

Contraloría General de la República

**La Situación de la Deuda Pública
Colombiana
2006**

Bogotá D.C., mayo de 2007

Julio César Turbay Quintero
Contralor General de la República

Roberto Pablo Hoyos Botero
Vicecontralor General de la República

Carmen Inés Vásquez Camacho
Secretaria Privada

Julio César Alberto Cárdenas Uribe
Contralor Infraestructura Física y Telecomunicaciones, Comercio Exterior y Desarrollo Regional

Samuel Gómez Cely
Contralor Delegado para el sector Agropecuario

Pablo Eduardo Pazos Torres
Contralor Delegado para el sector de Minas y Energía

Nelson Caicedo Rodríguez
Contralor Delegado para el sector Social

Soraya Vargas Pulido
Contralora Delegada para el sector Defensa, Justicia y Seguridad

José Mauricio Gaona Bejarano
Contralor Delegado para Gestión Pública e Instituciones Financieras

José Gregorio Manga Certain
Contralor Delegado para el Medio Ambiente

Nicolai Rossiasco Pirajan
Contralor Delegado para Economía y Finanzas Públicas

María Amparo Quintero Arturo
Contralora Delegada para Investigaciones Juicios Fiscales y Jurisdicción Coactiva

Esteban José Cuello Campo
Contralor Delegado para Participación Ciudadana

Luis Fernando Ayala Pabón
Director Oficina de Planeación

Jaime Alfredo Hernández Gómez
Director de Oficina de Sistemas e Informática

José Martín Hernández Maldonado
Director Oficina de Control Interno

Luis Guillermo Candela Campo
Director Oficina de Control Disciplinario

César Augusto Torrente Bayona
Director Oficina Jurídica

Juana María Michelsen Niño
Directora Oficina de Capacitación, Producción de Tecnología y Relaciones Internacionales

Marisol Rojas Izquierdo
Directora Oficina de Comunicaciones y Publicaciones

Álvaro Ruiz Castro
Gerente del Talento Humano

REPÚBLICA DE COLOMBIA
Contraloría General de la República

Contralor General de la República
Julio César Turbay Quintero

Vicecontralor General de la República
Roberto Pablo Hoyos Botero

Contralor Delegado para Economía y Finanzas Públicas
Nicolai Rossiasco Pirajan

El presente informe fue elaborado por:
Eduardo Enrique Rodríguez Ruiz
Miguel Alfonso Montoya Olarte
Blanca Mireya Guevara Samacá
Carlos Arturo Forero Orozco
Humberto Reyes Suárez

Revisión Técnica
Diego Nicolai Rossiaco Pirajan
Jorge Enrique Espitia Zamora

Asesoría
Luis B carvajal

Apoyo Estadístico
Yolanda Manrique Herrera
Mercedes Guevara Mora
Martha Lucia Rico Ortíz
Jairo Torres Sandoval

Edición
Edgar Giovanni Zuleta Parra

Diagramación

Portada

ISSN 1794-5356

Contraloría General de la República
Calle 17 No 9-82
Teléfono: 3537700
Bogotá D.C., Colombia
Mayo de 2007

www.contraloriagen.gov.co

Impresión
Imprenta Nacional

CONTENIDO

Introducción

I. LA DEUDA BRUTA DEL SECTOR PÚBLICO TOTAL

1.1 Saldo de la deuda del SPT por tipo

1.1.1. Deuda externa del Sector Público Total (SPT)

1.1.2. Deuda pública interna del SPT

1.2 Deuda pública del Gobierno Nacional Central (GNC)

1.2.1 La deuda externa del GCN

1.2.1.1 Composición de la deuda externa

1.2.1.2. Perfil de la deuda

1.2.2 La deuda interna del GCN

1.2.2.1. Tenedores de los TES

1.2.2.2 Títulos de tesorería: la crisis de marzo

1.2.2.3 Efecto en la curva de rendimientos TES

1.2.2.4. El manejo de los TES de corto plazo

1.2.2.5. Perfil de la deuda interna

1.3 Servicio de la deuda del Gobierno Nacional

1.3.1. El componente histórico del servicio de la deuda

1.3.2. La ejecución a 2006

- 1.4. Deuda pública de los gobiernos territoriales 2005 -2006: Las reglas fiscales
 - 1.4.1. Los resultados del endeudamiento 2005 – 2006
 - 1.4.2. Deuda del sector público descentralizado territorial
 - 1.4.3. Situación de las entidades más endeudadas
 - 1.4.4. El caso de Bogotá: infraestructura y financiamiento
 - 1.4.4.1. Indicadores de endeudamiento
 - 1.4.4.2. Fuentes de financiamiento
 - 1.4.4.2.1. Fuentes externas
 - 1.4.4.1.2. Fuentes internas
 - 1.4.4.2. Calificación de riesgo
 - 1.4.4.3. Perfil de la deuda de Bogotá, D.C.

II. LA DEUDA NETA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (DN)

- 2.1. Discrepancias metodológicas: el propósito de la consolidación
- 2.2. Deuda neta SPNF 2006

III. LA GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA 2006

- 3.1. Operaciones de manejo de la deuda pública
 - 3.1.1 Prepagos
- 3.2. Contratación de la deuda externa
 - 3.2.1 Cupo de endeudamiento del Gobierno Nacional
 - 3.2.2 Prefinanciamiento del presupuesto de 2007

IV. SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA (GNC)

- 4.1 Determinantes de la deuda del GNC
 - 4.1.1 El efecto de la tasa de cambio en la deuda externa
- 4.2 Sostenibilidad de la deuda

V. ANÁLISIS DE RIESGO DE LA DEUDA PÚBLICA DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL

5.1 Aspectos metodológicos

5.1.1 Títulos de deuda interna

5.1.2 Títulos de deuda externa

5.2 Valor en riesgo deuda interna

5.3 Valor en riesgo deuda externa

PRESENTACIÓN

La Contraloría General de la República presenta el Informe sobre la Situación de la Deuda Pública para 2006, el cual junto con el de la Cuenta General del Presupuesto y el Tesoro, la Situación de las Finanzas del Estado y la Auditoría del Balance General de la Nación, conforman la opinión de la Contraloría General de la República, sobre la gestión y resultados de la política fiscal del Estado Colombiano, en atención al mandato constitucional y de la Ley 42 de 1993. Estos son los primeros que en mi calidad de Contralor General presento, con lo cual espero que sean de una amplia utilidad para el debate y control político que al Congreso compete.

Así, quiero expresar –en lo posible-, en una forma concisa lo ocurrido en 2006 de este complejo tema para que ustedes tengan una opinión técnica y soportada de la situación presupuestal, de tesorería y contable lo más fidedigna. Para ello, es imprescindible que ustedes vean de forma integral estos informes, para que con cada uno de los resultados observados puedan tener una opinión precisa y que de manera conjunta muestre el manejo de la política fiscal y sus implicaciones sobre la política monetaria y cambiaria.



En primera instancia, quiero hacer una reflexión sobre los resultados fiscales de 2006. Aunque sobre este tema se hace un extenso análisis en el informe sobre la Situación de las Finanzas del Estado, si quiero enfatizar que los resultados del Balance Fiscal, especialmente el del Gobierno Nacional, tienen implicaciones importantes sobre las variables económicas fundamentales y sobre el resultado de la deuda. En este sentido, la variación en las tasas de interés, en la inflación y la tasa de cambio, que ocurrió en 2006, provocaron cambios en la composición de la deuda. A ello se sumó que la política de gasto del Gobierno y la financiación de los mismos con recursos del crédito externo e interno, presionaron aún más dichas variables y provocaron que, en el primer semestre de 2007, se tomarán medidas tendientes a contrarrestar los efectos perversos de dichas variables sobre el crecimiento

económico y, en especial, sobre el manejo de la política monetaria. Esto conllevó un aumento del riesgo de mercado y la sensibilidad en las decisiones de política económica.

El Balance Fiscal del Sector Público No Financiero (SPNF) en 2006 obtuvo un resultado cercano al equilibrio (0,4% del PIB - \$1.3 billones), sin embargo el GCN, por su parte, registró un déficit fiscal cercano al 4,4% (14,2 billones). Con esos resultados, buena parte de la maniobrabilidad de la política fiscal, radica en el manejo de la deuda pública. Si bien, el gobierno nacional, ha sido activo en esta materia, es evidente, que aún debe tomar medidas tendientes a disminuir los riesgos implícitos que tiene la coyuntura actual como posibles aumentos de las tasas de interés, la tasa de cambio y la inflación.

Esta advertencia tiene que ver con que, si bien la coyuntura de una tasa de cambio apreciada favorece la reducción del costo de la deuda externa, los incrementos en la tasa de interés doméstica presionan los costos del endeudamiento interno; además, en el actual modelo de una economía abierta, la situación de inestabilidad de los mercados internacionales que depende de variables exógenas y, a su vez, de la actividad y crecimiento económico de otras regiones de mundo. Por tanto, aunque los mercados están en expectativa de los cambios, el Gobierno debe estar atento para prever y amortiguar esa variabilidad y con medidas de austeridad y reducción de su exposición al endeudamiento, pues es aquí donde se debe precisar la calidad y prioridad del gasto, especialmente con recursos del crédito externo.

•

En segunda instancia, los resultados en materia de endeudamiento muestran que la deuda pública colombiana, en los últimos años, tuvo una tendencia decreciente como proporción del Producto Interno Bruto y de los ingresos tributarios. No obstante, cabe resaltar que, en términos nominales y en dólares, la deuda creció entre 2005 y 2006.

Es evidente que la deuda se debe medir por la capacidad de pago que tenga el Estado, y no solo por la magnitud de la misma, en este sentido en 2006 se registraron los mejores indicadores de endeudamiento en muchos años, pero ello dependió del comportamiento coyuntural de algunas variables y hechos económicos: i) la fuerte apreciación del peso entre

2003 y finales de 2006; ii) el sorpresivo crecimiento económico del 6,8% en el PIB para 2006; iii) el incremento en los recaudos tributarios cercano al 20%, con lo cual el gobierno nacional logró sustituir algunas fuentes de financiamiento, y; iv) el leve incremento en las tasas de interés, con lo cual se mantuvo la demanda por los papeles del gobierno tanto internos como externos.

De esta forma, entre 2003 y 2006, resultó positiva la reducción en indicadores de la deuda como porcentaje del PIB y de los Ingresos Tributarios y, además, entre 2005 y 2006 se contó con una apreciable reducción en el servicio de la deuda, como proporción del PIB y con relación a las exportaciones del país por efecto de la apreciación del peso.

Por tanto, es indiscutible que los indicadores de solvencia y sostenibilidad de la deuda pública se mejoraron sustancialmente, con lo cual se concluye que, dadas las condiciones económicas actuales y su sostenimiento en el tiempo, el Estado colombiano puede honrar el pago de la deuda en las condiciones pactadas. Si el Gobierno emprende una política de ajuste fiscal (aumento de la presión fiscal o disminución del gasto) que le lleve a una reducción permanente del nivel de déficit y le permita limitar la emisión de bonos internos y externos, la solvencia puede perdurar por un tiempo adicional.

No obstante, es claro que las condiciones actuales no obedecen a hechos estructurales de la economía sino a acontecimientos de tipo coyuntural, como lo demuestran los ocurridos en 2006, que revelan la fragilidad de una política basada en situaciones temporales y que tendrán altos costos si no se enfrentan con política de largo plazo. Un ejemplo de ello fue la crisis del primer semestre de 2006 del mercado de capitales interno, cuando las tasas de interés de los TES se incrementaron varios puntos porcentuales, lo cual produjo un fuerte descenso en los precios de los mismos títulos, y con ello la pérdida en los balances de los inversores. Según los cálculos de la CGR, al cierre de semestre registraron pérdidas por cerca de \$6,0 billones.

Lo preocupante de este hecho para la CGR es que fueron los fondos de pensiones y cesantías los que registraron las mayores pérdidas por el alto volumen de títulos de deuda pública en sus inversiones. Y sobre todo, la sensibilidad al riesgo que el mercado interno tiene

y que después de muchos años de ganancias constantes y crecientes, la coyuntura está marcado los cambios de tendencia de la primera década del siglo.

Por estas circunstancias, es del mayor interés para la CGR mostrar al Congreso y a la ciudadanía, que hechos coyunturales como la acumulación de reservas, el crecimiento económico, el aumento en las tasas de interés y la inflación, pueden revertir la situación actual y ocasionar costos adicionales a la economía; asimismo, dado que no se concretó una política de reducción del endeudamiento por parte del gobierno que unido a la desvalorización de los TES, por la subida en las tasas de interés, se tendrá efecto, no solo sobre la reducción de los ingresos del sector público sino que, además, los inversionistas privados poseedores de títulos de deuda, al tener que liquidar sus posiciones, tendrán una pérdida efectiva de sus inversiones.

De igual modo, con el manejo de la deuda el propio gobierno coadyuvó a incrementar las reservas internaciones y a aumentar la presión sobre la tasa de cambio. Todo esto con el consecuente riesgo de incrementar el servicio de su deuda, y con el cambio en las condiciones de mercado, aumentar el riesgo de no poder hacer el *roll over* de la deuda interna y externa.

De ahí que las variaciones perfilan en 2007 en los fundamentales económicos pueden presionar, en forma negativa, las condiciones generales de la deuda pública, si el gobierno nacional no toma medidas tendientes al ajuste fiscal, aumentar los recaudos tributarios y mejorar los niveles de la deuda. En tal caso, los logros de 2005 y 2006 se perderán rápidamente.

La situación de la deuda colombiana en 2006 mostró el siguiente comportamiento: La deuda bruta del Sector Público Total (SPT)¹ alcanzó los \$191,7 billones, cifra que, respecto a la vigencia de 2005, se incrementó nominalmente en \$10,4 billones (5,7%). No obstante, como porcentaje del PIB, se redujo en 3,8 puntos porcentuales, al pasar de 63,6% a 59,8% entre esos años.

¹ Para los fines de la CGR, se refiere al sector público total, que incluye el sector público no financiero y el financiero, que tienen compromisos vigentes con plazo de más de un año.

La deuda del SPT como proporción del PIB, mostró una caída desde 2003 hasta 2006, al pasar de representar el 72,5% del PIB a 59,8% del PIB; Es decir, se registró disminución 12,8 puntos porcentuales en los niveles de endeudamiento. De esta reducción, el Gobierno Nacional sólo aportó 3,8 puntos porcentuales, mientras que el resto del sector público lo hizo en 8,9 puntos en el mismo período.

El comportamiento de los niveles de endeudamiento del SPT esta ligado a hechos económicos externos e internos. En cuanto a los primeros, el principal ha sido la dinámica de los mercados internacionales con su alta liquidez y las bajas tasas de interés, lo cual permitió la colocación de bonos externos en mejores condiciones. Esa liquidez y la supresión de controles al ingreso de capitales en el país, permitió el ingreso de capitales de corto plazo (capitales golondrina). A ello se suma que este flujo es inversión extranjera depende del diferencial de tasas de interés interna y externa, que ha incentivado el la llegada masiva de divisas y el proceso de acumulación de reservas internacionales.

Por su parte, el saldo de la deuda del Gobierno Central Nacional (GCN), a diciembre de 2006, ascendió a \$156,8 billones (48,9% del PIB). De este monto, la deuda externa alcanzó los \$52,6 billones (US \$23.487), mientras que el registro de la interna ascendió a \$104,2 billones. Estos montos reflejan la política del Gobierno Nacional de mantener una relación entre los dos tipos de deuda interna – externa de 2 a 1.

La situación de la deuda externa ha tenido un cambio sustancial en los dos últimos años, especialmente por la coyuntura internacional, la política de financiamiento y su impacto en saldos adeudados. El hecho fundamental que marcó la caída en los saldos de la deuda valorados en pesos o como porcentaje del PIB, fue la apreciación del peso que, entre 2003 y finales de 2006, se valorizó en cerca del 40%. Así mismo, en 2005 el gobierno sustituyó deuda externa por interna, al realizar prepagos de deuda con excedentes de reservas internacionales y, con ello, disminuir las presiones sobre la tasa de cambio.

En total se prepagaron US \$3.250 millones, con lo cual, entre 2004 y 2005, la deuda se redujo en US \$1.659 millones. Con estos hechos, que surgen de la coyuntura cambiaria, se

logró reducir los saldos de la deuda, su servicio, y se mejoró el perfil. Aunque, los resultados se sintieron principalmente en 2005, la menor apreciación del peso en 2006, el déficit del gobierno nacional, los mayores desembolsos de crédito externo y la falta de coordinación entre el gobierno y el Banco de la República en la política cambiaria, no dejaron que la reducción fuese mayor. No obstante, el sobresaliente crecimiento económico hizo que los indicadores mejoraran sustancialmente en 2006.

