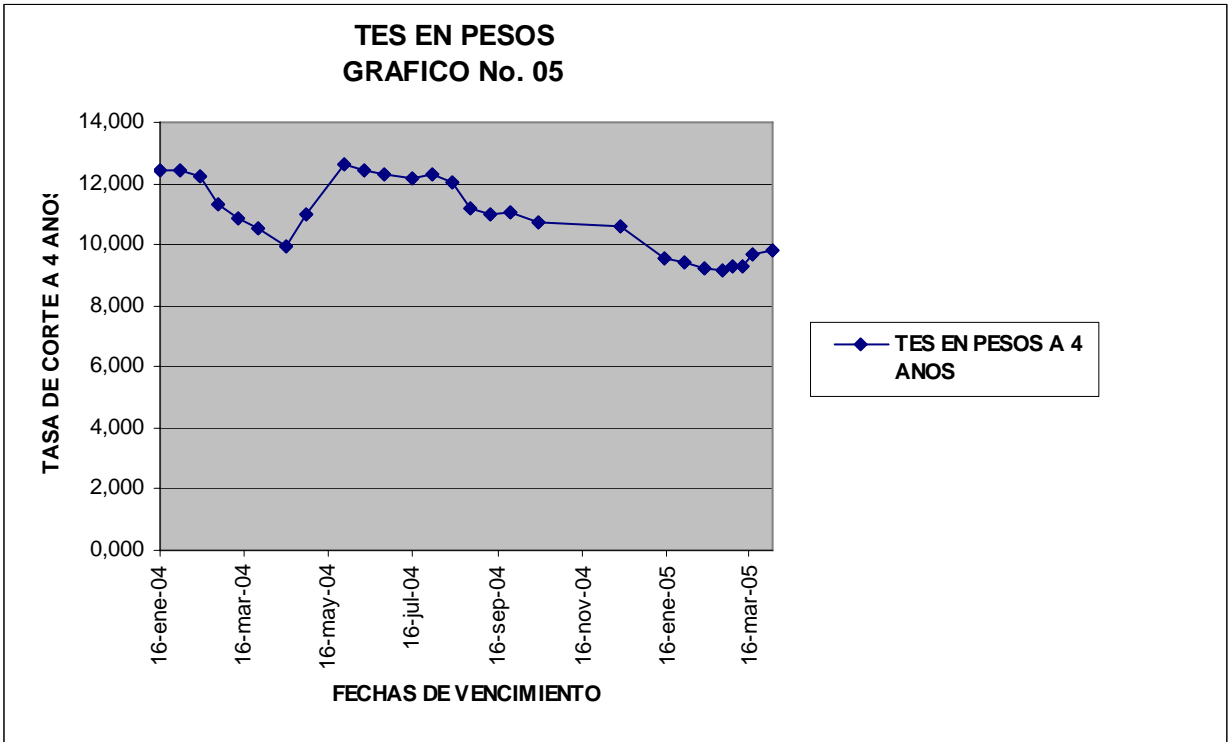
•

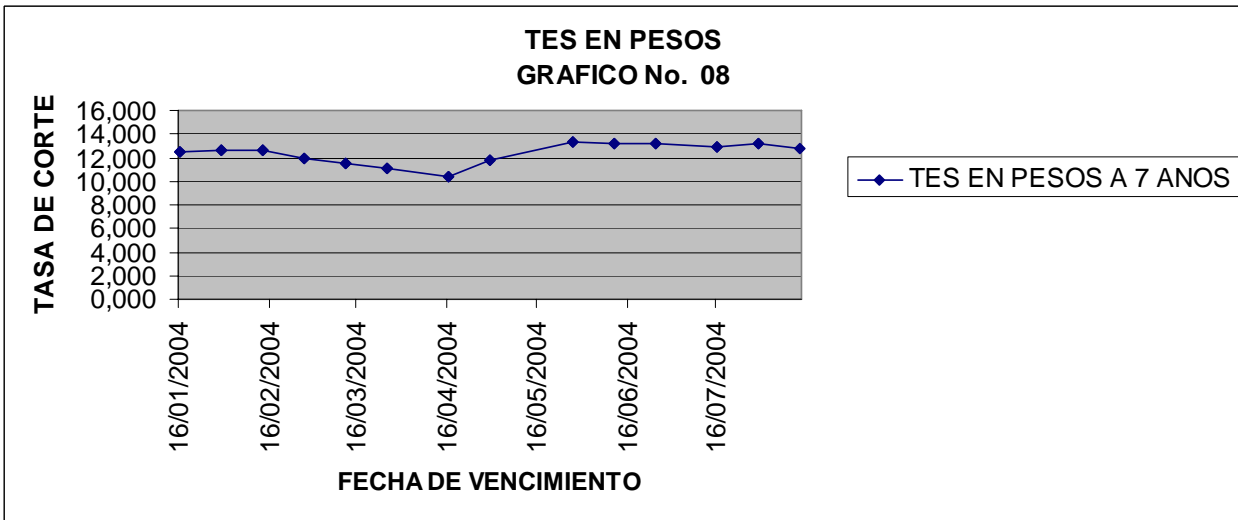
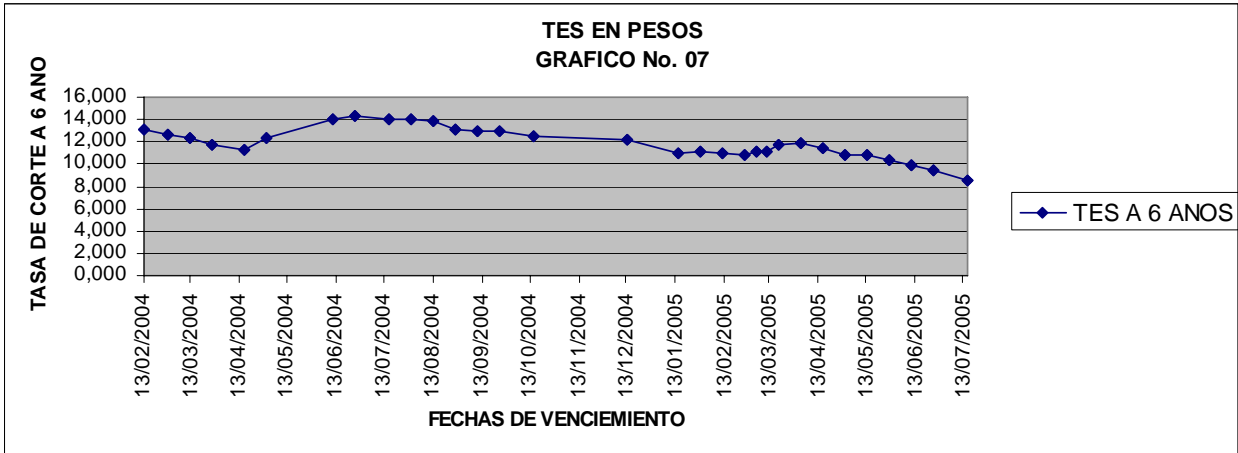
ANEXOS

