



Canjes de deuda:

APOYO A LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

Desde hace varios años, el gobierno viene realizando esfuerzos en diferentes frentes para garantizar la sostenibilidad la deuda pública. Para ello se han aprobado importantes reformas estructurales que han colaborado con el ajuste fiscal y garantizan la estabilidad de las finanzas públicas en el corto y mediano plazo. Sin embargo, la magnitud del problema fiscal y las dificultades para avanzar en el mismo, han obligado a utilizar herramientas financieras que permiten un mejor manejo de las obligaciones del gobierno. En este sentido, la Dirección de Crédito Público ha realizado varios canjes de deuda pública, los cuales han mejorado el perfil de las amortizaciones de deuda interna y externa, y aumentado la vida media de las mismas.

El impacto de las anteriores políticas no ha sido sólo sobre la estructura de la deuda nacional. También ha fortalecido la confianza del mercado interno y del externo en el manejo que el gobierno le está dando a la deuda, y en general, a la economía. Lo anterior ha permitido mantener el acceso al mercado doméstico y al internacional, garantizando los recursos necesarios para el adecuado funcionamiento del Estado.

Recientemente, se realizaron dos operaciones de canje de deuda para continuar con el proceso de mejoramiento del perfil de la deuda pública colombiana. En efecto, en junio se llevó a cabo un intercambio de bonos internos por unos de mayor plazo. En la actualidad se encuentra realizando otro intercambio de deuda externa, que se vence el martes 8 de julio. A través de estas se espera cambiar bonos que se vencían en los próximos dos años por unos con vencimientos en la segunda mitad de la década.

La presente edición de la Semana Económica hace un recuento de las principales opera-

ciones de canje de deuda que ha realizado el gobierno nacional en los últimos años y el impacto que éstas han tenido sobre la deuda pública. Así mismo, se busca argumentar el beneficio que le representa a la nación efectuar este tipo de operaciones, teniendo en cuenta los logros alcanzados con ellas.

Beneficios de un canje de deuda

Los beneficios de realizar un canje de deuda son diversos y no favorecen exclusivamente al gobierno. Se destaca el impacto que tienen sobre las finanzas públicas, en especial sobre el flujo de caja del gobierno. No obstante, es importante tener en cuenta que este tipo de operaciones también ayuda a reducir el riesgo que tienen implícito algunos de estos papeles, fortalece el desarrollo del mercado de capitales en Colombia y le ofrece a los inversionistas nuevas posibilidades para estructurar portafolios. En general, dichos beneficios son el resultado de un manejo y una estructura adecuada de la deuda nacional, que ha sido producto, entre otros, de los diversos canjes de deuda realizados.

Beneficios para el gobierno

El impacto sobre las finanzas públicas es claro. Al realizar un intercambio de deuda, el gobierno logra reducir sus amortizaciones del año en curso y de los próximos años al trasladar estas obligaciones hacia el futuro. Al hacer esto el objetivo del gobierno no es mover sus obligaciones para que otro las honre, todo lo contrario, las traslada hacia años en los cuales hay un menor servicio de deuda. De esta forma, en el corto plazo se liberan recursos para financiar otros proyectos que tengan un impacto positivo sobre la economía, por ejemplo gastos en educación y salud.

Adicional a lo anterior, este tipo de operaciones permite mejorar el perfil de vencimientos o amortizaciones de la deuda del país. Al hacer esto se homogeniza la cantidad de recursos que año a

año tiene que destinar el Estado al servicio de su deuda. De esta manera, puede asignar más eficientemente y con mayor certidumbre los recursos disponibles.

Otro impacto sobre las finanzas del gobierno tiene que ver con el abaratamiento del servicio de la deuda. Al realizar un canje de deuda, el gobierno puede conseguir recursos a un menor costo que cuando emitió inicialmente esos papeles. La razón para que esto sea posible es que hoy en día las perspectivas sobre la economía colombiana son mucho mejores que hace unos años, lo cual le permite al gobierno obtener mejores condiciones para su financiamiento.

En ciertos casos, incluso, es posible reducir la exposición del gobierno ante ciertos factores, como la tasa de cambio o las tasas de interés, cuyas volatilidades afectan de manera importante las finanzas públicas. Por ejemplo, puede recomprar los títulos que tuvo que emitir en un momento específico, como durante épocas de alta volatilidad cambiaria, y que por su alto costo no es conveniente tener en circulación hoy.

Por último, uno de los objetivos principales para realizar un canje de deuda es aumentar la vida promedio de la deuda nacional. A medida que esto se logre, el gobierno puede distribuir su financiamiento en un período mayor, evitando así tener que concentrar pagos en años específicos.