Esta situación muestra que la reducción de la deuda externa no estuvo enmarcada en una política del financiamiento, puesto que: i) fue una sustitución de deuda externa por interna, con lo cual los saldos internos se incrementaron proporcionalmente a la reducción de la externa, y; ii) no hubo una reducción sostenida de la deuda externa, sino que, por el contrario, el Gobierno Nacional logró un espacio fiscal y financiero que le permitió, casi en forma inmediata, una mayor contratación de deuda.

Por su parte, la deuda interna del gobierno nacional ascendió a \$104,2 billones de los cuales se concentra en emisiones de TES con un saldo de \$84,8 billones (81,4% de total); le siguen en monto los bonos pensionales con \$12,2 billones y los bonos y títulos utilizados para la reestructuración del sector financiero con \$5,8 billones (Bonos Ley 546, Bonos TRD y los bonos del Banco Agrario); el resto, entre bonos para la paz, asunciones, acuerdos y otros bonos, suman \$1,4 billones. Este tipo de deuda, resultó complementaria al manejo de la externa y tuvo efectos similares en el sentido de una gran acumulación, concentración en emisiones de bonos y gran sensibilidad a los cambios de la tasa de interés y de inflación, por su alta concentración en títulos.

Los Títulos de Tesorería (TES B) dominan el mercado de valores nacional, y, de hecho, es el papel más representativo por el menor riesgo, mayor rendimiento y más grande volumen. Obviamente, esto tiene implicaciones que están relacionadas con la coyuntura de los mercados y los fundamentales económicos, ya que también son los que estarían más expuestos a los vaivenes del mercado y están supeditados al manejo de las variables propias del Banco de la República –tasas de interés y control de la inflación-, al buen momento de la economía y al manejo responsable del gasto por parte del gobierno nacional.

De hecho, la volatilidad de los mercados mundiales durante el segundo trimestre de 2006, el incremento de las tasas de la Reserva Federal de Estados Unidos y la apreciación del peso colombiano, afectaron las tasas de rendimientos de los TES que se negocian en el mercado secundario. De esta forma, el TES con vencimiento a julio de 2020, aumentó notablemente pasando del 7% a finales de febrero hasta 11,7% en junio. Esto aplicando la regla que a mayor rentabilidad (mayor interés) menor precio del título, hizo que los inversionistas registraran pérdidas al cierre del segundo trimestre del año en sus balances por valoración a precios de mercado (contables) o por la liquidación de sus inversiones (reales) por un monto cercano a los \$6 billones.

Por tanto, en materia de endeudamiento el gobierno nacional, aprovechó los dos años anteriores para emitir bonos en los mercados internacionales, dada la favorable coyuntura antes mencionada. Pero, a su vez, ante las expectativas del mercado colombiano, hubo una fuerte entrada de capitales de corto y mediano plazo buscando rentabilidad (capitales especulativos).

En cuanto a los hechos internos confluyeron varias medidas: i) incremento en las colocaciones de TES B, para cubrir su propio *roll over*; ii) emisión de TES B en 2005 tendientes a coadyuvar en la solución de la acumulación de reservas, mediante una operación de prepago de deuda externa con la compra de reservas, que provocó el aumento de la deuda interna; iii) la decisión del gobierno de reducir las emisiones para 2007, de acuerdo con el Plan Financiero, para cubrir el resto del financiamiento con recursos provenientes de la reforma tributaria y privatizaciones. Por ende, si en los últimos años el gobierno nacional logró adquirir los recursos suficientes para el financiamiento del presupuesto, es sólo hasta 2006, cuando se logra sustituir fuentes importantes de financiamiento.

En cuanto al comportamiento de las entidades territoriales, vale señalar que, con la aplicación de las reglas fiscales establecidas en las Leyes 358 de 1997, 617 de 2000 y el posterior ajuste establecido en la Ley 819 de 2003, que obligó a establecer el Marco Fiscal de Mediano Plazo, buena parte de la cuota de ajuste fiscal y financiero lo pusieron las entidades

territoriales. El déficit consolidado de estas entidades se redujo generando un superávit en 2005 y 2006. La deuda pública, por consiguiente, también se redujo. En efecto, el saldo de la deuda de los gobiernos territoriales pasó de 3,5% del PIB en 2000 a 1,8% del PIB en 2006.

Mientras los departamentos redujeron su deuda de \$2,3 billones en 2003 a \$1,7 billones en 2006, las capitales mantuvieron sus niveles de endeudamiento en \$3,4 y \$3,4 billones en el mismo periodo. El ajuste se evidencia entonces en los departamentos y es apreciable en el conjunto cuando se evalúa en términos del PIB, ya que la deuda se redujo de 3,2% a 2,1% entre 2003 y 2006

•

En tercera instancia, es pertinente mencionar que los resultados expuestos anteriormente, conllevaron políticas de endeudamiento que han ejercido el gobierno nacional, las cuales tienen implicaciones sobre el manejo de la misma, (contratación y exposición al riesgo) y a su sostenibilidad. En este sentido la CGR además de señalar la gestión adelantada por el gobierno nacional en materia de deuda, realizó dos ejercicios para determinar la sostenibilidad de la deuda y los factores de riesgo que pesan sobre el manejo de la misma.

En cuanto a la gestión de la deuda en 2006, el gobierno nacional aprovechó las condiciones de los mercados internacionales para el manejo de la deuda. A pesar que no se hicieron operaciones de canje y prepagos voluminosas como en 2005, se lograron contratar US \$3.713,4 Millardos. Para ello, se contó con los bajos niveles de los *spreads* de los bonos de deuda externa, las bajas tasas de interés internas, y la liquidez de los mercados financieros internacionales. Esto compensó las incertidumbres que generaba su carácter de año electoral.

Dentro de las contrataciones de 2006, el GCN prefinanció el presupuesto de 2007 en más de US \$2.300 millones (\$5,15 billones) mediante la emisión de bonos externos. En este sentido el gobierno nacional, desde mediados de junio de 2006, efectuó, en tres oportunidades, operaciones en el mercado internacional al emitir bonos en dólares, con lo cual obtuvo un total de US \$2.000 millones, y una operación de reapertura del bono global TES con el cual recaudó \$716.412 millones (equivalente a US \$300 millones).

En el frente interno, se alivió en cerca de \$5,4 billones el servicio de la deuda interna mediante la ejecución de operaciones de canje en nueve oportunidades. Con ello se disminuyeron las presiones sobre el *roll over* de la misma y, a la vez, la tendencia del crecimiento en los saldos de este tipo de deuda. Así es que se requerirán menores emisiones de TES en las siguientes vigencias para cubrir su propio servicio.

Continuando con la política de realizar prepagos, llevada a cabo en 2005, pero en menor escala, el Gobierno Nacional canceló deudas con la banca comercial y con la CAF por un total de US \$582,4 millones (equivalente a \$1,36 billones). La política en este caso fue buscar créditos con tasas altas y pronto vencimientos

En total, las operaciones de manejo de la deuda que se han dado en los últimos años, el Gobierno Nacional ha buscado mejorar sustancialmente su perfil. De hecho, si no se hubiesen realizado dichas operaciones los saldos serían más preocupantes. No obstante, es importante señalar, que aún se siguen acumulando vencimientos; en los próximos cuatro años el Gobierno Nacional tendrá que cubrir, en promedio, cerca de US \$2.000 millones. Por tanto, una política sana para reducir esos vencimientos tendrá que utilizar instrumentos de canje de la deuda por títulos a más largo plazo, o una política agresiva de utilización de reservas internacionales para prepagar algunos de esos créditos

A ello se suma la concentración de vencimientos de los TES en los próximos cuatro años. De hecho, solo en 2007 tendrá que rotar más de \$16,5 billones y con el resto de títulos serán \$18,0 billones. Esta situación refleja la necesidad de proseguir con la política de canjes de la deuda, en la cual el Gobierno Nacional ha venido aplazando los vencimientos y postergando las decisiones de ajuste fiscal. El asunto resulta más complejo, dado que entre 2008 y 2010 el Gobierno tendrá que cubrir o rotar más de \$38,6 billones, que corresponden al 45% de los TES en circulación.

Ahora bien, como se ha insistido a lo largo de esta presentación, los hechos coyunturales no son los más apropiados para determinar la sostenibilidad de la deuda, o para

establecer una conclusión definitiva sobre la situación de las finanzas; eso sólo se logra cuando se analizan las variables en el largo plazo. En el período 2002-2006 se inició con una marcada relación de la deuda/PIB del 6,7%, determinada por un alto déficit primario (3,9% del PIB), una devaluación nominal promedio del 9,0%, un bajo crecimiento económico (1,9%), y unas tasas de interés real, que si bien eran inferiores a las presentadas a finales de la década, aún permanecían en altos niveles (6,2%).

Para 2003 y 2006, esa relación se redujo en 3,9%, pese a las asunciones; a ello contribuyó la disminución de las tasas de interés real de la deuda (externas e internas), la recuperación del nivel de actividad económica y la consecución de menores déficit primarios, el sostenimiento de la revaluación, tanto en términos nominales como reales, que influyó no solo en el saldo de la deuda externa, sino también en el bajo nivel de la tasa de interés real externa.

Por tanto, si se toma el nivel de deuda neta a PIB de 2006, que es 38,3%, y se acepta el déficit primario promedio para el GNC, periodo 2007-2017, contemplado por el Marco Fiscal de Mediano Plazo (-0,3% del PIB), y se replican escenarios de tasas de interés y crecimiento económico anteriores, se puede establecer que:

- Con un menor déficit primario y una evolución en torno a los promedios de los últimos seis años de las tasas de interés (4,1%) y crecimiento económico (4,0%), el superávit primario requerido para asegurar la estabilidad de la deuda/PIB, es de sólo el 0,4% del PIB.
- Con mayores tasas de interés real, el superávit primario exigido se eleva al 1,8% y 3,5% del PIB, por lo que si bien el déficit primario es de tan solo del -0,3% del PIB, se debe realizar un esfuerzo fiscal primario del orden del 2,1% y 3,9% del PIB.
- Si el nivel de actividad económica cae ostensiblemente (-0,04%), el superávit primario requerido es del 1,6% del PIB, que adicionado al déficit primario observado del -0,3%

del PIB, exige alcanzar un superávit primario total del 1,9% del PIB, el cual debe ser mayor, ya que el déficit primario se deteriora aún mas debido a la caída de los ingresos y la inercia del gasto.

- Si se adiciona una devaluación del orden de 1%, 5% y 10,9%, se requerirían ajustes adicionales a los contemplados de 0,2%, 0,7% y 1,6% del PIB, que haría más difícil garantizar la sostenibilidad del GCN.

La evidencia sugiere una significativa incidencia del resultado primario del GNC en las variaciones de la deuda, el cual a diferencia de los otros determinantes de la misma, como el crecimiento económico, las tasas de interés y la tasa de cambio, si esta sujeto a un mayor control por parte del Gobierno. Si bien el déficit primario se redujo en 2006, y presenta una mejoría con la tendencia exhibida en los años anteriores (esto debido al buen comportamiento del recaudo tributario y el crecimiento económico) el gasto primario (en términos reales) sigue en aumento.

De esta manera, el crecimiento económico y las bajas tasas de interés no fueron aprovechados por el gobierno para corregir el desequilibrio de las finanzas públicas, mientras el gasto continuó siendo procíclico.

Por lo anterior, una evolución adversa del nivel de actividad económica, las tasas de interés y la tasa de cambio en los siguientes años, hará que la mejora en la relación deuda a PIB y la aparente solidez que presenta el balance fiscal en 2006 se reverse, elevándose nuevamente la deuda bruta. Esto evidenciará los problemas estructurales en las finanzas del GNC, materializándose en un mayor deterioro fiscal ó llevando a un ajuste que en un contexto de desaceleración económica, agudizará dicho declive así como la oportunidad del gasto social que tanto se necesita.

En efecto, si se mantuvieran las condiciones actuales de deuda neta a PIB, déficit primario y tasas de interés real de la deuda, una reducción del crecimiento económico a niveles del 4.0%, requeriría un superávit primario del GNC del orden del 1.5% del PIB para

garantizar que la deuda a PIB no se eleve, esfuerzo fiscal que aumentaría si las condiciones financieras se endurecen ó reaparece la devaluación.

Lo importante de contemplar estos probables escenarios es que enfatizan en que si bien la deuda del GNC no evidencia problemas severos con respecto a su sostenibilidad, es debido en gran parte a las favorables condiciones económicas actuales. Una vez estas condiciones se reviertan, surgirán nuevamente mayores exigencias en el frente fiscal para que la deuda/PIB no siga elevándose. Postergar el ajuste en el GNC, harán más onerosas las medidas correctivas en condiciones económicas menos favorables.

•

Por ultimo quiero señalar que los factores de riesgo de la deuda interna (tasa de interés a diferentes plazos) exhibieron un incremento en sus volatilidades en 2006, principalmente durante el segundo trimestre, alcanzando sus picos más altos entre finales de junio y comienzos de julio. Estos picos de volatilidad no se habían observado durante 2005, con excepción del factor de riesgo a 15 años, el cual había exhibido una volatilidad similar a finales de julio de 2005.

Este comportamiento está relacionado con la incertidumbre generada en los mercados de deuda pública interna en el segundo trimestre del año pasado. Se estima que las pérdidas sufridas por los agentes tenedores de bonos, tanto nominales (valoración) como reales (liquidación de posiciones) fueron de aproximadamente \$6 billones, las cuales afectaron principalmente a los fondos de pensiones y de cesantía, y por esa vía a los ahorradores de esos sistemas.

Al mismo tiempo, dicha crisis originó una recomposición en los portafolios del sistema financiero. Los bancos, poseedores de \$13,7 billones en TES a finales de 2005, redujeron su posición en un 20%, cerrando 2006 con un saldo de \$11 billones. Los fondos de pensiones y cesantía, por el contrario, siendo inversionistas de largo plazo, tuvieron un incremento en su posición en TES de 24% entre 2005 y 2006.

Como se mencionó, los factores de riesgo asociados a los bonos externos son la variación en los precios (que recogen el riesgo de mercado vía tasas de interés), y la devaluación. Estos factores tuvieron un período volátil entre abril y octubre en la tasa de cambio, en tanto que la tasa de interés permaneció relativamente estable en lo corrido del año. Por su parte, la volatilidad cruzada, entre los dos factores, exhibe valores negativos en 2006, especialmente entre junio y septiembre.

Durante 2006, el mercado de deuda pública presentó mayor volatilidad con respecto a 2005, tanto en el frente externo como en el interno. En el mercado de deuda interna hubo una crisis de TES durante el segundo trimestre del año, que causó grandes pérdidas al sistema financiera, pero también al Gobierno por un menor recaudo en las emisiones primarias de largo plazo, el cual se calcula en \$279 millardos. Por su parte, el mercado de deuda externo también exhibió mayor volatilidad en el frente cambiario, que se tradujo en un mayor servicio de la deuda externa por \$365 millardos.

Estos resultados dan cuenta de la importancia que para el Gobierno reviste hacer un seguimiento adecuado al riesgo de mercado de la deuda, así como implementar mecanismos de cobertura de riesgo cambiario y de tasa de interés.

Por tanto, para responder al mandato asignado por la Constitución Política Colombiana y la Ley 42 de 1993, presento este informe que se desarrolla en cinco capítulos. En el capítulo primero se presentan los resultados de la situación de la deuda del sector público total; en el capítulo segundo, se analiza la deuda pública neta del Sector Público No Financiero (SPNF); en el capítulo tercero se evalúa la gestión de la deuda pública, en el cuarto se presenta un ejercicio sobre la sostenibilidad de la deuda; en el quinto se hace un análisis de los factores de riesgo que afectan a la deuda.

JULIO CESAR TURBAY QUINTERO
CONTRALOR GENERAL DE LA REPUBLICA

I

LA DEUDA BRUTA DEL SECTOR PÚBLICO TOTAL

La deuda bruta se define como la suma de todos los pasivos del Estado que tengan las siguientes características: financien o hayan financiado a entidades del sector público, tengan plazo para su pago y causen intereses. Desde el punto de vista presupuestal, se denomina deuda pública al conjunto de obligaciones cuyo plazo de vencimiento es mayor de un año.

El hecho relevante dentro de este concepto, reside en que cualquiera que sea la entidad contratante deberá incluir en sus presupuestos el pago del servicio de la deuda (amortizaciones –pago del capital- e intereses). En opinión de la Contraloría General de la República (CGR), no importa la distinción entre agentes a los cuales se les adeuda un monto de recursos, en la medida en que se obliga a toda entidad del Estado a reconocer en sus presupuestos públicos el pago del capital y la ganancia acordada, es decir, a honrar la deuda.