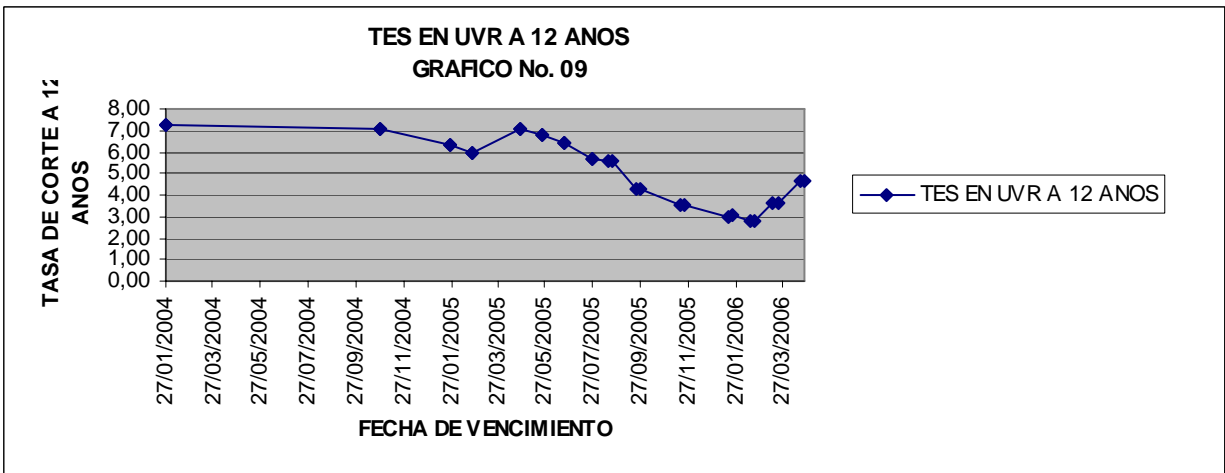
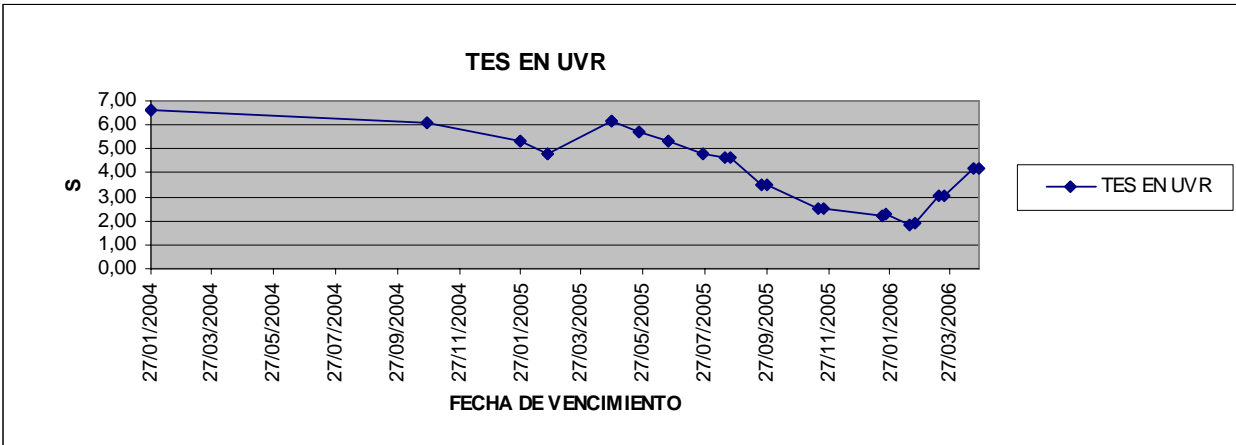