Beneficios para el mercado

Los cambios que genera un canje de deuda sobre el perfil de ésta también tienen un impacto positivo sobre el mercado de deuda pública, ya que un incremento en la vida promedio de los bonos del gobierno aumenta las posibilidades de inversión a diferentes y mayores plazos. Para un país como Colombia, donde las opciones de inversión con bajo riesgo se reducen a las acciones de unas cuantas empresas, algunos instrumentos del sistema financiero y los a títulos del gobierno, este incremento en la vida media de la deuda pública es de gran relevancia. Por ejemplo, inversionistas a largo plazo, como los fondos de pensiones se benefician directamente con mejoras en este sentido, al poder colocar las pensiones de sus afiliados en un bono seguro a un mayor plazo.

Lo anterior, sumado a un incremento en la liquidez de los plazos de aquellos bonos sujetos al canje, favorece el desarrollo de los mercados de capitales. Esta afirmación se sustenta en que una mayor liquidez de bonos a diferentes plazos permite al mercado de capitales ampliar su gama de productos hacia títulos que antes no se negociaban y en consecuencia aumentar sus posibilidades de inversión.

La homogenización de los vencimientos también genera confianza en el mercado ya que permite conocer con anterioridad el perfil de amortización de la deuda del gobierno. Lo anterior es clave para que los inversionistas estructuren mejor sus portafolios y tengan acceso a bonos de deuda pública de manera constante y no solamente en ciertos períodos.

Los canjes realizados

Entre junio de 2001 y junio de 2003 el gobierno realizó ocho operaciones de canje de deuda pública y en este momento se encuentra realizando una. Las características de estas operaciones varían de acuerdo con los objetivos en términos de los bonos que se querían retirar de circulación, la moneda de denominación y el año de vencimiento.

Del cuadro 1 se concluye que las operaciones de canje del gobierno no han estado concentradas en un tipo de papel o en una denominación específica. En los últimos dos años el Ministerio de Hacienda cambió papeles denominados en dólares, pesos, UVR y TRM, con lo cual logró tener un impacto importante sobre la estructura de la deuda interna y externa.

En total se han realizado operaciones de canje por cerca de \$10 billones de pesos en los últimos dos años. Con éstas se ha logrado mejorar la liquidez de algunos bonos en el mercado secundario, aumentar la vida media de la deuda pública, aminorar la exposición a fluctuaciones en la tasa de cambio y reducir la concentración de amortizaciones en la primera parte de la década. Pero, sobretudo, se ha reducido el riesgo sobre el flujo de caja del gobierno en momentos de dificultades en los mercados internacionales. Es necesario destacar el canje realizado en junio de 2001

cuando el monto intercambiado ascendió a \$5.6 billones de pesos, el más grande que se ha efectuado hasta el momento (Cuadro 1).

Cuadro 1
Canjes de Deuda Pública Nacional

Fecha del Canje	Denominación Bono Comprado	Tipo de Bono Entregado	Monto Subasta /1	Monto Subastado
Jun-01	Pesos	Pesos	Abierta	\$ 5,6 bn
Nov-01	TRM	TRM	Privada	US\$ 220 m
Ene-02	TRM	Pesos	Abierta	\$ 737 mm
Feb-02	UVR	UVR	Abierta	\$ 346 mm
Mar-02	TRM	Pesos	Abierta	\$ 422 mm
May-02	Dólares	Pesos	Abierta	US\$ 588 m
Jun-02	Dólares	Dólares	Abierta	US\$ 307 m
May-03	Dólares	Dólares	Abierta	US\$ 153 m
Jun-03	Pesos	Pesos	Privada	\$ 1,47 bn
Jul-03	Dólares	Dólares	Privada	N.D.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

1/ Privada significa que es restringida a ciertos participantes. Pública significa que el canje incluye al público en general.

2/ En estos casos el canje incluye operaciones con entidades públicas.

En el cuadro anterior se observa que el gobierno ha logrado reducir su exposición a fluctuaciones en la tasa de cambio. Por ejemplo, en las operaciones de enero, marzo y mayo de 2002, se intercambiaron bonos atados a la TRM y denominados en dólares, por unos en pesos. Teniendo en cuenta que la devaluación en ese año fue de 25%, esta operación le representó ahorros importantes en términos del servicio de deuda.