La deuda bruta del Sector Público Colombiano (SPT)² en 2006 alcanzó los \$191,6 billones, cifra que respecto a la vigencia de 2005, se incrementó nominalmente en \$10,28 billones (5,67%). No obstante, como porcentaje del PIB, se redujo en 3,8 puntos porcentuales, al pasar de 63,6% a 59,8% entre esos dos años.

Del monto total, la mayor parte de la deuda está en los registros de los gobiernos centrales (nacional y territorial) con un total de \$162,5 billones (50,66% del PIB), mientras que las entidades descentralizadas (establecimientos públicos, empresas de los diferentes órdenes, empresas de economía mixta, etc) registran un monto de \$29,2 billones (9,1% del PIB) (cuadro 1.1). Con ello se aprecia que la participación del gobierno nacional alcanza el 81,8% del total adeudado por el SPT.

² Se refiere al sector público total, es decir al sector público no financiero más el financiero, que tienen compromisos vigentes de más de un año de plazo.

Cuadro 1.1

Saldo de la Deuda Pública Bruta Colombiana (2002 -2006) Por Niveles de gobierno							
Millardos de Pesos							
Entidad	2002	2003	2004	2005	2006	Incremento	Crec %
Deuda Pública Total	147.534	160.114	167.350	181.373	191.730	10.357	5,71
Gobierno Centrales	113.757	127.602	136.034	150.604	162.498	11.893	7,90
Nacional	107.230	121.287	130.402	144.797	156.756	11.959	8,26
Subnacionales	6.527	6.314	5.632	5.808	5.742	-66	-1,14
Entidades Descentralizadas	33.777	32.513	31.316	30.769	29.232	-1.537	-4,99
Nacional	22.610	21.770	21.568	20.686	19.867	-819	-3,96
Subnacionales	11.167	10.743	9.749	10.083	9.365	-718	-7,12

Fuente: CGR, CDEFP

Desde luego, una mejor medida para establecer la magnitud de la deuda pública es su relación con el desempeño económico; es decir, con la capacidad de pago. En el cuadro 1.2 se presenta la deuda del SPT como proporción del PIB, donde se aprecia la caída de la deuda desde 2002 hasta 2006, al pasar de representar el 72,5% del PIB a 59,8% del PIB; con ello, se registró efectivamente una caída de 12,76 puntos porcentuales en los niveles de endeudamiento. De esta reducción, el Gobierno Nacional sólo aportó 3,8 puntos porcentuales, mientras que el resto del sector público lo hizo en 8,9 puntos en el mismo período (cuadro 1.2).

Cuadro 1.2

Saldo de la Deuda Pública Bruta Colombiana (2002 -2006) Por Niveles de gobierno						
Porcentaje del PIB						
Entidad	2002	2003	2004	2005	2006	Incremento
Deuda Pública Total	72,5	70,1	64,9	63,6	59,8	-3,8
Gobierno Centrales	55,9	55,8	52,8	52,8	50,7	-2,1
Nacional	52,7	53,1	50,6	50,8	48,9	-1,9
Subnacionales	3,2	2,8	2,2	2,0	1,8	-0,2
Entidades Descentralizadas	16,6	14,2	12,2	10,8	9,1	-1,7
Nacional	11,1	9,5	8,4	7,3	6,2	-1,1
Subnacionales	5,5	4,7	3,8	3,5	2,9	-0,6

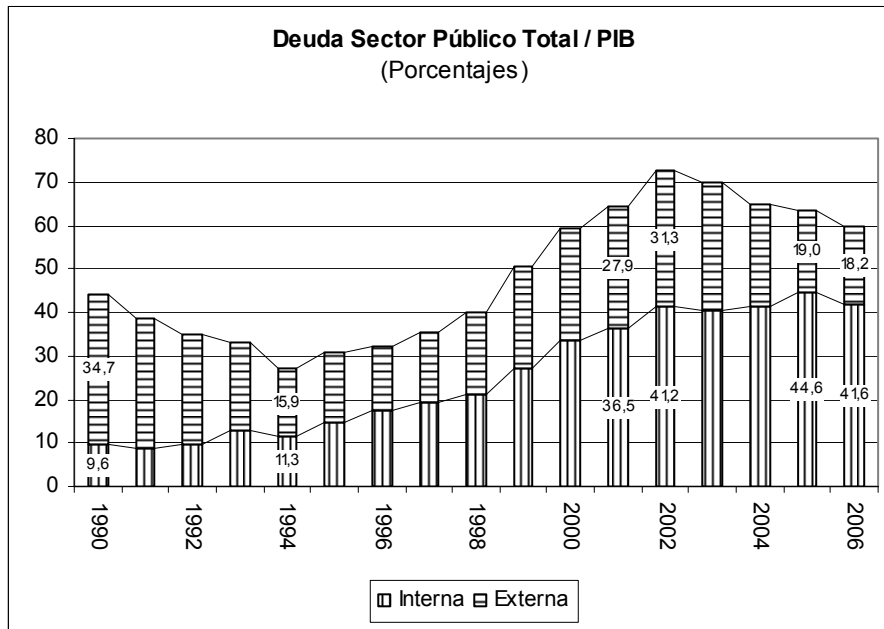
Fuentes: CGR, CDEFP

Entre 2005 y 2006, todos los niveles de gobierno lograron reducir su deuda como proporción del PIB, pero el resto del sector público viene reduciendo su exposición crediticia en forma constante desde 2002.

1.1. Saldo de la deuda del SPT por tipo

La situación de la deuda debe mirarse según su exposición a las fluctuaciones cambiarias, es decir, en cuanto a que sea con residentes o no del país (interna o externa). En este sentido el esquema que ha procurado mantener el gobierno en los últimos cuatro años, es tener un tercio en la externa (1/3) y dos tercios en la interna (gráfico 1.1). Teniendo en cuenta este principio, el gobierno nacional desde 2003 bajó en forma importante su exposición con la deuda externa, con lo cual se redujeron los riesgos cambiarios. No obstante, en este mismo sentido, al extender sus compromisos al interior del país, se incrementó el riesgo de mercado (tasa de interés) y las necesidades de rotación de los volúmenes de títulos de deuda (*roll over*).

Gráfico 1.1



Fuente: CGR

El gráfico muestra el comportamiento de la deuda del SPT a lo largo de dos décadas, en las cuales los cambios de tendencia muestran el impacto de las variables económicas sobre

la variación de la deuda, desde dos puntos de vista: uno, la deuda como variable resultado (del déficit que se generó en la vigencia anterior), y, dos, como variable de ajuste (financiamiento del déficit de la vigencia en curso). Es decir, si no se toman medidas tendientes a reducir el déficit, este se irá auto generando e incrementando la deuda, especialmente por el pago creciente de intereses. En este sentido, cabe resaltar que en el último año (2006), las dos curvas caen notoriamente, aun cuando la externa desde 2003 traía esa tendencia, por efecto de la apreciación del peso y por la sustitución de deuda externa por interna.

Este comportamiento de los niveles de endeudamiento del SPT ha estado ligado a hechos económicos externos e internos. Dentro de los primeros, el principal ha sido la dinámica de los mercados internacionales con su alta liquidez y las bajas tasas de interés, lo cual permitió la colocación de bonos externos en mejores condiciones. Esa liquidez y la inexistencia de instrumentos de control al ingreso de capitales en el país, permitió el ingreso de capitales de corto plazo (capitales golondrina). A ello se suma que este flujo es inversión extranjera depende del diferencial de tasas de interés interna y externa, que ha incentivado el la llegada masiva de divisas y el proceso de acumulación de reservas internacionales. En concreto, en materia de endeudamiento el gobierno nacional, aprovechó los dos años anteriores para emitir bonos en los mercados internacionales, dada la favorable coyuntura antes mencionada. Pero, a su vez, ante las expectativas del mercado colombiano, hubo una fuerte entrada de capitales de corto y mediano plazo buscando rentabilidad (capitales especulativos).

En cuanto a los hechos internos confluyeron varias medidas: i) incremento en las colocaciones de TES B, para cubrir su propio *roll over*; ii) emisión de TES B en 2005 tendientes a coadyuvar en la solución de la acumulación de reservas, mediante una operación de prepago de deuda externa con la compra de reservas, que provocó el aumento de la deuda interna; iii) la decisión del gobierno de reducir las emisiones para 2007, de acuerdo con el Plan Financiero, para cubrir el resto del financiamiento con recursos provenientes de la reforma tributaria y privatizaciones. Por tanto, si bien en los últimos años se han logrado adquirir los recursos suficientes para el financiamiento del presupuesto, sólo hasta 2006, se logran sustituir fuentes importantes de financiamiento.

El manejo de la deuda, tiene que ver con su monto (riesgo de roll over), su composición (riesgo cambiario), sus condiciones financieras (tasa de interés y plazos), y la destinación de la misma, en estos últimos años, debe analizarse con matices como respuesta a la coyuntura económica; y que no ha sido una estrategia de largo plazo que tiende a disminuir el déficit del gobierno central nacional (GCN).

1.1.1. Deuda externa del Sector Público Total (SPT)

La deuda pública del SPT en 2006 mostró un incremento de US \$2.292 millones, principalmente, por el aumento neto de los saldos del Gobierno Central Nacional de US \$2.649 millones. Este incremento fue el resultado de las necesidades de financiamiento del presupuesto y, especialmente, por las operaciones de prefinanciamiento que se realizaron en este año, con un monto de US \$2.000 millones. Esta situación se ampliará en el próximo capítulo.

Por su parte, el resto del sector público, desacumuló deuda externa por un monto total de US \$358 millones (cuadro 1.3). Aun cuando en el agregado de las entidades, los desembolsos resultaron mayores que las amortizaciones, empresas como ISA y la EAAB ejecutaron prepagos por US \$350 millones y US \$34,17 millones respectivamente; por su parte, Isagen realizó una operación de manejo de la deuda (*Swaps* de largo plazo), al cambiar un crédito denominado en dólares a pesos y, además, por la liquidación de TeleHuila y Telearmenia se cancelaron US \$1,2 millones y US \$1,56 millones, respectivamente.

Cuadro 1.3

Saldo de la Deuda Pública Externa Bruta						
Millones de dólares						
Entidad	2002	2003	2004	2005	2006	Crec 05 / 06
Nivel nacional	20.047	22.241	23.496	22.032	24.562	2.530
Gobierno Central	18.049	20.667	22.361	20.838	23.487	2649
Entidades descentralizadas	1.998	1.574	1.135	1.194	1.074	-120
Nivel territorial	2.210	2.098	1.899	1.704	1.467	-238
Gobiernos centrales	429	432	425	381	349	-32
Departamentos	29,6	43,1	51,1	48,3	46,0	-2
Capitales	399	389	374	333	303	-30
No Capitales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
Entidades descentralizadas	1.781	1.666	1.474	1.323	1.117	-206
Total Sector Público	22.258	24.339	25.395	23.736	26.029	2.292

Fuente: CGR, CDEFP

1.1.2. Deuda pública interna del SPT

Para definir cuáles son los registros que la CGR hace de la deuda interna del SPT, es importante separarlos por niveles de gobierno pues con este tipo de clasificación donde se evidencia la reducción de la deuda neta. En este sentido, la deuda del GCN, se constituye por los bonos y títulos emitidos (TES B, Ley 546, TRD, agrarios, de valor constante, etc.), incluye además, los bonos pensionales emitidos, las diferentes asunciones de deuda por parte del GNC (ICEL, Corelca, Carbocol, etc).

Para el resto del sector público el mayor volumen de deuda surge de los llamados acuerdos de pago, que son actos de crédito público, mediante los cuales se legaliza el pago del servicio de la deuda externa de las entidades por parte del GCN a través de la cuenta CEDE, y otros préstamos del presupuesto nacional a las entidades. Así mismo, refleja las deudas que el sector público tiene con: el sector financiero privado y con otras entidades financieras estatales.

La deuda pública interna ascendió a \$133,4 billones, de la cual, el GCN posee \$104,2 billones siendo la más representativa (cuadro 1.4). El resto del sector público tiene \$29,2 billones, de los cuales \$9,9 billones corresponden a los acuerdos de pago.

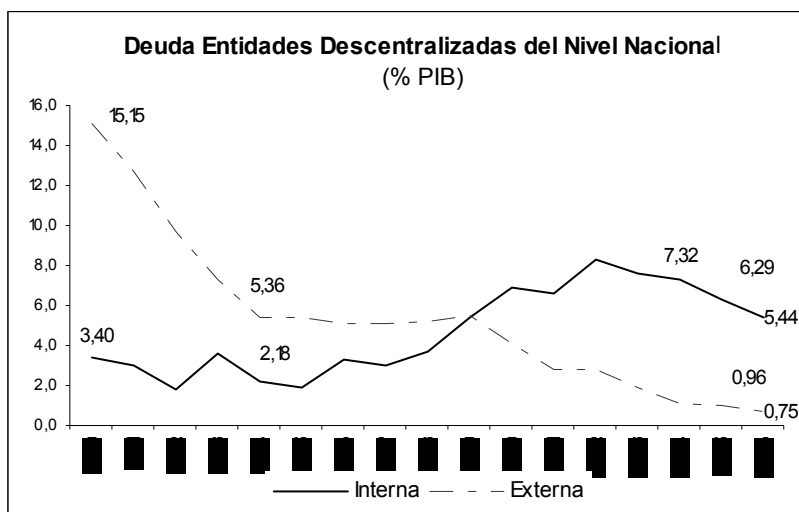
Cuadro 1.4

Saldo de la Deuda Pública Interna Bruta						
Millardos de pesos						
Entidad	2002	2003	2004	2005	2006	Crec 05 / 06
Nivel nacional	72.409	81.267	95.822	115.156	121.634	6.478
Gobierno Central	55.523	63.869	76.966	97.198	104.173	6.974
Entidades descentralizadas	16.886	17.398	18.856	17.958	17.462	-496
Nivel territorial	11.361	11.227	10.841	11.998	11.823	-174
Gobiernos centrales	5.297	5.113	4.616	4.937	4.960	23
Departamentos	2.347	2.172	1.716	1.667	1.559	-108
Capitales	2.328	2.316	2.319	2.662	2.759	97
No Capitales	623	625	580	608	642	34,2
Entidades descentralizadas	6.064	6.114	6.226	7.061	6.864	-197
Total Sector Público	83.770	92.494	106.663	126.971	133.457	6.487

Fuentes: CGR, CDEFP

El sector público descentralizado colombiano, entre 2002 y 2006 redujo su exposición al endeudamiento al pasar del 16,5% al 11% del PIB. Los cambios en la composición del sector público y la sustitución de deuda entre estas entidades y el gobierno nacional, generó dicha reducción. Esto se produce, además, por una mayor participación de los programas generales del gobierno nacional que, en los primeros años de la década de los noventa, representaban apenas el 13%, y para 2006 ya representan cerca del 87% del endeudamiento externo (gráfico 1.2), recursos con los cuales está atendiendo sectores que antes lo hacían las empresas o establecimientos públicos.

Gráfico 1.2



En el cambio de la composición, y en el papel del Gobierno Nacional como garante de la deuda externa, se han concentrado algunos de los principales problemas de la deuda pública. De hecho, parte del endeudamiento del sector público descentralizado que, en principio, es una deuda contingente para la Nación, posteriormente debe hacerse explícita, con lo cual se transforma en un problema para las finanzas del gobierno central. El crecimiento de la deuda interna se debe principalmente a la asunción por parte del gobierno nacional de muchos compromisos que se gestan en el nivel descentralizado (educación, salud, transporte, etc), y que, de una u otra manera debe financiarlos, generalmente con nuevo endeudamiento. Al parecer esta la política que se gestó en los años noventa, aún se mantiene, y, de hecho, es más evidente en aquellos sectores donde el proceso de descentralización ha quedado desfinanciado, y es el Estado, como tal, el responsable de proveer los recursos necesarios para saneamiento³.