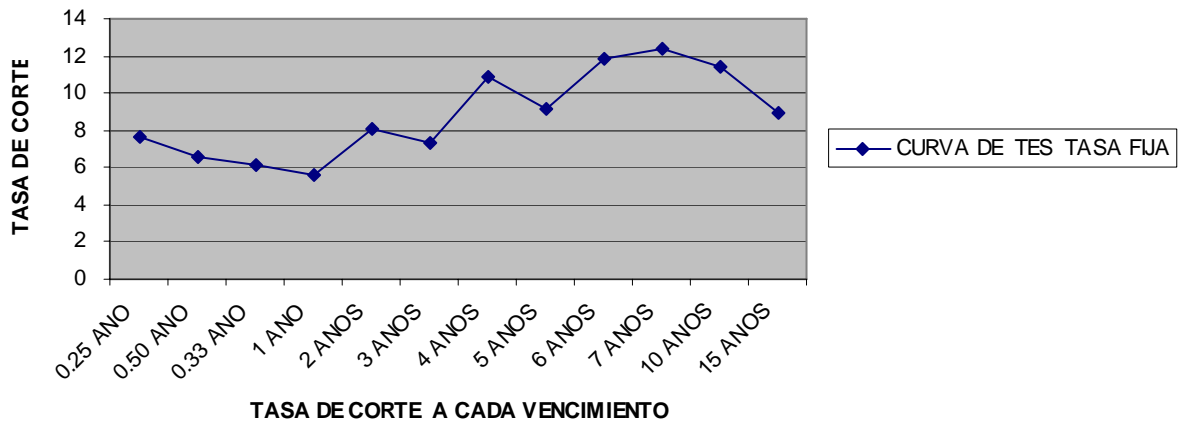




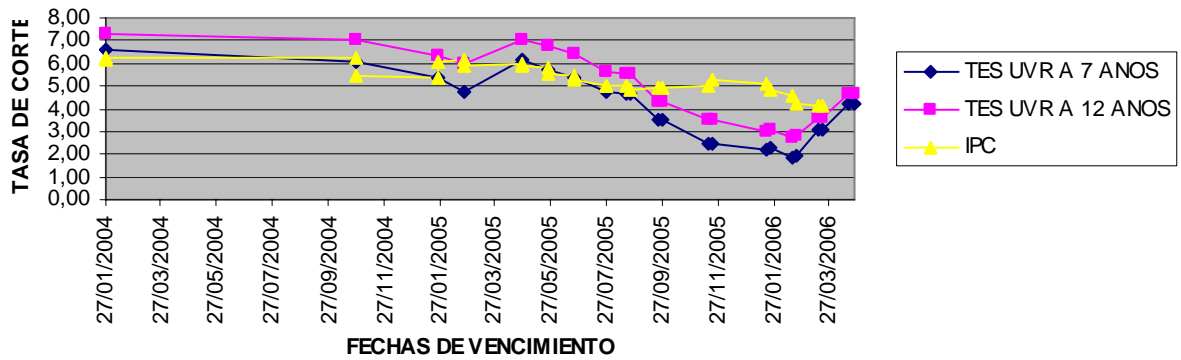




**CURVA DE TES TASA FIJA
GRAFICO No. 10**



**TASAS UVR VS IPC
GRAFICO No. 11**



SALDOS DE CAPITAL DE LOS TES CLASE B POR PLAZO Y TENEDOR

VALOR NOMINAL EN MM\$ a 2005*

Cuadro No. 03

		1 año	2 años	3 años	4 años	5 años	6 años	7 años	8 años	10 años	12 años	15 años	91 y 119 días	TOTAL
A	Sector Financiero	293	2360	1409	3695	8228	3113	6971	280	12178	1815	978	1895	43215
	Crediticio	293	2004	1060	2648	5743	1674	4924	138	5506	765	583	1722	27060
	Bancos Comerciales 1/	126	1282	747	2151	3577	1410	3684	118	4220	716	399	1715	20145
	Corporaciones Financiera	30	286	2	94	555	74	87	0	190	25	5	3	1351
	Cias de Financiamiento Comercial	0	7	0	31	23	0	16	0	4	0	2	0	83
	Corporaciones de Ahorro y Vivienda	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Compañías de Leasing	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Cooperativas grado sup. Car. Fina.	0	0	0	7	2	0	0	0	0	0	0	0	9
	Fondo de Garantías	137	125	50	234	1065	22	598	20	190	0	0	0	2441
	Banco de la Republica	0	304	261	131	521	168	539	0	902	24	177	4	3031
	Auxiliares	0	356	349	1047	2485	1439	2047	142	6672	1050	395	173	16155
	Almacenes Generales de Deposito	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Cias de Seguro	0	0	0	0	0	2	0	2	3	0	0	0	7
	Sociedades Fiduciarias 3/ Sociedades Administradoras Fdos Cesantías y Pensiones	0	67	1	133	723	175	646	73	1240	28	34	163	3283
	Soc. Adm. Fondos de Cesantías	0	289	348	914	1762	1262	1401	67	5429	1022	361	10	12865
	Soc. Adm. Fondos de Pensiones	0	120	37	266	725	406	600	15	1410	167	48	0	3794
	Soc. Adm. Fondos de Pensiones y Cesantías	0	168	281	501	927	839	774	7	3304	714	129	10	7654
	Soc. Adm. Fondos de Pensiones y Cesantías	0	1	30	148	110	17	27	45	715	141	184	0	1418
B	Sector Privado	285	2365	127	1381	4609	1248	3401	332	5423	901	548	178	20798
	Cias de seguros y capitalización	0	25	5	233	319	178	472	74	469	235	55	4	2069
	Fondos mutuos de inversión	21	152	0	103	106	2	15	8	207	4	31	0	649
	Comisionista de Bolsa	13	11	1	15	113	11	59	4	118	33	5	0	383
	Depósitos de Valores (Parte Privada) 4/	0	168	20	188	872	55	486	54	494	171	8	79	2595
	Personas Jurídicas 3/	244	1998	99	800	3020	959	2235	186	3844	432	443	94	14354
	Personas Naturales	7	8	2	31	132	33	87	6	212	13	3	0	534
	Entidades sin animo de lucro	0	3	0	11	47	10	47	0	79	13	3	1	214
C	Sector Publico	127	928	685	784	3707	959	2022	136	2771	203	1547	27	13896
	Entidades publicas	110	898	608	649	2670	678	1194	122	1402	33	77	27	8468
	Federación Nacional de Cafeteros	0	2	0	0	2	0	0	0	2	0	0	0	6
	ISS	0	0	45	76	286	147	717	14	515	64	1355	0	3219
	Tesorería General de la Republica	17	28	32	59	749	134	111	0	852	106	115	0	2203
TOTAL (A+ B + C)		705	5653	2221	5860	16544	5320	12394	748	20372	2919	3073	2100	77909

* Los tenedores de TES Clase B de este cuadro no coinciden uno a uno con los otros cuadros del boletín dada la imposibilidad de reclasificar algunas operaciones por tenedor y plazo simultáneamente.

1/ Incluye Bancoldex

4/. No es posible desagregar lo publico y lo privado

2/. Incluye Pasivo Actuarial del BR y Frech.

5/. Incluye además, Fonpet Temporal

3/. Incluye Patrimonio Autónomo de Ecopetrol, entre otros.