De igual forma, los canjes no sólo estuvieron dirigidos al sector privado. En varios casos éstos fueron realizados con entidades del sector público como el Seguro Social que tiene inversiones considerables en títulos de la nación. Al participar en estas operaciones buscan mejorar el perfil de su portafolio, manteniendo el bajo riesgo que caracteriza a los títulos del gobierno.

Lo anterior es el caso de la subasta realizada en junio pasado. En ésta el gobierno intercambió \$1.47 billones de títulos denominados en pesos que se vencían entre 2003 y 2005 por títulos que lo hacen entre 2005 y 2009. En esta ocasión,

la operación se realizó con Fogafin, el Instituto de Seguros Sociales y la Caja Promotora de Vivienda Militar. Los bonos se cambiaron a precios de mercado por lo cual las entidades que participaron en el canje mantuvieron el valor de su portafolio, al mismo tiempo que aumentaron la madurez y liquidez de los títulos que lo componen. De otra parte, el beneficio para el gobierno estuvo relacionado con la reducción de las amortizaciones a partir de este año y por los próximos 2 años.

Otro efecto importante de este tipo de operaciones es el impacto que tiene sobre la vida media de la deuda. Esto es de la mayor importancia si se tiene en cuenta que al aumentar la vida promedio de esta se evita que el servicio se concentre en algunos años (Cuadro 2).

Cuadro 2
Cambio en la Vida Media de los Títulos Canjeados

Fecha del Canje	Vida Media		Cambio en Años
	Antes	Después	
Jun-01	3,40	4,50	1,10
Nov-01	0,58	2,58	2,00
Ene-02	2,16	9,98	7,82
Feb-02	3,80	9,89	6,09
Mar-02	2,23	9,86	7,63
May-02	2,03	7,66	5,63
May-03	2,30	9,70	7,40
Jun-02	6,00	10,00	4,00
Jun-03	1,22	3,41	2,19

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

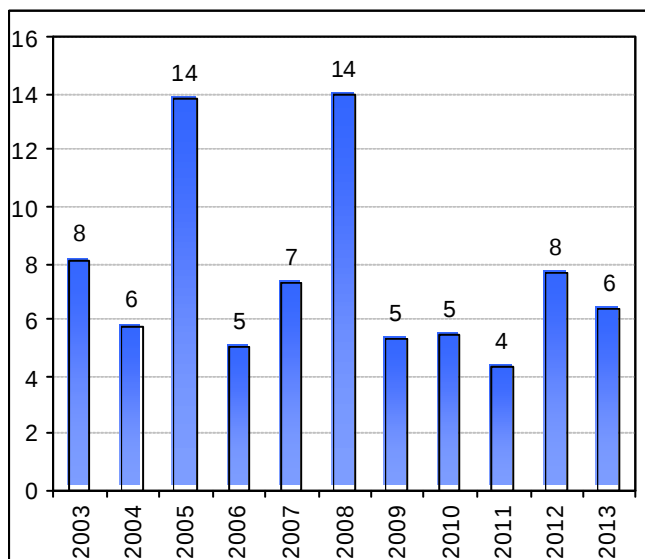
1/ El aumento en la vida media está asociado al paquete de títulos que fueron canjeados.

El cuadro anterior muestra los avances en términos del aumento de la vida media de los bonos, como resultado de los canjes de deuda. Por ejemplo, con la operación de mayo de 2002, la vida media aumentó 5.6 años. En esta se cambiaron bonos externos con vencimiento entre los años 2003 – 2005 por TES a 5,7 y 10 años, con vencimientos en 2007, 2009 y 2012, lo que implicó una caída de las amortizaciones en tales años por US\$588, para ser pagadas entre 2007 y 2012.

Por otra parte, es importante destacar que el próximo martes 8 de julio vence el plazo de un canje de deuda externa que está llevando a cabo el gobierno. Este tiene como objetivo el intercambio de un bono que vence en el año 2005 por uno que vence en 2009. Los tenedores de estos títulos que no se encuentren interesados en adelantar la operación tendrán la opción de quedarse con el bono hasta el vencimiento o de que el gobierno se los compre. Los recursos para esta última opción se obtuvieron a través de la reapertura de un bono global con vencimiento al 2033, a través del cuál se recibieron US\$ 135 millones.

De hecho, en el año 2005 y 2008 el gobierno tiene que cancelar el 14% del saldo total de su deuda en bonos, mientras que el promedio de amortizaciones del resto de años se encuentra en 6.1% del saldo total (Gráfico 1).

Gráfico 1
Bonos de Deuda Externa
Perfil de Amortizaciones a Marzo 2003
Porcentaje del Saldo Total



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público
No se incluyen los plazos con vencimiento al 2020, 2027 y 2033, para permitir una presentación más clara del gráfico.