1.2. Deuda pública del Gobierno Central Nacional (GCN)

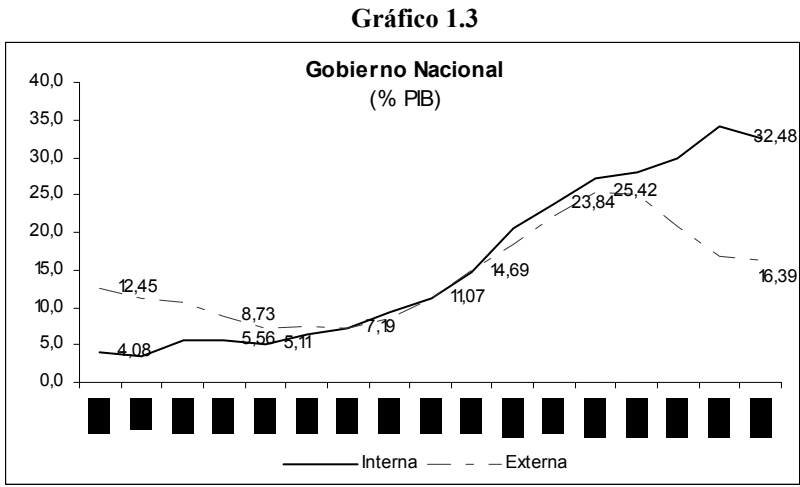
La importancia que ha cobrado la deuda pública en cabeza del Gobierno Central Nacional (GCN), hace necesario que se analice con más detalle su situación. Para la CGR se debe separar el análisis del GCN del resto del sector público, pues es donde actualmente se concentra la mayor problemática fiscal del país. Aunque desde la década pasada se ha insistido en que el gobierno nacional debe hacer un verdadero ajuste fiscal, sólo desde hace un par de años los esfuerzos en el ajuste fiscal y financiero se han concentrado, y por lo menos se ha logrado un equilibrio en el Sector Público no Financiero (SPNF).

No obstante, el gobierno nacional continúa en déficit y las cosas todavía están por solucionarse, a pesar que se han tenido las condiciones para ello. Varios hechos han influido en este comportamiento: las reformas estructurales, la búsqueda de la calificación de la deuda externa en grado de inversión, el crecimiento económico, la alta liquidez de los mercados internacionales y las bajas tasa de interés internas y externas.

³ Esta es la importancia de tener claridad entre la deuda bruta y neta, pues al restar buena parte del endeudamiento de las entidades de este sector se esconden los problemas donde el gobierno es el garante y último pagador de los problemas del Estado, y que tiene como único medio para cubrir sus compromisos endeudándose.

Todo ello facilitó la aplicación de políticas de financiamiento activas y la ejecución de operaciones de manejo de la deuda pública. Los resultados son evidentes, aunque insuficientes debido a la persistencia del déficit en este nivel de gobierno y la permanencia de las necesidades de financiamiento. Incluso, los mayores recaudos tributarios, las privatizaciones recientes y los excedentes de Ecopetrol deberían proveer una mayor posibilidad de ajuste y de cumplimiento de las metas del Marco Fiscal de Mediano Plazo⁴.

El saldo de la deuda del Gobierno Nacional Central (GNC), a diciembre de 2006, ascendió a \$156,75 billones (49,23% del PIB). De este monto, la deuda externa alcanzó los \$52,58 billones (US \$23.487), mientras que el registro de la interna ascendió a \$104,17 billones (cuadro 1.5). Estos montos reflejan la política del Gobierno Nacional de mantener una relación entre los dos tipos de deuda interna – externa de 2 a 1 (gráfico 1.3).



Las cuentas muestran que la deuda externa del gobierno se concentra en multilateral y tenedores de bonos, mientras que la interna en los TES B.

Por fuentes de financiamiento, la tendencia de captación de recursos registró como prestamista principal a los denominados tenedores de bonos, pues la colocación de títulos valores (externos e internos) para 2006 representa el 73,6% del total del financiamiento del

⁴ Esto se presenta en el Informe sobre la situación de las Finanzas del Estado, que se presenta conjuntamente con el presente informe.

Gobierno Nacional. En efecto, los tenedores de bonos externos alcanzan los \$31,52 billones, mientras que los tenedores internos (TES B) superan los \$84,25 billones, con lo cual se totalizan \$115,5 billones (cuadro 1.5). Por su parte, las otras fuentes tradicionales de financiamiento se concentraron en la banca multilateral (BID, BIRF y CAF), que alcanzaron los \$21,2 billones.

Cuadro 1.5

Deuda Pública GCN			
(Millones de pesos)			
	2005	2006	variación
Deuda Externa	47.599	52.583	4.985
Multilateral	18.518	21.229	2.710
Tenedores de Bonos	27.503	30.759	3.255
Otros prestamistas	1.577	596	-981
Deuda Interna	97.198	104.173	6.975
TES B	75.808	84.828	9.020
Resto deuda	21.390	19.345	-2.046
Total	144.796	156.756	11.959
Participación porcentual			
Externa	32,9%	33,5%	
Interna	67,1%	66,4%	

Fuente: CGR, DCEF

En 2006, como en años anteriores, se produjeron otros hechos importantes con los cuales se pudieron alcanzar mayores frutos sobre el manejo fiscal y financiero, dada una coyuntura favorable de tasa de cambio. En tal sentido, a pesar que se ejecutaron operaciones de manejo de la deuda con las cuales se redujo la exposición del gobierno, el ejecutivo hacía julio y septiembre realizó operaciones de prefinanciamiento del presupuesto de 2007 que incrementaron de nuevo sus saldos. Con ello no se dio el ajuste esperado propuesto desde diferentes escenarios, en especial, con la ejecución de prepagos de la deuda externa, sino que en el balance neto se presentó un incremento sustancial en los saldos nominales de la deuda. De esta forma, el saldo de la deuda interna en 2006 aumentó en \$6,97 billones, mientras que el de la externa lo hizo en cerca \$5 billones, y en total, la deuda del GNC se incrementó en de \$11,95 billones⁵ (cuadro 1.5).

⁵ Al ser un incremento en los saldos, esto es que los desembolsos resultaron superiores a las amortizaciones.

Aunque el Gobierno Nacional ejecutó operaciones de manejo de la deuda a lo largo de 2006, éstas no fueron suficientes para contrarrestar las operaciones de financiamiento, especialmente por la colocación de bonos para el prefinanciamiento del presupuesto de 2007, ocasionando que se aumentara, en forma considerable, su exposición al crédito y se perdió la oportunidad de ajustar la deuda externa, por ejemplo, con menores desembolsos o registrando más prepagos a algunas obligaciones que mantiene el GNC con tasas de interés fijas. De hecho, en el cierre fiscal de 2006, la apreciación del peso frente al dólar alcanzó 1,99%, toda vez que el precio del dólar pasó de \$2.282,22 en diciembre de 2005 a \$2.238,79 en diciembre 2006.

1.2.1. La deuda externa del GCN

La situación de la deuda externa ha tenido un cambio sustancial en los dos últimos años, especialmente por la coyuntura internacional, la política de financiamiento y su impacto en saldos adeudados. El hecho fundamental que marcó la caída en los saldos de la deuda valorados en pesos o como porcentaje del PIB, fue la apreciación del peso que, entre 2003 y finales de 2006, se valorizó en cerca del 40%. Así mismo, en 2005 el gobierno sustituyó deuda externa por interna, al hacer efectiva la recomendación de varios sectores económicos de realizar prepagos de deuda con excedentes de reservas internacionales y, con ello, disminuir las presiones sobre la tasa de cambio.

En total se prepagaron US \$3.250 millones, con lo cual, entre 2004 y 2005, la deuda se redujo en US \$1.659 millones. Con estos hechos, que surgen de la coyuntura cambiaria, se logró reducir los saldos de la deuda, su servicio, y se mejoró el perfil. Aunque, los resultados se sintieron principalmente en 2005, la menor apreciación del peso en 2006⁶, el déficit del gobierno nacional, los mayores desembolsos de crédito externo y la falta de coordinación entre el gobierno y el Banco de la República en la política cambiaria, no dejaron que la reducción fuese mayor. No obstante, el sobresaliente crecimiento económico hizo que los indicadores mejoraran sustancialmente en 2006.

⁶ La variación de la tasa de cambio fin de período (diciembre 31 de 2005 a 31 diciembre de 2007) resultó una apreciación de 1,99%; pero si es la variación promedio de 2006 fue una devaluación de 1,5%.

Entre 2004 y 2005 la deuda externa se redujo en US \$1.523 millones, al pasar de US \$22.361 a US \$20.838 millones, respectivamente. La razón básica de esta reducción, fue la ejecución de prepagos de deuda externa. Para 2006, el saldo aumentó de nuevo en US \$2.649 al registrarse un total de US \$23.487 millones (cuadro 1.6).

Esta situación muestra que la reducción de la deuda externa no estuvo enmarcada en una política del financiamiento, puesto que: i) fue una sustitución de deuda externa por interna, con lo cual los saldos internos se incrementaron proporcionalmente a la reducción de la externa, y; ii) no hubo una reducción sostenida de la deuda externa, sino que, por el contrario, el Gobierno Nacional logró un espacio fiscal y financiero que le permitió, casi en forma inmediata, una mayor contratación de deuda. Adicionalmente, el gobierno procuró garantizar deuda a algunas entidades para cubrir los compromisos adquiridos, por ejemplo, en materia del sistema de transporte masivo, programas de construcción de vías, saneamiento ambiental, entre otros, aunque también para la ejecución de prepagos (ISA con US\$350 millones, EAAB con US\$34,17 millones), o cambios de créditos en dólares a pesos (Isagen, Antioquia y Cartagena).

Cuadro 1.6

Saldo de la deuda externa del gobierno nacional y entidades						
Millardos de pesos						
Año	Gob. Nal.	Entidades Descentralizadas			Total Externa	
		Garantizada	Sin Garantía	Total		
1999	22.639	8.463	4.427	12.890	35.529	
2000	32.031	8.208	4.362	12.570	44.601	
2001	41.823	7.042	3.708	10.750	52.573	
2002	51.708	8.103	3.953	12.056	63.764	
2003	57.418	7.194	3.008	10.202	67.620	
2004	53.437	5.243	2.008	7.251	60.687	
2005	47.599	4.705	1.916	6.621	54.219	
2006	52.583	4.175	1.514	5.689	58.273	

Fuente: CGR, CDEFP

1.2.1.1 Composición de la deuda externa

La deuda externa del gobierno nacional se concentra en la banca multilateral (BID, BIRF, CAF, entre otras) y los denominados tenedores de bonos. En 2006, y con las operaciones celebradas, la deuda colombiana se concentró en los tenedores de bonos (52%);

banca multilateral (40,5%), y el 7,5% restante se encuentra contratado con la banca comercial, fomento, gobierno, gobiernos y proveedores (cuadro 1.7).

Cuadro 1.7

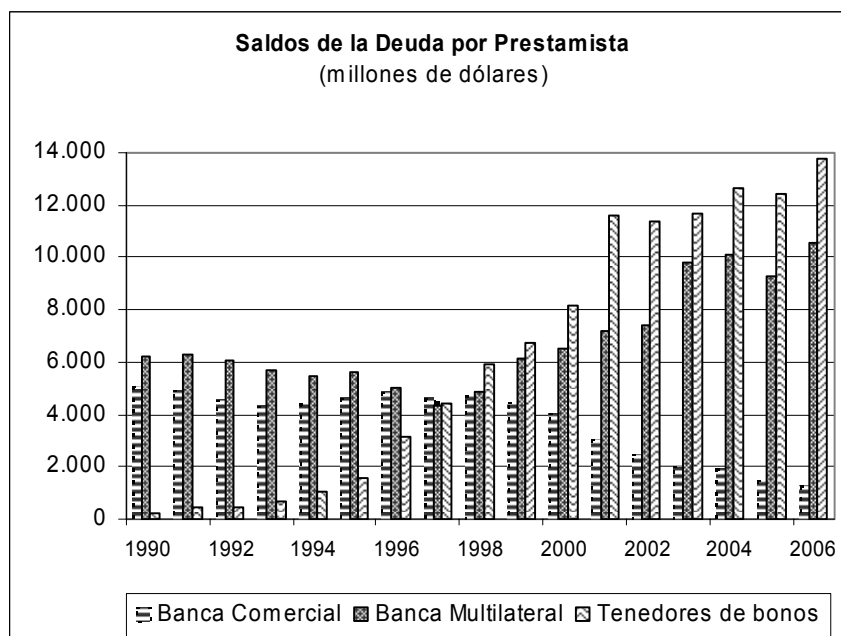
Saldos de la deuda pública externa del Gobierno Nacional					
por agente prestamista 2002-2006					
Cifras en millones de dólares					
Agente prestamista	2002	2003	2004	2005	2006
Banca comercial	1.041	990	1.171	542	136
Banca multilateral	5.628	8.161	8.698	8.107	9.482
Banca de fomento	43,98	46,35	44,97	35	35
Gobiernos	121,68	110,44	98,77	91	85
Proveedores	77	53	31	22	11
Tenedores de bonos	11.138	11.307	12.317	12.041	13.739
Total	18.049	20.667	22.361	20.838	23.487

Participación porcentual					
Agente prestamista	2002	2003	2004	2005	2006
Banca comercial	5,8	4,8	5,2	2,6	0,6
Banca multilateral	31,2	39,5	38,9	38,9	40,4
Banca de fomento	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Gobiernos	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4
Proveedores	0,4	0,3	0,1	0,1	0
Tenedores de bonos	61,7	54,7	55,1	57,8	58,5
Total	100	100	100	100	100

Fuente: CGR, CDEFP, Dirección de Cuentas y Estadís

En el gráfico 1.4 se muestra, en forma histórica, el ascenso de las colocaciones de bonos a lo largo de los años noventa y la concentración de los últimos cuatro años, como la principal y más usada fuente de financiamiento del Gobierno Nacional. Así mismo, se aprecia la dinámica, en cierta forma constante y creciente, en la utilización de la banca multilateral como fuente alternativa en los momentos de crisis, como se refleja en el salto en este tipo de financiamiento en 2002. Además, se aprecia que entre 2001 y 2005 la estrategia sobre la deuda procuró mantener los saldos de los bonos externos; sin embargo, en 2006 esta estrategia se rompió al incrementarse los saldos de estos títulos en cerca de US \$2.000 millones.

Gráfico 1.4



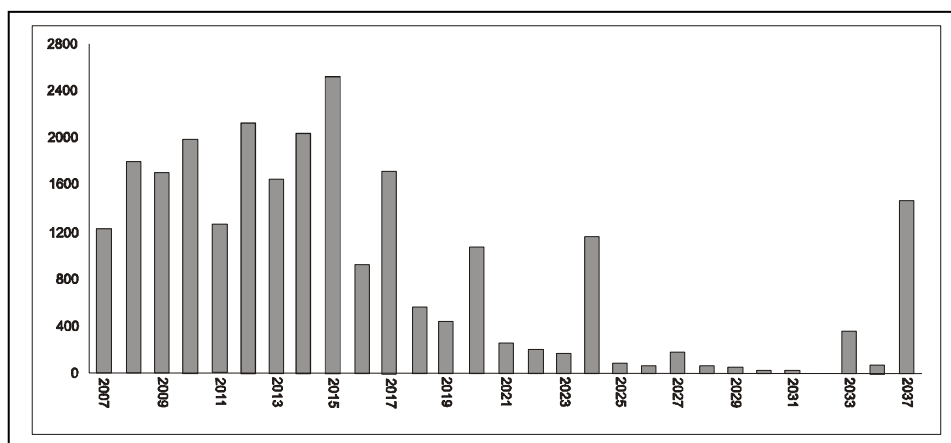
En este período la contratación con la banca multilateral cambia de estrategia utilizando diferentes opciones para coadyuvar al financiamiento del presupuesto del Gobierno Nacional. La principal y tradicional que era de financiamiento de la inversión (creación de infraestructura, capital humano, medio ambiente, entre otros); pero desde 2003 también incluye los llamados “créditos programáticos” que, a diferencia de los anteriores, no tienen destinación específica en proyectos de inversión en infraestructura o sociales. La otra estrategia importante fue la de realizar préstamos denominados en pesos, con lo cual se evitaba el riesgo cambiario.

Por último, es bien clara la política de marchitar fuentes tradicionales como la banca comercial, que en una rápida caída apenas conserva cerca de US \$1.283,5 millones, los cuales se encuentran en estudio de prepago; de igual forma sucede con proveedores (US \$91 millones); gobiernos (US \$163,8 millones) y fomento (US \$225,8 millones).

1.2.1.2. Perfil de la deuda

Con las operaciones de manejo de la deuda que se han dado en los últimos años, el Gobierno Nacional ha buscado mejorar sustancialmente su perfil. De hecho, si no se hubiesen realizado dichas operaciones los saldos serían más preocupantes. No obstante, es importante señalar, que aún se siguen acumulando vencimientos; en los próximos cuatro años el Gobierno Nacional tendrá que cubrir, en promedio, cerca de US \$2.000 millones. Por tanto, una política sana para reducir esos vencimientos tendrá que utilizar instrumentos de canje de la deuda por títulos a más largo plazo, o una política agresiva de utilización de reservas internacionales para prepagar algunos de esos créditos (gráfico 1.5).