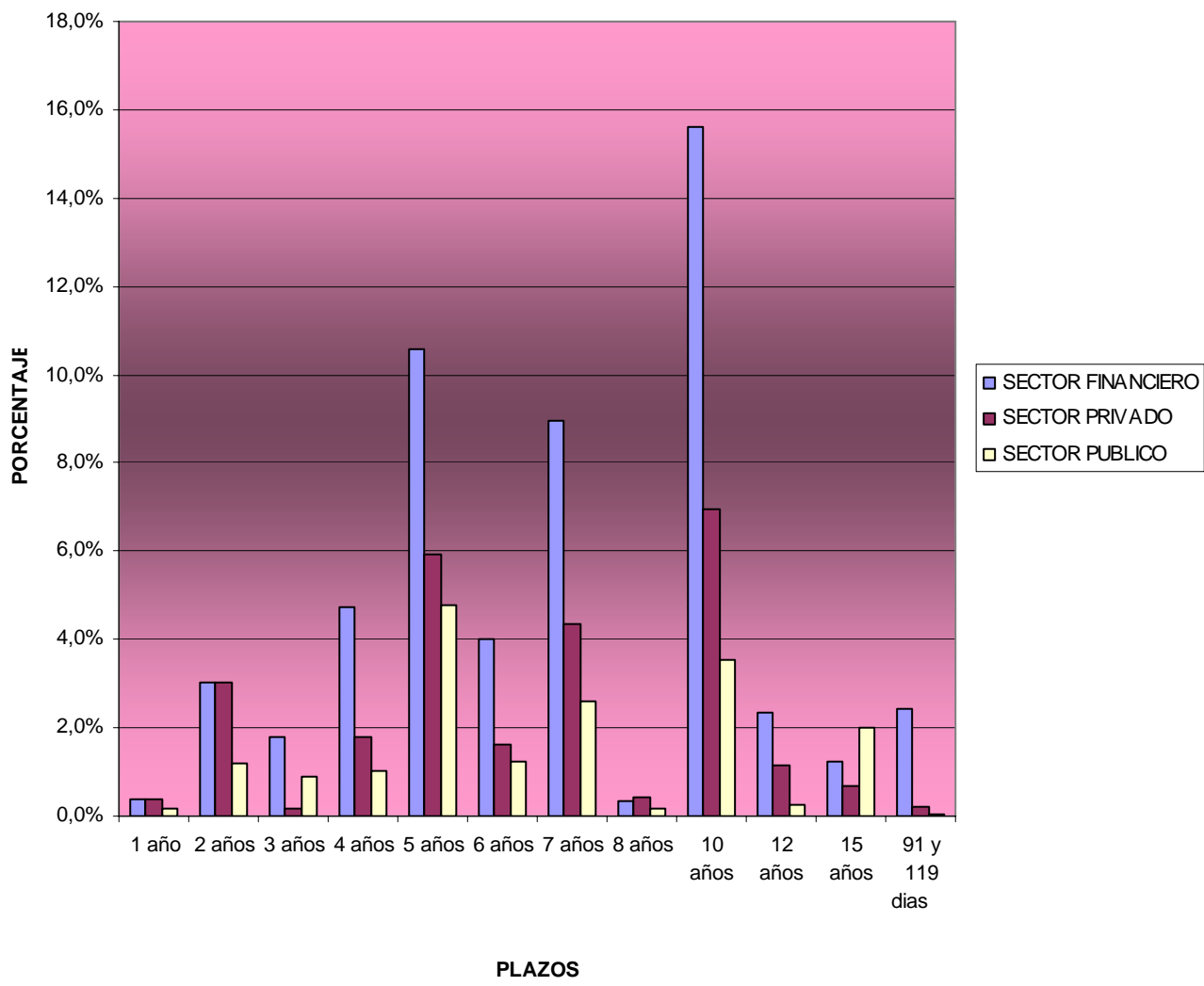
Fuente: DCV-\$GEE Banco de la Republica

PORCENTAJE DE PARTICIPACION DE CADA SECTOR POR PLAZO Y TENEDOR													
Cuadro No. 04													
	1 año	2 años	3 años	4 años	5 años	6 años	7 años	8 años	10 años	12 años	15 años	91 y 119 días	TOTAL
SECTOR FINANCIERO	0,4%	3,0%	1,8%	4,7%	10,6%	4,0%	8,9%	0,4%	15,6%	2,3%	1,3%	2,4%	55,5%
SECTOR PRIVADO	0,4%	3,0%	0,2%	1,8%	5,9%	1,6%	4,4%	0,4%	7,0%	1,2%	0,7%	0,2%	26,7%
SECTOR PUBLICO	0,2%	1,2%	0,9%	1,0%	4,8%	1,2%	2,6%	0,2%	3,6%	0,3%	2,0%	0,0%	17,8%
TOTAL TES	77.909,00												100%

PORCENTAJE POR SECTORES
Cuadro No. 05

SECTOR FINANCIERO	55%
SECTOR PRIVADO	27%
SECTOR PUBLICO	18%
TOTAL	100%

% PARTICIPACION DE CADA SECTOR POR PLAZO Y TENEDOR
GRAFICO No. 12



TÍTULOS DE TESORERÍA TES CLASE " B "
SALDO DE CAPITAL EN CIRCULACIÓN POR TIPO DE COLOCACIÓN

Cuadro No. 6

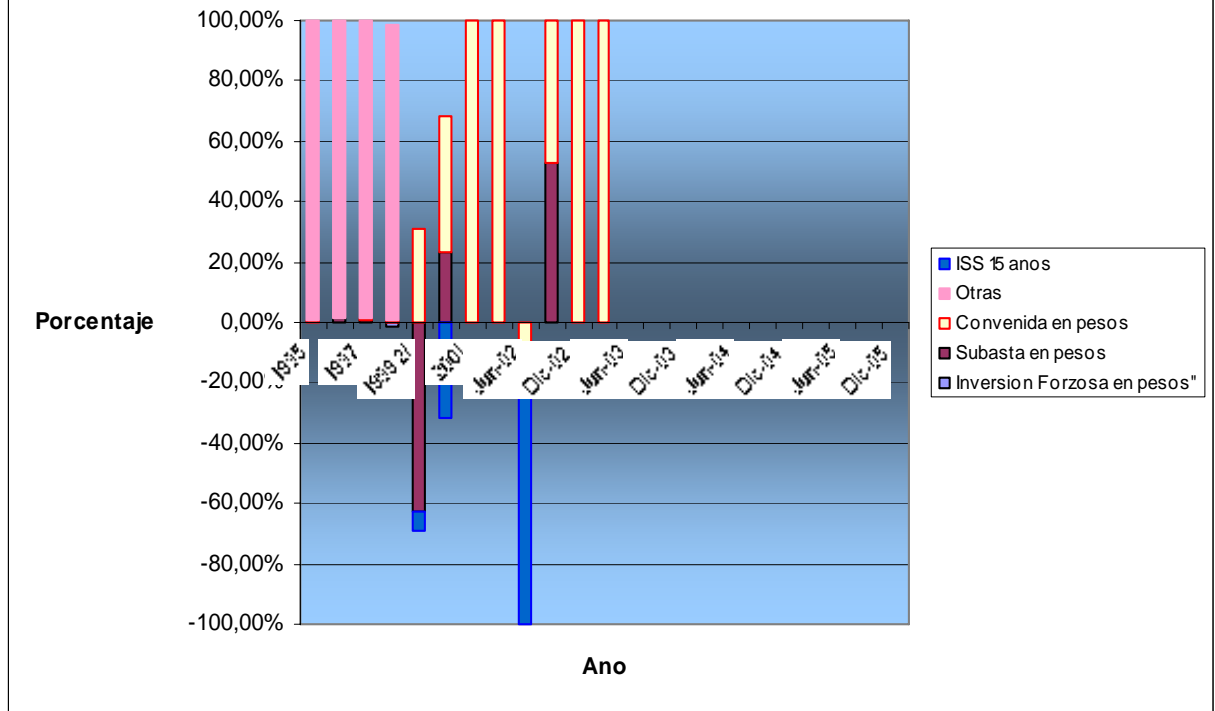
DENOMINADOS EN PESOS (Miles de Millones de Pesos)											DENOMINADOS EN DOLARES (Miles de Millones de Pesos)				DENOMINADOS EN U.V.R.C. (Miles de Millones de Pesos)		TOTAL 1/ (\$ mm)	
AÑO	INVERSION FORZOSA		SUBASTA		CONVENIDAS		OTRAS		ISS 15 AÑOS		SUBASTA		CONVENIDAS		SUBASTA	CONVENIDAS		
1995	935	59%	893	-19%	1556	108%	202	-8%	279	-7,2%	-	-	-	-	-	-	3.866	
1996	1489	14%	724	223%	3239	62%	186	-48%	259	-7,7%	-	-	-	-	-	-	5.899	
1997	1700	45%	2337	21%	5242	51%	96	-6%	239	-8,4%	-	-	-	-	-	-	9.615	
1998	2464	-100%	2820	21,60%	7941	65%	90	-100%	219	-9,1%	208812	1,01	0	-	0	0	20.100	
1999 2/	0	0%	3429	-91%	13110	45%	0	0%	199	-10,1%	419252	-1,00	414576	1,07	8567	-	8858	26.772
2000	0	0%	297	8,08%	18981	16%	0	0%	179	-11,2%	0	-	858053	0,76	0	-	48009	33.367
2001	0	0%	321	0,00%	22005	11%	0	0%	159	0,0%	0	-	1508997	-0,34	0	-	61151	36.115
Mar-02	0	0%	321	0,00%	24340	13%	0	0%	159	0,0%	0	-	997088	-0,25	0	-	73100	40.169
Jun-02	0	0%	321	0,00%	27535	-1%	0	0%	159	-12,6%	0	-	745974	-	0	-	81721	40.293
Sep-02	0	0%	321	5,92%	27256	5%	0	0%	139	0,0%	0	-	745974	0,33	0	-	81878	42.644
Dic-02	0	0%	340	0,00%	28699	4%	0	0%	139	0,0%	0	-	995672	-0,13	0	-	81895	44.920
Mar-03	0	0%	340	0,00%	29808	4%	0	0%	139	0,0%	0	-	868271	-	0	-	90908	46.571
Jun-03	0	0%	340	0,00%	30984	0	0	0%	139	0%	0	-	868271	-	0	-	92614	48.427
Sep-03	n.d	0%	n.d	0,00%	n.d	0	n.d	0%	n.d	0%	n.d	-	n.d	-	n.d	-	n.d	50.114
Dic-03	n.d	0%	n.d	0,00%	n.d	0	n.d	0%	n.d	0%	n.d	-	n.d	-	n.d	-	n.d	54.337
Mar-04	n.d	0%	n.d	0,00%	n.d	0	n.d	0%	n.d	0%	n.d	-	n.d	-	n.d	-	n.d	52.555
Jun-04	n.d	0%	n.d	0,00%	n.d	0	n.d	0%	n.d	0%	n.d	-	n.d	-	n.d	-	n.d	56.808
Sep-04	n.d	0%	n.d	0,00%	n.d	0	n.d	0%	n.d	0%	n.d	-	n.d	-	n.d	-	n.d	58.187
Dic-04	n.d	0%	n.d	0,00%	n.d	0	n.d	0%	n.d	0%	n.d	-	n.d	-	n.d	-	n.d	64.832
Mar-05	n.d	0%	n.d	0,00%	n.d	0	n.d	0%	n.d	0%	n.d	-	n.d	-	n.d	-	n.d	69.698
Jun-05	n.d	0%	n.d	0,00%	n.d	0	n.d	0%	n.d	0%	n.d	-	n.d	-	n.d	-	n.d	72.245
Sep-05	n.d	0%	n.d	0,00%	n.d	0	n.d	0%	n.d	0%	n.d	-	n.d	-	n.d	-	n.d	77.245
Dic-05	n.d	0%	n.d	0,00%	n.d	0	n.d	0%	n.d	0%	n.d	-	n.d	-	n.d	-	n.d	77.907