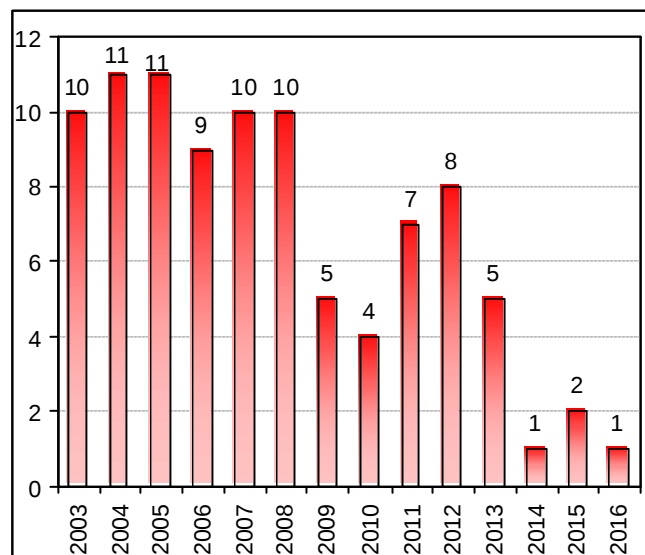
Con el intercambio de bonos que se está realizando actualmente es de esperar que parte de las amortizaciones de 2005 se trasladen al año

2009, el cual registra un porcentaje de 5%. De esta forma, el gobierno suaviza su perfil de amortizaciones y logra liberar recursos en el 2005 para gasto productivo en lugar de usarlos para pago de la deuda.

De otra parte, el saldo a cancelar en el 2008 también se encuentra por encima del promedio mencionado, por lo que es factible pensar que en el futuro el gobierno estructure un intercambio de bonos que vencen en ese año.

El gráfico 2 muestra el perfil de amortizaciones de la deuda pública total para los próximos 13 años. En éste se observa que dichas amortizaciones son relativamente homogéneas en los próximos seis años, fluctuando entre el 9% y el 11% del saldo total. Aunque el resultado se debe principalmente al buen manejo que se ha dado a la emisión y colocación de títulos, el impacto de los canjes que se han realizado es considerable.

Gráfico 2
Deuda Total del GNC
Perfil de Amortizaciones a Marzo 2003
Porcentaje del Saldo Total



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público
No se incluyen los plazos con vencimiento al 2020, 2027 y 2033, para permitir una presentación más clara del gráfico.

A pesar del esfuerzo que el gobierno anterior y el actual han hecho para estabilizar la deuda

pública y mejorar su perfil, es imperativo que se avance con el proceso de ajuste fiscal para garantizar su sostenibilidad y el crecimiento económico del país en el mediano plazo. De no ser así, todos los esfuerzos realizados a la fecha se perderán. Es necesario por lo tanto continuar y fortalecer el programa de racionalización del gasto que está implementando el presente gobierno.

Conclusiones

El programa de ajuste fiscal que viene realizando el gobierno desde hace varios años ha sido complementado con una mayor responsabilidad y profesionalismo en el manejo de la deuda pública. Esto ha permitido que el país haya conseguido recursos en los mercados nacionales e internacionales en momentos de poca credibilidad sobre la viabilidad y reactivación de la economía.

En este sentido, la Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda ha realizado nueve canjes de deuda interna y externa entre 2001 y 2003, el último de los cuales vence el próximo martes 8 de julio.

Los objetivos de estos canjes han sido varios:

1. Aumentar la vida media de la deuda pública
2. Homogeneizar el perfil de amortizaciones para reducir presiones sobre el flujo de caja del gobierno
3. Reducir la exposición al riesgo cambiario
4. Aumentar la liquidez de algunos papeles
5. Reducir el costo del servicio de la deuda

El cumplimiento de estos objetivos no sólo ha favorecido al sector público sino también al privado y al desarrollo del mercado de capitales en el país. En particular, los inversionistas se han visto favorecidos por un incremento en la liquidez de los títulos, que les permite negociar con estos con mayor facilidad. De igual forma se ha ampliado el plazo de los papeles aumentando las posibilidades de inversión y fomentando el ahorro de largo plazo.

Reconocemos que lo anterior es condición necesaria para la calma del mercado y de la economía. Sin embargo, para lograr estabilizar la deuda pública y consolidar la recuperación de la economía es importante continuar con el proceso

de ajuste fiscal y el manejo adecuado que se le viene dando a la deuda pública.