Gráfico 1.5
Perfil de la deuda pública externa



1.2.2 La deuda interna del GCN

La deuda interna, en forma complementaria, sigue los mismos efectos de la deuda externa en el sentido de una gran acumulación, concentración en emisiones de bonos y gran sensibilidad a los cambios de la tasa de interés y de inflación, ya que en su mayoría corresponde a colocación de títulos. La deuda interna se concentra en emisiones de TES con un saldo de \$84,8 billones (81,4% de total); le siguen en monto los bonos pensionales con \$12,2 billones y los bonos y títulos utilizados para el saneamiento del sector financiero con

\$5,8 billones (Bonos Ley 546, Bonos TRD y los bonos del Banco Agrario); el resto, entre bonos para la paz, asunciones, acuerdos y otros bonos, suman \$1,4 billones (cuadro 1.8).

Cuadro 1.8

Saldo de la deuda interna bruta del gobierno nacional (2002-2006)							
Millardos de pesos							
Crédito	2002	2003	2004	2005	2006	Variación Absoluta	Participación %
Títulos de Tesorería	42.644	50.112	58.180	77.907	84.828	6.921	81,43
TES B en pesos	29.178	34.826	42.496	59.127	65.387	6.260	62,77
TES B – UVR	10.613	13.107	13.881	15.911	16.680	770	16,01
TES B – U\$	2.852	1.940	806	770	324	-446	0,31
TES B Corto Plazo	0	239	998	2.099	2.437	338	2,34
Saneamiento Sector Financiero	4.931	5.222	5.587	6.020	5.774	-246	5,54
Títulos Reducción de Deuda TRD	1.388	1.984	2.663	3.493	3.709	216	3,56
TES Ley 546	2.307	2.139	1.963	1.703	1.379	-325	1,32
Asunción deuda Caja Agraria	1.236	1.098	961	824	687	-137	0,66
Bonos de Pensiones	6.055	6.773	11.417	11.616	12.156	539	11,67
Bonos pensionales	4.640	5.091	9.716	9.901	10.434	533	10,02
Bonos de Valor Constante Serie B	1.321	1.634	1.669	1.678	1.681	3	1,61
B V C universidades	94	48	31	37	41	3	0,04
Bonos de solidaridad para la paz	1.244	1.262	1.275	1.283	1.093	-190	1,05
Otros Bonos, Asunciones, Acuerdos	649	500	507	371	321	-50	0,31
Total	55.523	63.869	76.966	97.198	104.173	6.975	100

Fuente: CGR, Anexo estadístico

La CGR registra todos esos títulos y bonos, dado que se ubican dentro de la definición amplia de deuda pública. En este sentido, el cuadro 1.8 muestra en forma separada, los componentes de emisión de títulos para el financiamiento presupuestal, como son los TES, y los bonos emitidos para respaldar: 1) contingencias del Estado, como la crisis del sector financiero; 2) Asunciones de la deuda pública de entidades estatales nacionales, y; 3) el reconocimiento de pasivos pensionales del Estado, ya directos por emisión de bonos pensionales que respaldan pensiones de las antiguas cajas nacionales y el ISS, o la emisión de bonos de valor constante, que respaldan las pensiones de las universidades pertenecientes al orden nacional. Queda un componente importante que es la emisión de los bonos Fogafín, que de hecho no aparecen dentro del registro del Gobierno Nacional Central como deuda, pero que sin embargo se están sirviendo con recursos del Presupuesto General de la Nación.

En este sentido, para el registro de la deuda y sus efectos presupuestales, todos estos títulos, bonos, asunciones e incluso los bonos Fogafin, son parte de la deuda interna y definen los pagos del servicio del GNC, la medición del riesgo de mercado, y el perfil de la misma. Procedimientos que realiza la Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

1.2.2.1. Tenedores de los TES

Son los Títulos de Tesorería (TES B) los que dominan el mercado de valores nacional, y, de hecho, es el papel más representativo por el menor riesgo, mayor rendimiento y más grande volumen. Obviamente, ésto tiene muchas implicaciones que están relacionadas con la coyuntura de los mercados y los fundamentales económicos, ya que también son los que estarían más expuestos a los vaivenes del mercado y están supeditados al manejo de las variables propias del Banco de la República –tasas de interés y control de la inflación-, al buen momento de la economía y al manejo responsable del gasto por parte del gobierno nacional. De tal forma que veamos con más detalle estos tipos de riesgo con esta fuente de financiación.

Uno de los puntos más importantes en el análisis de los TES, es el conocimiento de los poseedores de estos papeles. Evidentemente, la exposición de riesgo varía según el conocimiento del mercado de valores y la apreciación de los agentes acerca de las necesidades de financiamiento del Gobierno Nacional. En los años noventa, el sector público era más dinámico y concentraba la mayor parte de estos bonos. En los años 2000, el sector privado es el principal prestamista del Gobierno Nacional en cuanto a bonos internos, especialmente el sector financiero (cuadro 1.9), el cual se puede considerar mayor si se toma en cuenta la fiducia pública. En el cuadro referenciado se encuentra los patrimonios autónomos de Ecopetrol que se manejaban a través de Fiducolombia, Lloyds Trust Fid, Fiduciaria Bogotá y Fidupopular, y a partir de julio de 2006, cambiaron a las fiduciarias BBVA, Fiduagraria y otros que se constituyeron como “Consortios Ecopetrol Pensiones”.

Este hecho cobra especial importancia para muchas definiciones y riesgos del mercado de valores por las siguientes razones: 1) es deuda pura con el sector privado; 2) Se requiere precisar el riesgo de mercado; 3) Al cuantificar la deuda, es preciso determinar otras variables como la deuda pensional y los activos de las empresas.

Cuadro 1.9

Tenedores de los Títulos de Tesorería TES (Millardos de pesos)							
	2002	2003	2004	2005	2006	Variación 05/06	
						Absoluta	Relativa
Entidades públicas	23.240	24.543	26.041	35.151	37.325	4.652	14,2
Fondo de pensiones Ecopetrol ^{1/}	1.886	1.661	3.921	5.546	4.027	-1.519	-27,4
Instituto de Seguros Sociales	5.426	3.832	3.089	3.218	3.444	226	7
Banco de la República - TES Portafolio	2.874	3.753	1.615	3.028	2.590	-437	-14,4
Banco Agrario de Colombia S.A.	1.143	1.642	2.179	2.821	3.185	364	12,9
Otros tenedores sector público	11.910	13.655	15.237	20.538	24.078	6.018	33,3
Sector privado	19.306	25.331	31.142	40.657	45.066	1.931	4,5
Bancos	6.072	7.985	10.241	13.697	10.998	-2.699	-19,7
Fiduciarias	1.084	1.157	959	1.413	2.232	818	57,9
Fondos de pensiones y cesantías	4.127	5.089	8.361	13.150	16.300	3.151	24
Otros tenedores de bonos	8.022	11.100	11.581	12.397	15.536	661	4,4
TES B en circulación	42.547	49.873	57.183	75.808	82.391	6.583	8,7

Fuente: Dirección de Cuentas y Estadísticas Fiscales, CGR.
^{1/} Dichos recursos se manejan a través de Fiducolombia, Lloyds Trust Fid, Fiduciaria Bogota, Fidupopular.
* No incluye TES de corto plazo. Corresponde al valor nominal de los títulos.

Este equilibrio entre lo público y privado cobra mayor relevancia en los momentos de crisis; pues no es lo mismo liquidar portafolios con una caída en los precios y pérdidas que pueden llevar a la quiebra a empresas, o registrar pérdidas en los balances de los fondos pensionales, que sólo representen pérdidas en el monto futuros de las pensiones del sector privado, que asumir pérdidas en os portafolios de los establecimientos públicos y entidades estatales con cargo al presupuesto. Dado que se compensa con las ganancias que obtiene el emisor de los bonos. Este es parte del caso que se muestra a continuación, que corresponde a hechos acaecidos durante el segundo trimestre de 2006.

1.2.2.2 Títulos de tesorería: la crisis del segundo semestre

La alta volatilidad de los mercados mundiales durante el segundo trimestre de 2006, el incremento de las tasas de la Reserva Federal de Estados Unidos y la apreciación del peso colombiano, afectaron las tasas de rendimientos de los TES que se negocian en el mercado

secundario. Por ejemplo, el TES con vencimiento a julio de 2020, aumentó notablemente pasando del 7% a finales de febrero hasta 11,7% en junio.

La rentabilidad esperada, calculada con la curva cero cupón, aumentó en promedio 200 puntos básicos; en este sentido, es conocida la regla que a mayor rentabilidad (mayor interés) menor precio del título, lo cual supone que los inversionistas registraron pérdidas al cierre del segundo trimestre del año en sus balances por valoración a precios de mercado (contables) o por la liquidación de sus inversiones (reales) por un monto cercano a los \$6 billones⁷. Obviamente, buena parte de los tenedores resultaron afectados por este ajuste del mercado, especialmente, las entidades del Estado, los bancos y los fondos de pensiones que son los mayores tenedores de los títulos.

Sin embargo, para los inversionistas que tienen una estrategia de largo plazo, y mantuvieron sus portafolios hasta final del año, las pérdidas fueron menores, ya que la curva de rentabilidad presentó un importante descenso. De acuerdo con las estimaciones de la CGR, al haber mantenido el portafolio de TES desde marzo hasta diciembre de 2006, la pérdida registrada estaría al rededor de los \$2,8 billones.

Este efecto se mitigó en los establecimientos de crédito por efecto de las normas de valoración de portafolios, que les permitió clasificar las inversiones de acuerdo con el fin para el cual fueron adquiridas y por la diversificación de portafolios. De hecho, al revisar en sus balances el resultado por valoración de las inversiones a precios de mercado para 2006, éste resultó positivo por un monto de \$600.000 millones; sin embargo, es sustancialmente menor al resultado por el mismo concepto obtenido durante 2005, que estuvo cercano a los \$2 billones.

Por otra parte, algunos inversionistas tomaron otras opciones como es el caso de los establecimientos de crédito, que disminuyeron en 25% su participación en el portafolio de

⁷ De acuerdo con cálculos de valor a precios de mercado del portafolio total de los TES realizados por la CGR, tomando como referencia las rentabilidades de las curvas cero cupón publicadas por Infoval.

Títulos de Tesorería del Gobierno Nacional a favor de la cartera de crédito, que aumentó su participación en los activos en 26 puntos porcentuales.

El efecto de la volatilidad en las tasas de rendimientos de los TES en el mercado secundario se manifiesta en el primario: las colocaciones que se realizaron a través de los creadores de mercado reflejan un incremento en las tasas de corte. Por ejemplo, el TES con vencimiento en julio de 2020 se liquidó en enero de 2006 a 8,40%, con lo cual presentó el valor más alto en julio de 2006 (11,60%), y finalizó el año en 8,93%. En este caso, la pérdida la asumió el gobierno nacional, ya que al subir las tasas de corte de los títulos en el mercado primario, el precio de los TES bajó, con lo cual recibió menores recursos. Este efecto no se reflejó inmediatamente en los estados financieros, ya que la diferencia entre el valor nominal y el precio de colocación de los títulos se registra como prima o descuento en colocación de títulos y se amortiza gradualmente hasta la maduración del título⁸.

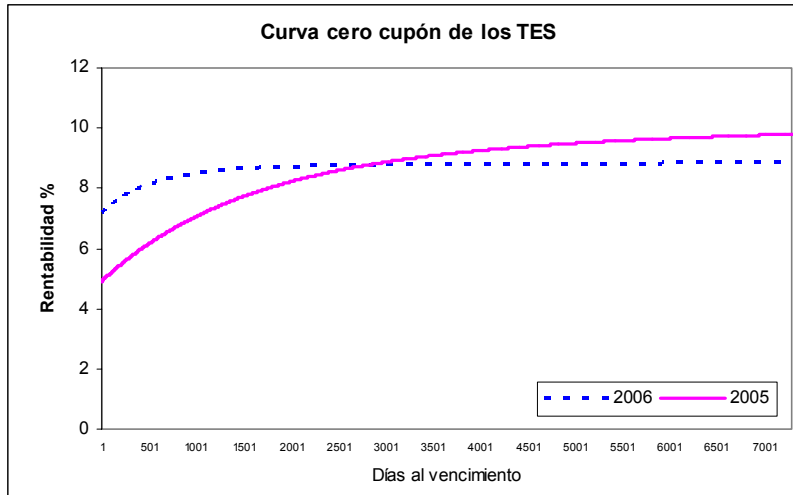
Algunas de las alternativas que utilizan los inversionistas para mitigar los riesgos de la caída en los precios de los TES son: diversificar su portafolio, realizar opciones de compra y venta de TES, hacer un *swap* de TES en pesos por yankees en dólares, intercambio de títulos por diferentes plazos (canjes) y realizar una estrategia de gestión de activos y pasivos (GAP). A pesar de estas opciones que tienen los tenedores de los títulos, la mejor solución sería la creación de un verdadero mercado de futuros y derivados, que les permita cubrirse del riesgo de cambios en la tasa de interés de estos papeles.

1.2.2.3 Efecto en la curva de rendimientos TES

La gráfica 1.6 muestra los principales efectos de la volatilidad de los mercados y de los ajustes monetarios del Banco de la República, que se reflejan en la parte corta de la curva de rendimientos de los TES. Durante 2006 el Emisor incrementó en 200 puntos básicos (pb) su tasa de interés de intervención.

⁸ Este hecho venía registrándose en el balance fiscal que presenta el Confis y que en años anteriores mostraba el total de la prima (o descuento) en el año de la colocación. Sin embargo, a partir de 2006, cuando se registran principalmente las mayores pérdidas se cambió la metodología para registrarse solo en las cuotas partes anuales de las amortizaciones.

Gráfico 1.6



Durante este período, las tasas de negociación de los TES, correspondientes a la parte corta de la curva de rendimientos, se incrementaron 228 pb en promedio, mientras que aquellos de mayor plazo se incrementaron 17 pb, en un comportamiento que explica el actual aplanamiento de la forma de la curva de rendimientos de los TES.

La alta volatilidad presente en las tasas de rendimientos de los TES durante el segundo trimestre del año, y las pérdidas registradas en los balances, hicieron que los inversionistas prefirieran los títulos de corto plazo, lo que explica el mayor incremento en las tasas de la parte corta de la curva.

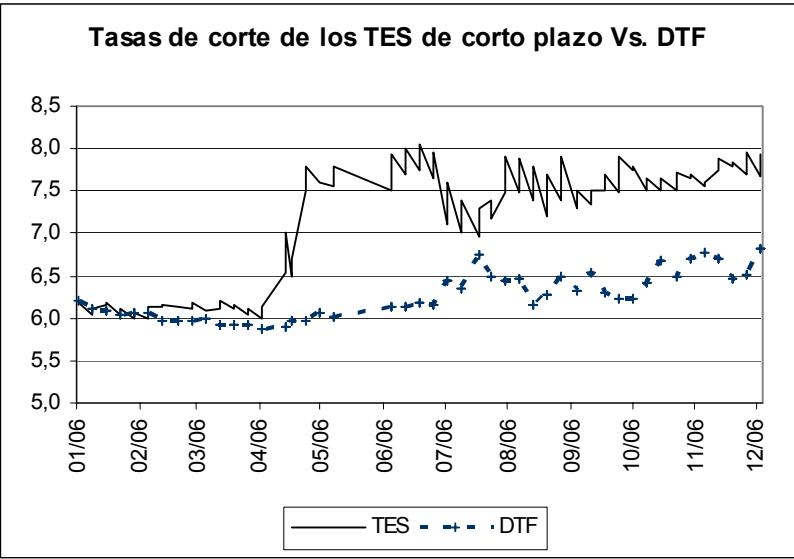
1.2.2.4. El manejo de los TES de corto plazo

Los Títulos de Tesorería - TES de corto plazo, destinados a financiar operaciones temporales de Tesorería, son títulos de deuda pública emitidos por el Gobierno Nacional (Ministerio de Hacienda y Crédito Público), con plazo superior a 30 días e inferior a 365 días. Son títulos desmaterializados, denominados en moneda legal colombiana, los cuales a diferencia de los TES de largo plazo destinados a financiar apropiaciones del Presupuesto General de la Nación, se colocan con descuento, es decir, que no tienen cupones y la

rentabilidad está dada por la diferencia entre el precio de colocación y el valor nominal de los títulos. Su colocación en el mercado primario se realiza por intermedio de subasta.

En 2006 se colocaron títulos con plazo de 182 días; se realizaron cuatro subastas semanales de \$60.000 millones cada una, para luego cerrarlas; y cuando le restan 98 días de madurez, son reabiertas para efectuar cuatro subastas adicionales con montos semanales de \$90.000 millones cada una, obteniendo una emisión fungible de \$600.000 millones. Las tasas de corte de las subastas en el mercado primario de los TES de corto plazo, al iniciar el año, ascendieron a 6,19%, mientras que al finalizar el año se ubicaron en promedio en 7,8%, lo que significa que al finalizar 2006 los inversionistas le exigieron un mayor rendimiento al Gobierno Nacional al momento de invertir los recursos en este tipo de títulos (gráfico 1.7).