1/ Los TES denominados en dolares y UVRC están valorados al tipo de cambio y UVRC fin de periodo.

2/ Para el caso de los TES denominados en pesos las colocaciones convenidas y forzosas debido a la unificación de emisiones

Fuente: DCV - SGEE Banco de la Republica

Saldo Capital tipo Colocacion en Pesos
GRAFICO No. 13



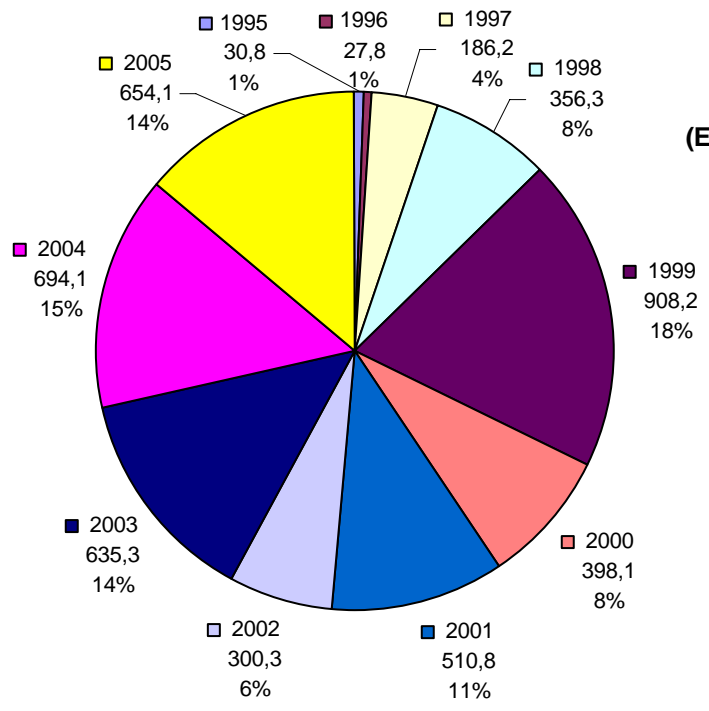
**TITULOS DE TESORERIA CLASE " B " 1/
PAGO DE RENDIMIENTOS**
(Miles de Millones de Pesos)
Cuadro No. 07

AÑO	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	TOTAL
1995	30,8	43,6	19,2	55,8	32,6	12,5	12,7	20,1	233,3	24	33,6	17,8	536,00
1996	27,8	81,7	156,4	116,2	80,6	51,6	106,5	80	252,5	94,7	59,9	52,3	1.160,20
1997	186,2	66,2	185,7	41,8	47,2	39,4	167,2	147	321,1	200,1	117,8	116,2	1.635,90
1998	356,3	496,4	110,6	281	265,9	42,5	171,7	100,8	233,8	252,7	55,2	40,4	2.407,30
1999	908,2	246,4	447	293,3	414,8	476,1	385	224,6	204,1	395,4	60,9	42,5	4.098,30
2000	398,1	408,9	529,8	231,9	553,9	355,4	408	343,1	305,2	392,7	186,8	102,7	4.216,50
2001	510,8	532,5	402,8	354,5	550,5	318	450,9	193,7	245,8	232,1	152,6	76,5	4.020,70
2002	300,3	332,1	523,2	491,3	513,4	997	459,6	318	298	369	63,5	8,3	4.673,70
2003	635,3	529	893,3	809,8	685,6	1018,1	643,4	276,9	278,3	250,9	961,1	9,3	6.991,00
2004	694,1	499,2	927,1	592,6	915,1	853,7	682,6	620,6	464,8	102,7	508,4	8,6	6.869,50
2005	654,1	991,2	1000,6	710,7	598,1	592,7	1219,4	588,6	582,3	71,7	764,8	9,9	7.784,10

1/ Incluye los TES en pesos, TES en dólares y TES en UVRC

Fuente: DCV - SGEE Banco de la República

PAGO RENDIMIENTOS TES
GRAFICO No. 14
(En miles de millones de pesos)