Gráfico 1.7



Durante el primer trimestre de 2006 las tasas de corte de los TES de corto plazo presentaron valores similares con las de la DTF. A partir de abril, las tasas de los TES de corto plazo se dispararon creando una brecha en la que las tasas de los TES fueron superiores en 100 puntos básicos promedio.

En total, durante el año se colocaron TES de corto plazo por un monto de \$7,5 billones y se amortizaron títulos por \$7,2 billones, lo que significó un flujo neto de \$337,6 millardos en el año. Al cierre de la vigencia 2006 el saldo de estos títulos fue de \$2.436 millardos (cuadro 1.10).

Cuadro 1.10

Títulos de Tesorería TES de corto plazo					
Flujo neto en 2006					
(Millardos de pesos)					
2006	Colocaciones	Amortizaciones	Intereses ^{/1}	Saldos	Flujo neto
				2.099	
Enero	612	850	12	1.862	-238
Febrero	612	365	12	2.109	247
Marzo	765	319	15	2.554	445
Abril	612	612	12	2.554	0,16
Mayo	307	611	7	2.250	-304
Junio	615	590	15	2.274	25
Julio	615	612	15	2.277	3
Agosto	768	430	18	2.616	338
Septiembre	615	521	15	2.709	93
Octubre	615	613	15	2.711	2
Noviembre	768	1.042	18	2.437	-274
Diciembre	615	615	15	2.437	0,21
Total	7.519	7.181	169	28.788	338

Fuente: Dirección de Cuentas y Estadísticas Fiscales, CGR.

^{/1} Por tratarse de bonos cero cupón el rendimiento se establece como la diferencia entre el valor nominal y el precio de colocación

Con el Decreto 4732 de 2005 se autorizó la emisión de “Títulos de Tesorería -TES- Clase B”, denominados en moneda legal colombiana, hasta por la suma de \$3 billones, destinados a financiar operaciones temporales de Tesorería. La autorización conferida comprende también la facultad de emitir nuevos “Títulos de Tesorería –TES- Clase B” para reemplazar los que se amorticen por redención o recompra hasta por la cuantía anteriormente señalada.

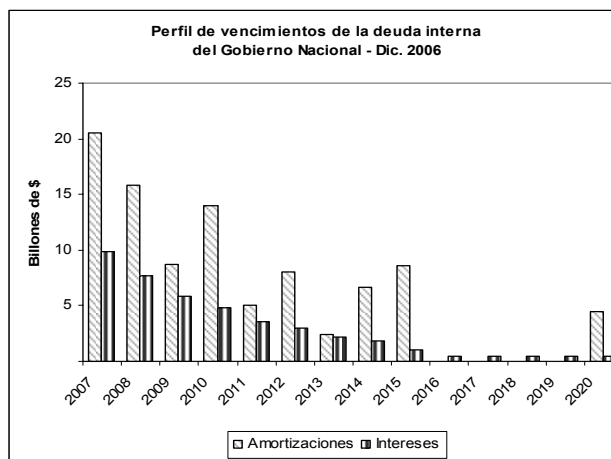
Los establecimientos de crédito negocian los Títulos de Tesorería TES de corto plazo en el mercado monetario para invertir los recursos de Tesorería de corto plazo, ajustando de esta forma sus necesidades de encaje. Así mismo, el Banco de la República utiliza estos títulos como instrumentos en el mercado monetario con el fin de regular la liquidez de la economía.

Las tasas de interés que se forman en dicho mercado son de crucial importancia para el Banco. La tasa de interés de las operaciones “repo” del Banco es la variable instrumental de la política monetaria: con dicha tasa se busca influir en la tasa de corto plazo del mercado (parte corta de la curva de rendimientos).

1.2.2.5. Perfil de la deuda interna

Al riesgo del mercado se suma la concentración de vencimientos de los TES en los próximos cuatro años. Como se aprecia en el gráfico 1.8, el *roll over* de los TES y los vencimientos de los TES son voluminosos y de corto plazo. De hecho, solo en 2007 tendrá que rotar más de \$16,5 billones y con el resto de títulos serán \$18,0 billones. Esta situación refleja la necesidad de proseguir con la política de canjes de la deuda, en la cual el Gobierno Nacional ha venido aplazando los vencimientos y postergando las decisiones de ajuste fiscal. El asunto resulta más complejo, dado que entre 2008 y 2010 el Gobierno tendrá que cubrir o rotar más de \$38,6 billones, que corresponden al 45% de los TES en circulación (gráfico 1.8).

Gráfico 1.8



El principal riesgo que tiene este tipo de deuda, además de las tasa de interés, se refiere al volumen de los títulos y los plazos de los mismos que obligan al Gobierno a hacer el *roll over* en forma más rápida. A ello se suma el riesgo de inflación y las mayores necesidades de financiamiento, las cuales, en los próximos años generarán situaciones en las cuales los

agentes del mercado se verán abocados a tomar los bonos del gobierno, cobrando una mayor tasa para afrontar el riesgo o dirigiendo sus inversiones hacia el sector real (cuadro 1.11).

Cuadro 1.11

Perfil de vencimientos de la deuda interna														
- Diciembre 31 de 2006														
Millardos de pesos														
Amortizaciones	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Títulos de Tesorería TES	16.545	14.023	7.596	12.535	4.097	7.265	1.836	6.062	7.912	0	0	0	0	4.519
TES ley 546	387	387	387	90	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Caja Agraria	137	137	137	137	137	137	0	0	0	0	0	0	0	0
Títulos de Reducción de la Deuda TRD	0	0	0	539	580	595	590	616	722	0	0	0	0	0
Bonos de Solidaridad para la paz	371	652	23	18	7	8	3	0	0	0	0	0	0	0
Bonos Fogafin	682	588	618	721	203	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TES de Corto Plazo	2.437	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total	20.559	15.787	8.761	14.040	5.024	8.005	2.429	6.679	8.634	0	0	0	0	4.519

Fuente: CGR, CDEFP, Dirección de Cuentas y Estadísticas Fiscales

1.3. Servicio de la deuda del Gobierno Nacional

El servicio de la deuda pública comprende el pago de la cuota de capital (amortización) y la remuneración del capital (intereses). Aunque presupuestamente estos dos componentes van juntos dentro de la cuenta del servicio de la deuda, en el balance fiscal los intereses se consideran como gasto y van por encima de la línea, mientras que las amortizaciones lo hacen como financiamiento y se ajustan por debajo de la línea.

De ahí que estas definiciones, a pesar de ser simples para los analistas, son importantes para la determinación del déficit y, por consiguiente, para la aplicación de las políticas de ajuste fiscal y sostenibilidad financiera. De hecho, en teoría, siempre se insiste en que la deuda no hay que pagarla, sólo hay que servirla. Y es en este caso, en la solvencia de un país, en donde se ha originado la mayor parte de la crisis del endeudamiento. Buena parte de la política de manejo de la deuda se ha dedicado a aplazar los vencimientos o a realizar canjes, etc, con el fin de disminuir los costos en el presupuesto del servicio de la deuda. Y por su parte, la discusión sobre las tasas de interés pactadas en la contratación de la deuda genera otro debate interesante, que va *pari passu* con los vencimientos. Esto es que dependiendo si las emisiones son de corto o largo plazo, el monto de los intereses subirá y dependiendo de ello, también el

roll over de la deuda será más rápido y su impacto presupuestal mayor, puesto que se tendrán que apropiarse montos mayores para el cubrimiento del servicio.

Por tanto, y con el fin de estudiar esta problemática, se analizará lo ocurrido en los últimos años, para luego concentrarse en los resultados 2005 y 2006.

1.3.1. El componente histórico del servicio de la deuda

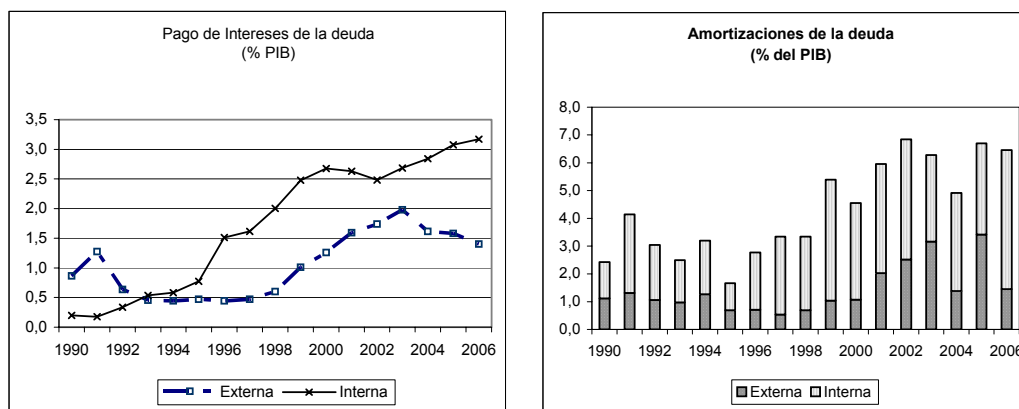
Con el ascenso de los montos de la deuda pública también crecieron los montos incorporados al presupuesto por concepto del servicio de la deuda. Como se aprecia en el gráfico 1,9, tanto los intereses como las amortizaciones empezaron desde 1995 un vertiginoso ascenso hasta llegar a representar en 2006 cerca del 5% del PIB en el caso de los intereses y el 12% del PIB en las amortizaciones.

Dentro de este manejo, es clave insistir en que, a lo largo de este período, se adelantaron operaciones que, en definitiva, han ido aplazando los vencimientos, con lo cual se aumenta el pago de los intereses. Solamente después de 2003, en el caso de la deuda externa, tanto el pago de los intereses como de las amortizaciones se redujo con ocasión de dos hechos: 1) la apreciación del peso, y; 2) las operaciones de manejo de la deuda, en especial la realizada en 2005, cuando se prepagó deuda externa mediante la compra de reservas internacionales.

El servicio de la deuda interna ha tenido un crecimiento sostenido a partir de 1994, que se ha visto acentuado desde 2002, por efectos de la sustitución de deuda externa por interna. Este crecimiento presentado encuentra relacionado con el inicio de las operaciones en el mercado interno de los TES de corto plazo que, a la vez de servir de financiamiento, buscaban establecer una verdadera curva de interés referencia para el corto plazo. En el gráfico 1.9, sin embargo, se muestran sólo las operaciones que son de largo plazo y que reflejan el crecimiento del servicio como porcentaje del PIB. Se puede hacer el siguiente análisis: El pago de intereses pasó de niveles del 1% del PIB a principios de la década de los noventa, a 4,57% del PIB a finales de 2006, mientras que las amortizaciones pasaron de 2,43% del PIB a 6,46% del PIB, en ese mismo lapso. Obviamente, ese crecimiento muestra el peso que adquirió el servicio de

la deuda dentro del presupuesto anual del Gobierno y las necesidades de financiamiento solo para cubrir el *roll over* de la miama (gráfico 1.9)

Gráfico 1.9



1.3.2. La ejecución a 2006

A diciembre de 2006, el GCN pagó por el servicio de la deuda (intereses, comisiones y amortizaciones) \$48,03 billones, de los cuales, correspondieron \$38,86 billones (81%) a la deuda interna y \$9,17 (19%) a la deuda externa. Del total pagado por amortizaciones se destinaron \$24,99 billones para cubrir los vencimientos de la deuda interna y \$4,58 billones para la externa (cuadro 1.12). Dentro del monto de amortizaciones de deuda interna se incluyó el movimiento de los TES de corto plazo por \$7,2 billones y las operaciones de canje de la deuda por \$5,49 billones, con lo cual, el total de amortizaciones registradas en el neto ascendieron a \$16,02 billones.

Cuadro 1.12

Servicio deuda GCN (Enero- Diciembre 2006)							
Millardos de pesos							
	Interna			Externa			Total Servicio
	Amortizaciones	Intereses y comisiones	Total	Amortizaciones	Intereses y comisiones	Total	
Enero	936	383	1.320	216	563	778	2.098
Febrero	566	1.225	1.790	88	461	549	2.339
Marzo	1.238	773	2.011	1.840	218	2.058	4.069
Abril	5.874	1.379	7.253	101	202	302	7.555
Mayo	1.939	458	2.397	504	361	865	3.262
Junio	1.261	452	1.712	1.224	312	1.536	3.249
Julio	6.127	2.084	8.211	158	420	577	8.788
Agosto	464	663	1.128	111	293	404	1.531
Septiembre	4.908	1.556	6.465	177	674	852	7.316
Octubre	668	253	921	126	511	637	1.558
Noviembre	4.052	919	4.971	54	236	290	5.261
Diciembre	664	24	688	79	239	318	1.006
Total Ene - Di	28.697	10.170	38.867	4.678	4.489	9.167	48.034

Fuente: CGR, CDEFP

* Las amortizaciones de la deuda interna incluyen los prepagos y canjes de marzo, junio y septiembre. y en la externa los prepagos de agosto.

En concordancia con los montos adeudados, es evidente que el *roll over* de la deuda del GCN es muy acelerado, cuando el total de TES B en circulación se sitúa en el orden de los \$84 billones, con lo cual, el Gobierno debe rotar cerca del 35% de dichos títulos anualmente (cuadro 1.13). En este sentido, los vencimientos de la deuda externa tienen un mejor perfil, ya que los vencimientos están dispuestos a mayores plazos.

Del monto total e intereses (\$14,7 billones), se pagaron \$10,2 billones a la deuda interna y \$4,5 billones a la externa. De nuevo, este comportamiento está relacionado con los saldos adeudados, las tasas de interés pactadas y la variación de la tasa de cambio, en el caso de la externa.

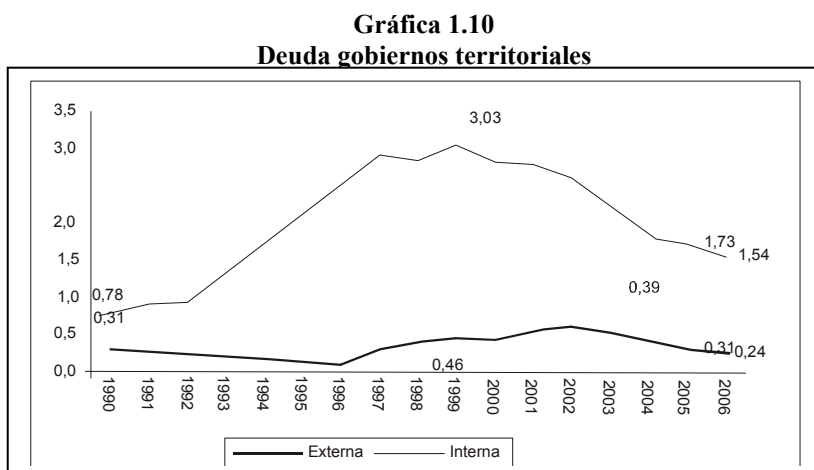
Cuadro 1.13

Deuda Interna Gobierno Nacional				
Amortizaciones a diciembre 31 de 2006				
Millardos de Pesos				
Crédito	Amortizaciones Totales	Canjes	Corto plazo	Amortizaciones
Títulos de Tesorería Tes B	20.525	5.489	0	15.036
TES B (Corto Plazo)	7.181	0	7.181	0
TES Ley 546 de 2000	383	0	0	0
Bonos para la paz	198	0	0	0
Bonos valor constante Emision B	152	0	0	0
Banco Agrario S.A.	137	0	0	0
Otros Bonos y asunciones	120	0	0	120
Total deuda CGR	28.697	0	7.181	16.027

Fuente: Dirección de Cuentas y Estadísticas Fiscales, CGR.

1.4. Deuda pública de los gobiernos territoriales 2005-2006: las reglas fiscales

Con la aplicación de las reglas fiscales establecidas en las Leyes 358 de 1997, 617 de 2000 y el posterior ajuste establecido en la Ley 819 de 2003, que obligó a establecer el Marco Fiscal de Mediano Plazo, buena parte de la cuota de ajuste fiscal y financiero lo pusieron las entidades territoriales. El déficit consolidado de estas entidades se redujo generando un superávit en 2005 y 2006. La deuda pública, por consiguiente, también se redujo. En efecto, el saldo de la deuda de los gobiernos territoriales pasó de 3,5% del PIB en 2000 a 1,8% del PIB en 2006 (gráfica 1.10).



Este quiebre en la tendencia estuvo asociado a la aplicación de las reglas fiscales diseñadas para controlar el crecimiento del endeudamiento interno, mediante la obligación de determinar la capacidad de pago de las entidades territoriales (Ley 358 de 1997) y los ingresos corrientes de libre destinación y reducir los gastos de funcionamiento (Ley 617 de 2000). Dicha reducción estuvo asociada al crecimiento de los ingresos provenientes de las regalías petroleras –dado los buenos precios del petróleo–, y la posibilidad de pagar la deuda pública contratada con el sector financiero nacional, lo cual se hizo en 2003 con recursos del Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP), que favoreció a buena parte de municipios y departamentos.

La reglamentación de las leyes de transparencia fiscal y la obligatoriedad de plantear e informar el Marco Fiscal de Mediano Plazo para estas entidades, encaminó el proceso de ajuste hacia mantener un superávit primario, cuantificar la deuda financiera, aplicar las restricciones de la capacidad de pago, no comprometer vigencias futuras en el último año de gobierno y, especialmente, cuantificar sus pasivos contingentes. La aplicación estricta de esta norma debía proveer resultados exitosos; no obstante, subsisten casos en los cuales ninguna de las anteriores reglas se ha cumplido, con lo cual se debe insistir que aún no está totalmente saneada la situación fiscal en todo el país.

A ello se sumó la crisis que afectó algunas entidades descentralizadas como los hospitales y su conversión en Empresas Sociales del Estado (E.S.E.), y que si bien no afectaba directamente a la administración departamental y municipal, debió ser saneada mediante préstamos condonables del Gobierno Nacional a aquellas administraciones. Esta misma problemática, bajo el mismo esquema, ya la habían superado las secretarías de educación y salud en 2005. De tal forma, se inició un proceso de ajuste similar al de los municipios y departamentos, con la diferencia de que los hospitales y otras entidades si podían quebrarse y cerrarse definitivamente.

En el período 2002–2006 se evidenciaron los resultados del ajuste: los gobiernos centrales registraron una sensible reducción en los saldos de deuda por los prepagos realizados al sector financiero con recursos del FAEP. Además, incidieron las mayores restricciones impuestas por la Ley 819 de 2003, en el sentido de exigir la determinación de la capacidad de pago y la certificación de ingresos corrientes de libre destinación, como reglas fiscales dispuestas para generar un superávit primario. Así las cosas, desde 2005 se generó un superávit fiscal en el ámbito territorial. Estas entidades emprendieron procesos de ajuste tributario con modernización del proceso de recaudo y cambios en el orden de formación y actualización catastral, lo cual dejó nuevos recursos a los erarios departamentales y municipales, que tuvieron mayor incidencia en 2006 y servirán para la inversión regional y local.

Mientras los departamentos redujeron su deuda de \$2,3 billones en 2003 a \$1,7 billones en 2006, las capitales mantuvieron sus niveles de endeudamiento en \$3,4 y \$3,4 billones en el mismo periodo. El ajuste se evidencia entonces en los departamentos y es apreciable en el conjunto cuando se evalúa en términos del PIB, ya que la deuda se redujo de 3,2% a 2,1% entre 2003 y 2006 (cuadro 1.14)

Cuadro 1.14

Saldo de la Deuda Territorial (2002 -2006)							
Millardos de pesos							
Entidad	2002	2003	2004	2005	2006	Incremento	Crec %
Nivel Territorial	17.694	17.057	15.380	15.891	15.107	-784	-4,93
Gobiernos Centrales	6.527	6.314	5.632	5.808	5.742	-66	-1,14
Departamentos	2.432	2.292	1.838	1.778	1.662	-115	-6,49
Capitales	3.472	3.398	3.213	3.422	3.438	15	0,45
Municipios no capitales	623	625	580	608	642	34	5,61
Entidad Descentralizadas	11.167	10.743	9.749	10.083	9.365	-718	-7,12

Fuentes: CGR y Contralorías Departamentales, Distritales y Municipales.

Es preciso destacar que, a pesar de las reglas fiscales y su aplicación, fueron decisivos los resultados del sector petrolero en el desempeño financiero territorial. A través de recursos del FAEP, que se fondea con las regalías petroleras, se incrementaron los ingresos de los gobiernos departamentales y municipales contribuyendo al financiamiento de la inversión territorial en el período reciente; ante los críticos niveles de endeudamiento de algunas entidades territoriales, se abrió la posibilidad de cubrir el servicio de la deuda vencido con el sistema financiero con recursos de las regalías ahorradas en el FAEP.

El FAEP fue creado inicialmente para evitar presiones de las bonanzas petroleras sobre la política monetaria; no obstante, había una restricción legal a esta aplicación de recursos por su destinación específica. El artículo 133 de la Ley 633 de 2000, abrió la posibilidad de realizar dichos pagos con recursos de regalías. También la Ley 781 de 2002 estableció la posibilidad de destinar recursos provenientes de regalías para cubrir indemnizaciones, pensiones y demás costos de las reestructuraciones administrativas y permitió pagar la deuda pública al sector financiero.

1.4.1. Los resultados del endeudamiento 2005-2006

El saldo de la deuda del nivel territorial (gobiernos centrales y entidades descentralizadas territoriales) disminuyó en el periodo 2005-2006, tanto nominal como porcentaje del PIB, al pasar de \$15,9 billones en 2005 a \$15,1 billones en 2006, presentando una reducción de 0,9% del PIB, comportamiento que sigue la tendencia presentada desde 1999, resultado del cambio en las reglas institucionales que regían el endeudamiento territorial y la disciplina fiscal de estos niveles de gobierno, mediante las cuales se reestructuró la deuda territorial y se realizó un ajuste administrativo y financiero que permitió el saneamiento fiscal. (cuadro 1.15)

Cuadro 1.15

Saldo de la Deuda Territorial (2002 -2006)						
Porcentaje del PIB						
Entidad	2002	2003	2004	2005	2006	Incremento
Nivel Territorial	8,70	7,46	5,97	5,57	4,71	-0,86
Gobiernos Centrales	3,21	2,76	2,19	2,04	1,79	-0,25
Departamentos	1,20	1,00	0,71	0,62	0,52	-0,10
Capitales	1,71	1,49	1,25	1,20	1,07	-0,13
Municipios no capitales	0,31	0,27	0,23	0,21	0,20	-0,01
Entidad Descentralizadas	5,49	4,70	3,78	3,53	2,92	-0,61

Fuentes: CGR y Contralorías Departamentales, Distritales y Municipales.

El desempeño del nivel territorial en la disminución del saldo de la deuda se presentó en un entorno de crecimiento económico e incremento de los recursos propios de las entidades, circunstancias que permitieron disminuir la demanda de crédito. La reestructuración de pasivos, a través de los acuerdos celebrados en algunos municipios y departamentos, permitió orientar los recursos de ahorro a la inversión.

De esta forma, las administraciones centrales redujeron el saldo de la deuda en 0,25% del PIB, al pasar de \$5,8 billones en 2005 a \$5,7 billones en 2006, mientras que las entidades descentralizadas territoriales lo redujeron en 1,4% del PIB, al registrar \$6,8 billones, es decir, \$3,2 billones menos que en 2005 (cuadro 1.16). En este sentido, aunque en el agregado

las entidades descentralizadas son las que muestran un mayor ajuste en el endeudamiento, éste tiene que ver con la disminución en la deuda externa, debido en primera instancia a la apreciación del peso y a la ejecución de prepagos (cuadro 1.16).

Cuadro 1.16

Deuda Pública Territorial Administraciones Centrales				
Saldos por Tipo de deuda (2005 - 2006)				
Millardos de Pesos				
Entidad	Tipo	2005	2006	Variación
Departamentos	Total	1.778	1.662	-115
	Interna	1.667	1.559	-108
	Externa	110	103	-7
Capitales	Total	3.422	3.438	15
	Interna	2.662	2.759	97
	Externa	761	679	-82
Municipios no Capitales	Total	608	642	34
	Interna	608	642	34
	Externa	-	-	-
Total Gobiernos Centrales	Total	5.808	5.742	-66
	Interna	4.937	4.960	23
	Externa	871	782	-89

Fuentes: CGR y Contralorías Departamentales, Distritales y Municipales.

Los departamentos y capitales redujeron su deuda en \$118,7 millardos y \$124,2 millardos, respectivamente. En términos del producto, las entidades que más contribuyeron con la reducción fueron las entidades descentralizadas, al pasar de 3,5% del PIB en 2005 a 2,1% en 2006.

Entre tanto, las entidades descentralizadas participan en una mayor proporción en el total de la deuda del nivel territorial; en 2005 éstas participaban con el 63,5% de la deuda territorial y en 2006 con el 58,1%, con lo cual se evidencian los altos niveles de endeudamiento de estas entidades, pese a la disminución del saldo total.

En cuanto a la reestructuración de pasivos, durante 2006 siete departamentos que presentan dificultades financieras con perspectivas de mejoramiento, se encuentran en acuerdos de reestructuración en ejecución⁹, así como 74 municipios, lo que implica un

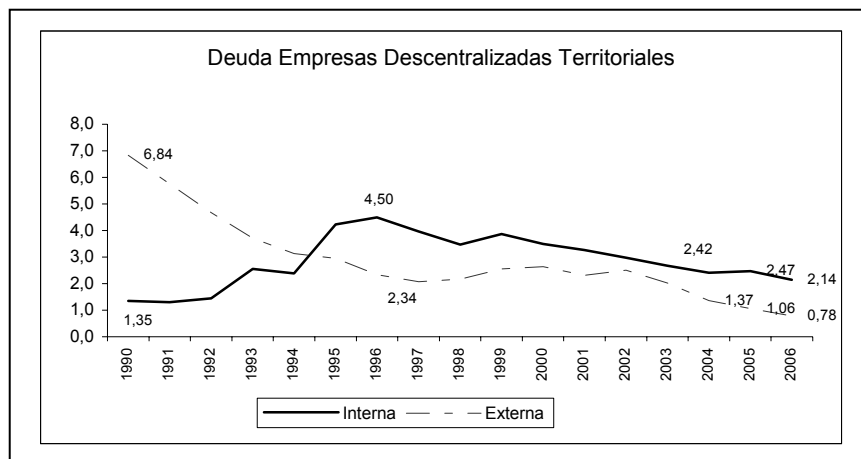
⁹ Amazonas, Guainía, Magdalena, Nariño, San Andrés, Tolima y Vichada.

mejoramiento de las finanzas de estas entidades. Solamente en el municipio de Tadó - departamento del Chocó - se observó fracaso en el acuerdo de reestructuración de pasivos al no obtenerse consenso con los acreedores, situación que agrava las dificultades financieras de este municipio.

1.4.2. Deuda del sector público descentralizado territorial

Al igual que en el nivel nacional, el Sector Público Descentralizado Territorial (SPDT) fue determinante en la conformación de la infraestructura física de la región, especialmente en los años ochenta, cuando se inició la construcción de megaproyectos relacionados con hidroeléctricas, la explotación carbonífera y de transporte. Dadas las restricciones de ahorro interno, fue necesario recurrir al crédito externo contando con el aval de la Nación. Como contrapartida, las entidades firmaron acuerdos de pago. No obstante, a lo largo de los años noventa se presentó atraso en los proyectos liderados por entidades como ICEL, Corelca, Metro de Medellín y Carbochol, con lo cual se llegó al incumplimiento del servicio de la deuda externa, a la vez de los acuerdos de pago con la Nación. Así, la puesta en marcha de dichos proyectos no se tradujo en una reducción de los pasivos del sector público descentralizado, sino que, además de privatizar algunos de los proyectos o liquidar entidades, la deuda con la Nación se consolidó y en alguno de ellos se asumió (gráfico 1.11).

Gráfico 1.11
Deuda empresas descentralizadas territoriales



Un caso especial lo constituye el Metro de Medellín, que registra acuerdos de pago con la Nación por un monto superior a \$3,9 billones (además de una deuda externa por US\$ 650 millones), debido a la acumulación de pagos no realizados al gobierno nacional por concepto de servicio de la deuda externa.

Actualmente se gestan procesos similares en los sectores de salud, transporte, vías y saneamiento básico y agua potable, los cuales se están cubriendo con recursos del crédito externo garantizado por la Nación y ejecutado directamente por algunas entidades territoriales. En el caso del sector salud, el Gobierno contrató un crédito BID, mediante el cual cubrió los costos de la reestructuración de hospitales con préstamos condicionados y condonables a las entidades. El condicionamiento exige el cumplimiento de programas de ajuste administrativo y financiero.

En el caso del transporte, la Nación, en cumplimiento de la Ley 310 de 1996 (Ley de Metros), financia parcialmente la construcción de los sistemas integrados de transporte para seis ciudades, que actualmente demandan crecientes recursos -externos e internos- los cuales deberán apropiarse durante varias vigencias, de cuyo resultado depende su impacto sobre las finanzas nacionales y locales¹⁰.

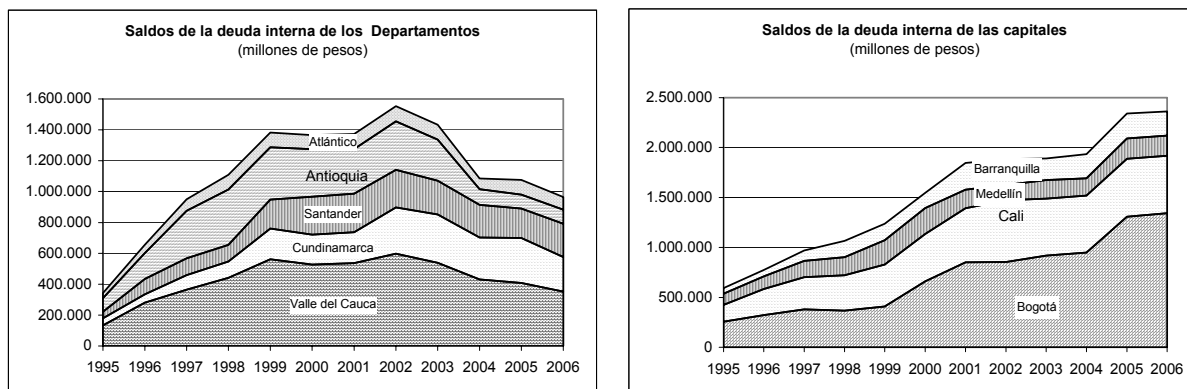
De esta manera, y aún cuando en la década de los noventa el saldo de la deuda externa de las entidades descentralizadas se redujo ostensiblemente, su endeudamiento interno con el GNC aumentó. En los últimos años la deuda externa garantizada comenzó de nuevo a crecer y al final, buena parte de estos pasivos son asumidos por la Nación.

1.4.3. Situación de las entidades más endeudadas

¹⁰ La Nación apoya los sistemas de transporte masivo de Transmilenio, en Bogotá, Megabús en Pereira, TransCaribe en Cartagena, MIO en Cali y los SITM de Bucaramanga y Barranquilla. Más recientemente, el gobierno nacional emprendió la adquisición de créditos externos con dos propósitos: 1) el financiamiento de la red vial secundaria que administrarán los departamentos, y 2) la garantía de créditos a los departamentos para proyectos de acueductos y alcantarillados para la Guajira y el Cesar.

Aunque el ajuste se dio en buena parte del ámbito territorial, la CGR siempre ha insistido en que si bien era imprescindible la aplicación de las reglas fiscales de control al endeudamiento y a los niveles de gasto, es claro que algunas entidades, las más endeudadas¹¹, debieron ser las más indicadas para su aplicación, pues de hecho, entre 1997 y 2006, mantuvieron niveles elevados de deuda por diferentes motivos. En este sentido, la tendencia de los departamentos al aplicar el ajuste fue retornar a los niveles de 1997, mientras que las ciudades capitales continuaron con el crecimiento de la deuda. Estos hechos se reflejan plenamente en el gráfico 1.12, del cual vale la pena señalar el efecto que genera Bogotá por los niveles de endeudamiento, no obstante la tendencia similar en el resto de municipios. La hipótesis fundamental de este comportamiento radica en la mayor ejecución de inversiones que realizan las capitales y la creación de infraestructura que vienen realizando en los últimos años (gráfico 1.12).

Gráfico 1.12



De esta muestra cabe señalar el comportamiento de los departamentos del Valle, Santander y Atlántico, que estuvieron en programas de ajuste fiscal y financiero desde finales

¹¹ Entidades que registran un endeudamiento superior a los \$200.000 millones.

de la década pasada, y que efectivamente lograron ajustar sus finanzas. Dentro de este grupo, Antioquia y Cundinamarca no han tenido mayores contratiempos en cuanto al manejo de sus finanzas. En el caso de las capitales, los mayores desajustes fiscales lo han tenido Cali y Barranquilla; esta última no ha logrado salir de la crisis fiscal.