- 1995
- 1996
- 1997
- 1998
- 1999
- 2000
- 2001
- 2002
- 2003
- 2004
- 2005

**TOTAL DE CANCELACIONES DE TES 1/
(Miles de Millones de pesos)
Cuadro No. 08**

AÑO/MES	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	TOTAL
1995	81	43,4	74,7	138,4	56,9	49,8	40,4	36,4	72,3	39,5	25,6	6,7	665
1996	25,3	233,6	282,1	236,6	182,8	56,9	267,5	180,3	133,6	156,1	52,5	21,2	1.829
1997	130,7	64,8	227,2	419,8	299,9	153,4	457,3	333,3	475,2	81,9	59,3	219,5	2.922
1998	526,3	240,5	284	761,8	477,8	11,9	456,1	312,9	68,7	278,3	0	0	3.418
1999	636	0	937,8	641,3	685,2	622,9	538,3	605,7	426,1	328	150,7	76,3	5.648
2000	943,2	0	797,6	222	214,4	869,9	0	685,2	469,8	692,5	871	0	5.766
2001	1706,6	1007	628,8	654,1	0	6232,7	1124,9	558,8	110	197,9	210,5	381,8	12.813
2002	1017,9	39,6	1150,4	1111,2	713	640,9	1188,5	382,3	344,7	420,2	19,3	20,4	7.048
2003	661,9	433,2	1716	41,3	430,6	2857,1	251,8	392,1	756,4	1157,7	1446,3	245,3	10.390
2004	1569,5	198,5	144,9	1450	2629,9	3002,8	254,5	258,6	1791,2	446,8	980,3	485,2	13.212
2005	403,2	846,4	2623,4	325,5	2597,4	1896,6	0	1354,9	2829,8	407,6	2905,6	489	16.679

Fuente: DCV - SGEE Banco de la República

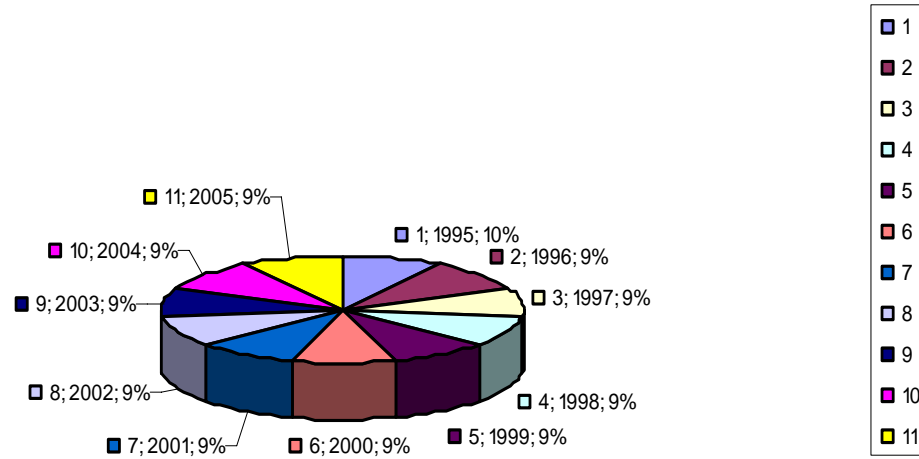
1/ No incluye TES de la ley de vivienda

**TOTAL DE CANCELACIONES DE TES 1/
TES DENOMINADOS EN PESOS
(Miles de Millones de pesos)
Cuadro No. 09**

AÑO/MES	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	TOTAL
1995	81	43,4	74,7	138,4	56,9	49,8	40,4	36,4	72,3	39,5	25,6	6,7	665
1996	25,3	233,6	282,1	236,6	182,8	56,9	267,5	180,3	133,6	156,1	52,5	21,2	1.829
1997	130,7	64,8	227,2	419,8	299,9	153,4	457,3	333,3	475,2	81,9	59,3	219,5	2.922
1998	526,3	240,5	284	761,8	477,8	11,9	456,1	312,9	68,7	278,3	0	0	3.418
1999	636	0	937,8	641,3	685,2	622,9	538,3	605,7	426,1	27,8	150,7	76,3	5.348
2000	943,2	0	797,6	222	214,4	869,9	0	685,2	469,8	692,5	871	0	5.766
2001	832	1007	628,8	654,1	0	6232,7	1124,9	558,8	62,7	197,9	210,5	381,8	11.891
2002	425,1	39,6	1150,4	1111,2	713	47,2	1188,5	382,3	344,7	420,2	19,3	20,4	5.862
2003	661,9	57,1	1716	41,3	430,6	2857,1	48,8	82,4	684,5	1157,7	735,1	245,3	8.718
2004	1569,5	115,5	106,5	1450	1762,6	2846,2	254,5	258,6	1791,2	446,8	326,1	485,2	11.413
2005	403,2	846,4	2623,4	325,4	2597,4	976,9	0	1354,9	2829,8	407,6	2307	489	15.161

Fuente: DCV - SGEE Banco de la República

TOTAL CANCELACIONES TES EN PESOS
GRAFICO No. 15



**TOTAL DE CANCELACIONES DE TES 1/
TES DENOMINADOS EN DOLARES**

(Miles de Millones de pesos)

Cuadro No. 10

AÑO/MES	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	TOTAL
1998	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1999	0	0	0	0	0	0	0	0	0	300,1	0	0	300,1
2000	0	0	0	0	0	0	0	0	442,8	0	0	0	442,8
2001	874,6	0	0	0	0	0	0	0	47,3	0	0	0	921,9
2002	592,8	0	0	0	0	593,7	0	0	0	0	0	0	1186,5
2003	0	376,1	0	0	0	0	203	309,7	0	0	711,1	0	1599,9
2004	0	83	38,5	0	0	156,6	0	0	0	0	654,2	0	932,3
2005	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Fuente: DCV – SGEE Banco de la República

**TOTAL DE CANCELACIONES DE TES 1/
TES DENOMINADOS EN UVRC
(Miles de Millones de pesos)
Cuadro No. 11**

AÑO/MES	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	TOTAL
1999	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2001	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2002	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2003	0	0	0	0	0	0	0	0	71,9	0	0	0	72
2004	0	0	0	0	867,3	0	0	0	0	0	0	0	867
2005	0	0	0	0	0	919,7	0	0	0	0	598,6	0	1.518

1/ Incluye los TES en pesos, TES en dólares y TES en UVRC

Fuente: DCV – SGEE Banco de la República

**PROYECCION DE VENCIMIENTOS DE LOS TES CLASE "B" A 2005 1/
Cuadro No. 12**

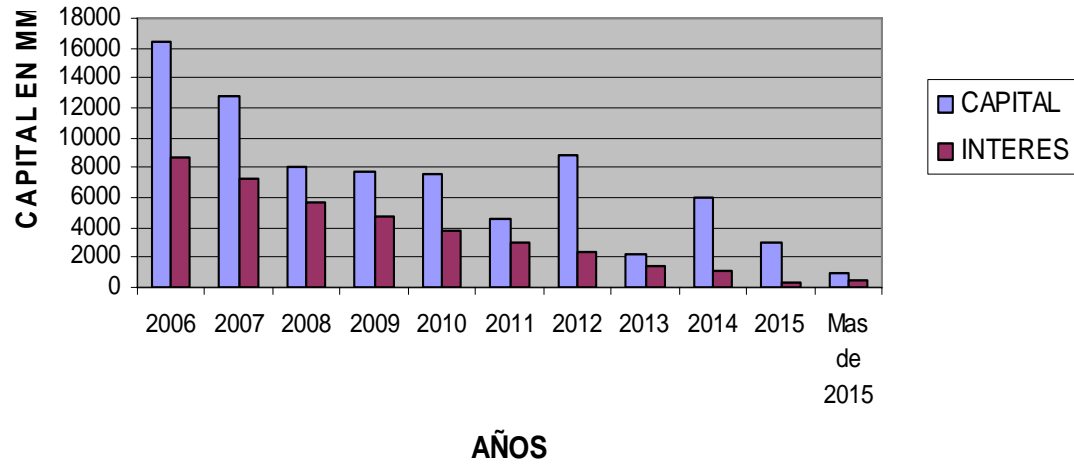
AÑO	CAPITAL		INTERESES	
	MM\$	% Acumulado	MM\$	% Acumulado
2006	16380	21	8753	22,4
2007	12728	37,4	7285	41
2008	7985	47,6	5756	55,7
2009	7721	57,5	4779	67,9
2010	7646	67,3	3808	77,6
2011	4512	73,1	2953	85,1
2012	8856	84,5	2430	91,3
2013	2142	87,2	1423	95
2014	6072	95	1140	97,9
2015	2929	98,8	308	98,7
Mas de 2015	937	100	515	100
TOTAL	77.908,0		39.150,00	

1/ Para los títulos denominados en dólares y en UVRC se aplico la TRM y la UVRC de fin de 2005.

Para los títulos indexados al IPC y a la DTF se tomo el valor vigente al fin de 2005.

Fuente; DCV – SGEE Banco de la Republica

**PROYECCION DE VENCIMIENTOS
GRAFICO No. 16**



**TOTAL EXPEDICIONES DE TES 1/
(Miles de Millones de Pesos)
Cuadro No. 13**

AÑO/MES	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	TOTAL
1995	131,4	55	131,4	278,2	235,2	196,9	320,9	251,1	242,7	348	140	107,1	2.438
1996	320,8	273,4	409,3	468,6	377,7	175,3	451,8	411,1	364,6	288,2	149,7	170,8	3.861
1997	977,7	271,8	447,4	1039,7	701,1	384,2	727,3	601	532	674,9	142,5	139,6	6.639
1998	672,9	1005,9	739,2	904,7	1074,3	344,5	584,7	740	177,5	347,2	472,6	617,7	7.681
1999	1008,1	1048,9	838,9	932,5	820,1	573,2	1037,4	776,6	1432,9	613,5	811,4	378,6	10.272
2000	1888,8	757,5	1344,6	531,5	617,9	666,7	556,7	825,6	1090	2436,2	506,9	572,9	11.795
2001	950,1	1603,7	1525,3	907,7	468,3	6559,1	1379,4	1675,7	677,6	1498,2	1131,5	536,3	18.913
2002	1514,2	2448,4	1444,3	1543,1	3282,3	1324,8	1129	220,6	286,7	647,9	762,1	1201,6	15.805
2003	1222,4	1861,7	1636,2	732,2	1117,6	2888,2	799,5	1038,9	1366,2	840,3	2535,1	1134,4	17.173
2004	2233,5	1646	2011,3	1399,1	1323,7	2256,6	1947,5	1292,2	3275,7	1106	497,2	1689,6	20.678
2005	3450,2	2891,3	3917,5	3638,9	2438,5	3331,8	1380,2	2562,9	2703,8	3149,9	4130,2	2054,7	35.650

Fuente: DCV - SGEE Banco de la República

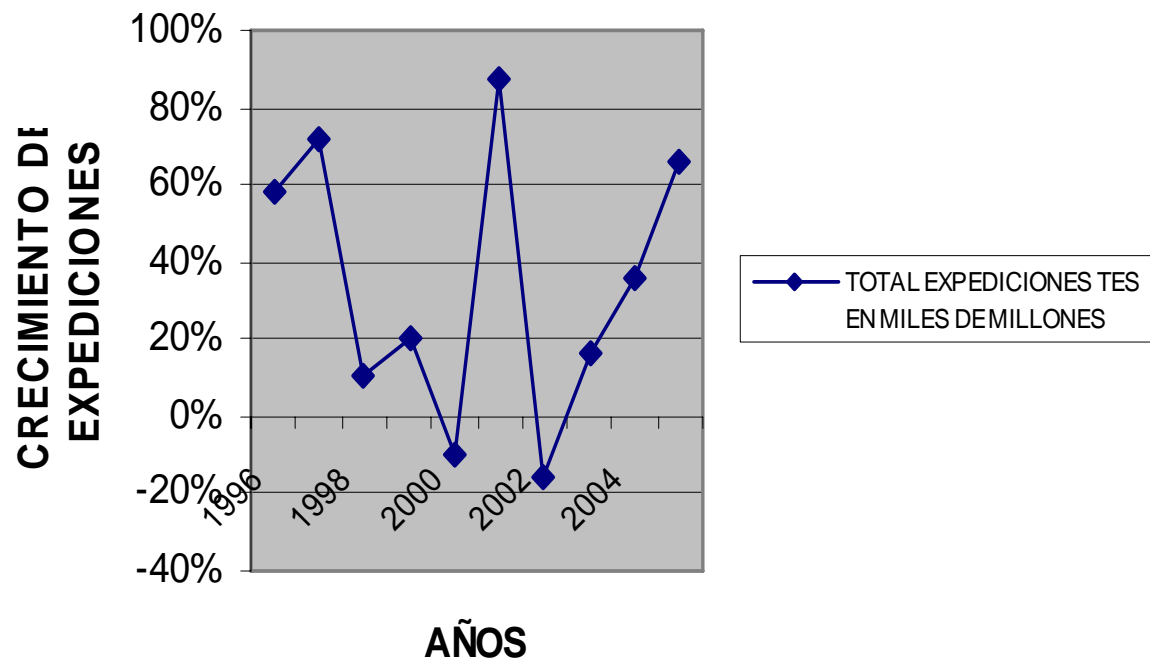
1/ No incluye TES de la ley de vivienda

TOTAL EXPEDICIONES DE TES
TES DENOMINADOS EN PESOS
(Miles de Millones de Pesos)
Cuadro No. 14

AÑO/MES	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	TOTAL	%
1995	131,4	55	131,4	278,2	235,2	196,9	320,9	251,1	242,7	348	140	107,1	2.438	58%
1996	320,8	273,4	409,3	468,6	377,7	175,3	451,8	411,1	364,6	288,2	149,7	170,8	3.861	72%
1997	977,7	271,8	447,4	1039,7	701,1	384,2	727,3	601	532	674,9	142,5	139,6	6.639	11%
1998	672,9	1005,9	739,2	904,7	1074,3	344,5	584,7	740	177,5	204,4	379,3	527,5	7.355	20%
1999	915,7	953,6	838,9	932,5	820,1	573,2	748	776,6	505,2	557,4	811,4	378,6	8.811	-9%
2000	1243,5	593,8	998,1	443,7	378,4	421,1	353,8	686,8	791,8	1180	506,9	383,4	7.981	87%
2001	541,9	1003,2	1352,4	874,4	292,3	6559,1	667,8	1357,1	333,9	734,9	688,7	513,3	14.919	-16%
2002	1312,7	1203,6	1433,8	1543,1	2577	946,2	1109	220,6	286,7	645,7	206,3	1069,7	12.554	16%
2003	1139,8	767,8	1636,2	732,2	1099,2	2674,2	793,9	1033,4	1121,3	840,3	1744	1033,7	14.616	36%
2004	1661,7	1635,8	1991,7	1399,1	1321,4	2256,6	1947,5	1292,2	3275,7	855,9	497,2	1689,6	19.824	66%
2005	2817,4	2579,7	3876,1	3499,9	2343,7	3150,4	1246,4	2449,4	2588,9	3136,6	3229,4	1948,4	32.866	34%

Fuente: DCV – SGEE Banco de la República

TOTAL EXPEDICIONES TES EN MILES DE MILLONES
GRAFICO No. 17



**TOTAL EXPEDICIONES DE TES
TES DENOMINADOS EN DOLARES**

(Miles de Millones de Pesos)

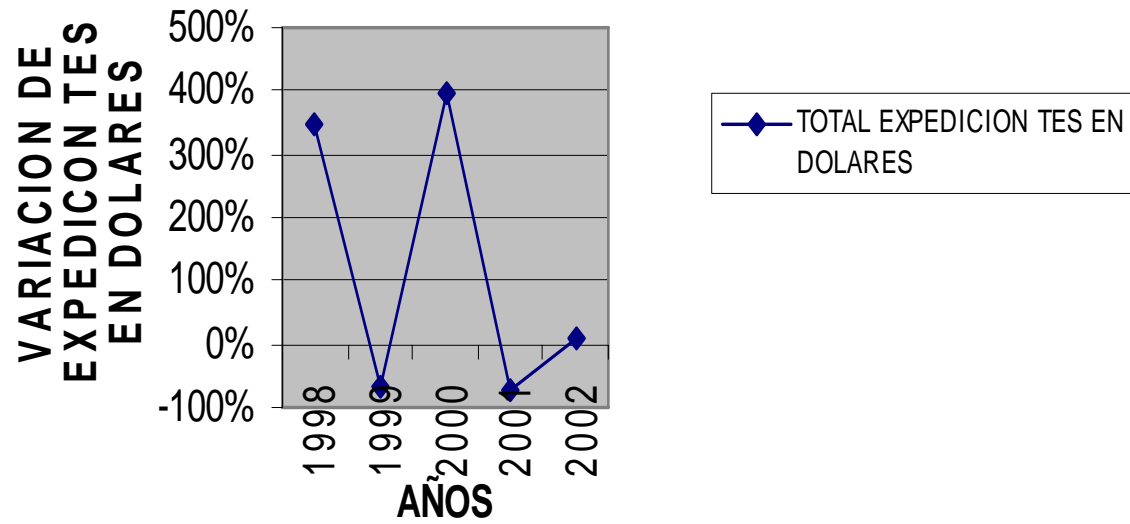
Cuadro No. 15

AÑO/MES	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	TOTAL	%
1998	0	0	0	0	0	0	0	0	0	142,9	93,2	90,2	326	348%
1999	92,4	95,3	0	0	0	0	289,4	0	927,6	56,1	0	0	1.461	-66%
2000	0	0	0	0	0	0	78,3	138,8	83,9	0	0	189,5	491	398%
2001	372,5	104,7	138,7	33,3	176	0	568,8	318,6	191,7	320,7	202,4	17,2	2.445	-72%
2002	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	555,8	131,9	688	7%
2003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	736,7	0	737	123%
2004	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-	
2005	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-	

Fuente: DCV – SGEE Banco de la República

TOTAL EXPEDICION TES EN DOLARES

GRAFICO No. 18



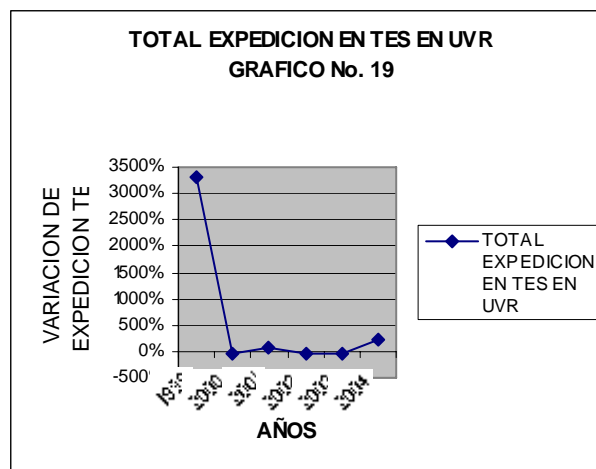
TOTAL EXPEDICIONES DE TES TES DENOMINADOS EN UVR

(Miles de Millones de Pesos)

Cuadro No. 16

AÑO/MES	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	TOTAL	%
1999	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-	3324%
2000	645,3	163,7	346,5	87,8	239,5	245,7	124,6	0	214,3	1256,3	0	0	3.324	-53%
2001	35,6	495,8	34,1	0	0	0	142,8	0	152	442,6	240,5	5,8	1.549	65%
2002	201,4	1244,7	10,5	0	705,3	378,6	20	0	0	2,1	0	0	2.563	-29%
2003	82,6	1093,9	0	0	18,4	214	5,6	5,5	244,9	0	54,4	100,6	1.820	-53%
2004	571,8	10,2	19,6	0	2,2	0	0	0	0	250,1	0	0	854	226%
2005	632,8	311,6	41,4	139	94,7	181,3	133,8	113,4	114,9	13,3	900,8	106,3	2.783	31%

Fuente: DCV – SGEE Banco de la República



9. BIBLIOGRAFIA

- SERRANO, Javier. Mercados Financieros. Editorial Planeta Ed. Primera 2005.
- GORDON J. Alexander y Otros. Fundamentos de Inversiones, Teoría y Práctica. Pearson Educación. Ed. 2005

Paginas web consultadas:

- www.banrep.gov.co
- www.dnp.gov.co
- www.dane.gov.co
- www.confis.com.co
- www.bvc.com.co
- www.confirsura.com.co
- www.alianzavalores.com.co
- www.serfinco.co.co
- www.minhacienda.gov.co
- www.contraloriageneraldelarepublica.gov.co
- www.superfinanciera.gov.co