Las demás entidades territoriales adeudan, cada una de ellas, menos de \$80.000 millones. Pero también, sufrieron el ajuste fiscal. No obstante cabe resaltar el crecimiento exagerado del endeudamiento que ha tenido departamentos como Boyacá, en los dos últimos años, y Arauca en 2006. Dentro de las ciudades capitales, este comportamiento se presenta en Cúcuta y Armenia.

Por último, dentro del grupo de los municipios no capitales más endeudados, diez de ellos concentran el 21% del endeudamiento, con montos entre \$8.000 millones y \$19.000 millones, entre los cuales figura: Envigado, Bello, Apartado, Turbo, Palmira, Magangué, Barranca, Florida, Maicao y Melgar. En general, la mayoría de municipios colombianos tienen un endeudamiento bajo: en los resultados de 2006, de un total de 1.036 municipios que reportan información, el 32% (336 municipios) no posee deudas (su saldo es igual a cero) y el 68% restante (691 municipios), tiene una deuda menor a \$7.000 millones.

No obstante, aunque en el agregado total la deuda de los municipios se mantiene o ha disminuido, muchos municipios en 2006 aumentaron sustancialmente su endeudamiento, mostrando la tendencia reconocida que en los dos últimos de administración aumentan la contratación de deuda pública¹².

Si bien el ajuste se dio a todo nivel, aún persisten entidades que mantienen altos niveles de endeudamiento, especialmente con crecimientos durante el último año. Obviamente, éstos deberán estar amparados en el cumplimiento de la Ley 819 de 2003, y se suponen que cuentan

¹² Véase el en anexo estadístico de la deuda, donde se detalla el stock y el flujo de cada uno de los municipios.

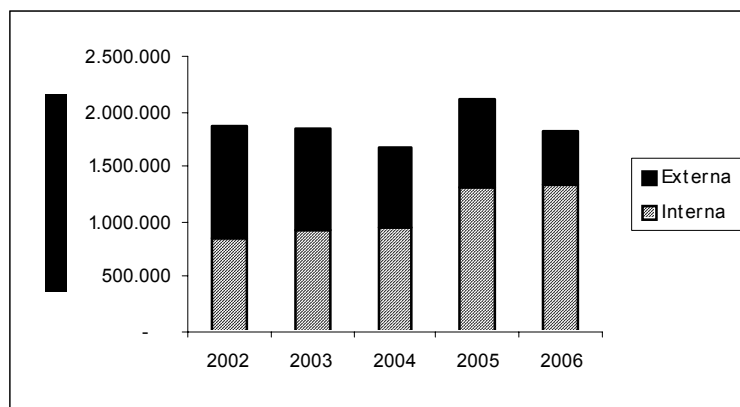
con los estudios correspondientes exigidos por esta norma para determinar su capacidad de pago¹³ y poder contratar.

1.4.4. El caso de Bogotá: infraestructura y financiamiento

La capital del país registró una disminución en el saldo de la deuda pública, al pasar de \$2,0 billones en 2005 a \$1,8 billones en 2006, es decir, 0,13% del PIB. La reducción del saldo obedeció a las amortizaciones por \$601,4 millardos, de los cuales, \$326,8 corresponden a deuda externa y \$274,8 a deuda interna. Se pagaron \$270,7 millardos por vencimiento de bonos externos 2001, \$52,9 millardos a la banca multilateral y \$3,2 millardos a la banca comercial. Del saldo de deuda interna, se hicieron pagos a la cartera comercial por un monto de \$205,8 millardos y vencimiento de bonos internos por \$68,9 millardos.

La composición de la deuda por fuentes es 73,3% interna y 26,7% externa. La deuda interna se incrementó 0,01% del PIB al pasar de \$1,30 billones en 2005 a \$1,34 billones en 2006 mientras que la externa se redujo 0,06% del PIB.

Gráfico 1.13
Deuda Externa e Interna Bogotá



Fuente: Secretaria de Hacienda Distrital y CGR

¹³ Vale aclarar, que en este sentido, el Control Fiscal es ejercido por la contraloría territorial correspondiente y serán aquellos los que determinen si se cumplieron todos los requisitos para dicha contratación.

Por concepto de servicio de deuda interna en 2006 se pagaron \$222 millardos, \$104 millardos menos que en 2005, cuando se pagaron \$325 millardos; mientras que el servicio de la deuda externa se incrementó al pasar de \$70,9 millardos en 2005 a \$376 millardos en 2006. Por su parte, los intereses pagados se incrementaron tanto en la interna como en la externa. Por intereses de deuda interna se pagó durante 2006 un 5,1% más que en 2005. Pese a la revaluación, por intereses de deuda externa se pagó el 74,0% más en 2006 con respecto en 2005 (cuadro 1.17).

Cuadro 1.17

Servicio de la Deuda de Bogotá				
Tipo Deuda	2005	2006	2005	2006
	Millones de Pesos		% PIB	
Saldo deuda Interna	1.307.766	1.342.973	0,46	0,42
Servicio	325.609	222.026	0,11	0,07
Intereses	138.248	145.233	0,05	0,05
Amortizaciones	187.361	76.793	0,07	0,02
Saldo deuda Externa	706.173	488.243	0,25	0,15
Servicio	70.936	376.615	0,02	0,12
Intereses	28.319	49.149	0,01	0,02
Amortizaciones	42.617	327.466	0,01	0,10
Total Deuda	2.013.939	1.831.216	0,71	0,57

Fuente: DCEF, CD Economía y Finanzas

1.4.4.1. Indicadores de endeudamiento

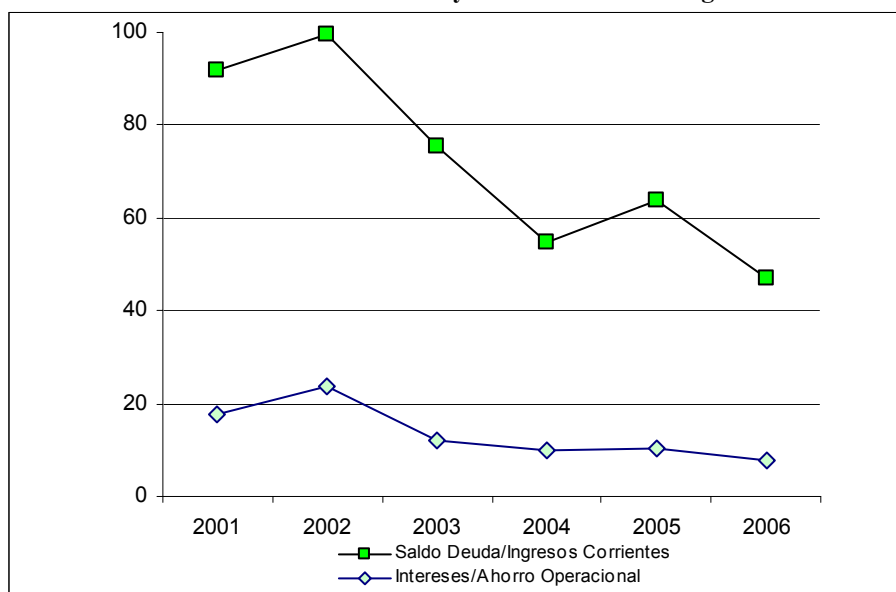
El cumplimiento de las normas fiscales respecto al endeudamiento, muestra la disminución de los indicadores de la Ley 358 de 1997. Así, en el período 2001-2006, los indicadores de solvencia y sostenibilidad se han reducido, el primero de 17,5% en 2001 a 7,9% en 2006, mientras que el segundo se redujo de 74,5% a 39,1% en el mismo periodo.

El indicador de solvencia manifiesta que Bogotá cuenta con alta capacidad de pago, al situarse en 7,9%, muy por debajo del límite del 40% señalado por la ley. Esto obedece al incremento de los ingresos corrientes, que pasaron de \$2,6 millardos en 2005 a \$2,8 millardos resultado del aumento del recaudo en 10,3% en 2006.

Es de señalar que el nivel de endeudamiento de Bogotá ha sido manejable, cumpliendo con los pagos por servicio de deuda y teniendo en cuenta los altos ingresos recibidos de entidades descentralizadas que han contribuido a financiar el gasto. Las últimas administraciones de Bogotá, D.C., han sobresalido por los niveles de inversión tanto social como en infraestructura.

En cuanto al indicador de sostenibilidad, se sitúa en 39,1%, por debajo del 80% límite de ley, lo que significa que la deuda de Bogotá es sostenible como resultado del buen comportamiento del recaudo como de las operaciones de manejo durante 2006, en las cuales se sustituyó deuda por valor de \$160 millardos a través de emisión de bonos internos y prepagos de deuda interna por \$38 millardos.

Gráfico 14
Indicadores de solvencia y sostenibilidad de Bogotá



Fuente: CGR, CDEF

La expansión económica de los últimos años y la reactivación en sectores como la construcción y el sector financiero han contribuido al crecimiento económico del Distrito¹⁴. La gestión de recaudo permitió aumentar los ingresos a \$8,4 billones en 2006 y reducir la

¹⁴ Fuente: DANE

evasión del impuesto predial y del impuesto de vehículos en 33% y 48% respectivamente. El buen comportamiento de los ingresos y la política del gasto afianzaron la sostenibilidad de la deuda de Bogotá, D.C., de manera que la relación deuda/PIB¹⁵, alcanza solo el 2,7%.

1.4.4.2. Fuentes de financiamiento

1.4.4.2.1. Fuentes externas

La principal fuente de financiamiento externa de Bogotá es la banca multilateral (95%) seguida por Gobiernos (3,9%) y la banca comercial con 1,1%. La consecución y ejecución de recursos obtenidos de la banca multilateral tiene como fin el fomento y el desarrollo de proyectos específicos para algunas zonas deprimidas de Bogotá como Ciudad Bolívar,¹⁶ programas de Transporte Urbano, Apoyo Convivencia y Seguridad, Plan Vial y Educativo y Fortalecimiento Institucional. Durante 2006 la banca multilateral hizo desembolsos por \$75,1 millones¹⁷, mientras que la capital pagó por servicio de deuda \$ 81,3 millones. El saldo adeudado por Bogotá con la banca multilateral a 31 de diciembre de 2006 es de \$ 513,6 millones. Es de señalar que el monto pagado por servicio de deuda es casi igual al monto desembolsado, lo que permite inferir que se está endeudando para pagar servicio de deuda (gráfico 1.15).

Respecto al crédito contratado con el gobierno español –Instituto de Crédito Oficial – por \$ 22 millones, no se registraron desembolsos durante 2006 y la capital pagó intereses por \$222,6 millones. Estos recursos se destinarán al programa Red de Participación Ciudadana.

Los recursos obtenidos en 2005 mediante la colocación de bonos externos por \$ 270,7 millones se destinaron al programa Por la Bogotá que Queremos y se amortizaron en su

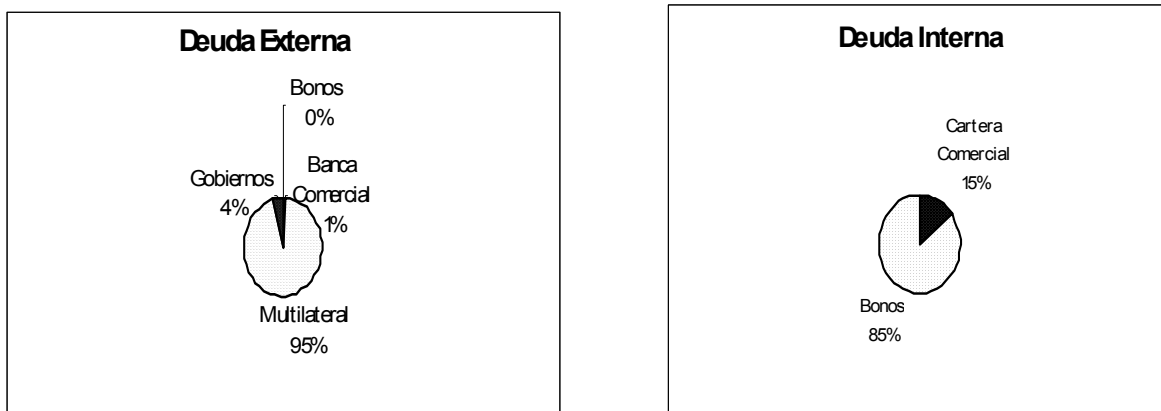
¹⁵ Incremento con respecto a 2005 de 6,88% Preliminar. PIB 2005: 64.120.005 Fuente: DANE y Secretaría de Hacienda Distrital.

¹⁶ Fuente: Secretaría de Hacienda Distrital

¹⁷ Fuente: Secretaría de Hacienda

totalidad durante la vigencia 2006, elevándose el servicio de la deuda por este concepto a \$305,2 millardos.

Gráfico 1.15
Fuentes de Financiamiento de la deuda pública de Bogotá



Fuente: Secretaría de Hacienda Distrital

Es de anotar que el Distrito realizó operaciones *swap* con la banca multilateral en 2003 para proteger el riesgo de tasa de cambio a una tasa de \$2.700, por lo cual el saldo de la deuda externa en pesos es más alta que la calculada con la tasa de cambio fin de mes. Esto genera pérdidas para el distrito en cerca de \$132 millardos. Así mismo, el 5 de septiembre de 2006 se firmó el crédito BIRF 7365 con el Banco Mundial cuya afectación al cupo se realizó por \$191.906.4 millones a una tasa de \$2.398,83 pesos/dólar, tasa superior a la tasa de cambio fin de mes de diciembre de 2006, por \$2.238.79 pesos/ dólar, es decir, que por este crédito, el Distrito Capital no se beneficiará de los efectos de la revaluación sobre el saldo de la deuda en pesos, significando una mayor erogación de recursos para la capital.

1.4.4.1.2. Fuentes internas

El 85,2% de la deuda interna de Bogotá se realizó mediante la emisión de bonos mientras que el 14,8% se contrató con la cartera comercial. A 31 de diciembre de 2006 la cartera comercial ascendió a \$ 199 millardos y los bonos a \$1,14 billones, deuda adquirida con Fidupopular y Deceval S.A. Durante 2006 se desembolsaron \$310 millardos del programa de

emisión y colocación de bonos con Deceval S.A. en los tramos quinto y sexto, por estos recursos se pagaron intereses por valor de \$75,7 millardos.

1.4.4.2. Calificación de riesgo

Durante el periodo 2000 – 2006 la capital mejoró la calificación de riesgo en respuesta a la calidad crediticia y al comportamiento de la ejecución presupuestal durante estos años, en un entorno de crecimiento económico y estabilidad financiera. Así, las firmas Duff and Phelps y BRC Investor Services S.A., asignaron a Bogotá desde 2002, la calificación AAA, que indica la casi inexistencia de factores de riesgo crediticio. La máxima categoría dentro del grado de inversión indica la capacidad de la capital para atender oportunamente el pago del servicio de la deuda.

Cuadro 1.18

Calificación de Riesgo Bogotá, D.C. 2002 - 2006							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Duff and Phelps	AA+	AA+	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
BRC Investor Services S.A.			AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Standard and Poor's							
Moneda Extranjera	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB+
Moneda Legal	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
Fitch							
Moneda Extranjera	BB+	BB+	BB	BB	BB	BB	BB
Moneda Legal	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
Moody's							
Moneda Extranjera			Ba2	Ba2	Ba2	Ba1	Ba2
Moneda Legal			Baa3	Baa3	Baa3	Baa3	Baa3

Fuente: SHD.

1.4.4.3. Perfil de la deuda de Bogotá, D.C.

La proyección de vencimientos de la deuda total de Bogotá¹⁸ indica que durante los años 2009 y 2009 se presentarán altas concentraciones de pagos por vencimientos bonos en pesos, que constituyen el 9% y 12% de la deuda total para dichos años respectivamente. En menor proporción, la concentración de pagos se debe a servicio con la banca multilateral y comercial. Por su parte, el perfil de vencimiento de la deuda en dólares manifiesta una

¹⁸ Fuente: Secretaría de Hacienda Distrital

concentración de pagos en 2012 y 2013 debido a vencimientos de la banca multilateral por 9% y 7% de la deuda total para esos años.

Esto indica que para los años mencionados existe una fuerte presión por liquidez que permita atender estas obligaciones, por lo cual se requiere continuar con operaciones que conduzcan a una eficaz gestión de la deuda y mantener la buena dinámica de los ahorros operacionales y de los ingresos corrientes. Ello dependerá tanto de las gestiones de recaudo por parte de la administración distrital como del monto de transferencias giradas a la capital. Significa que se debe recaudar el 20% de la deuda total con el fin de cubrir sus necesidades en pesos en 2009 y 2010 y el 17% de la deuda total para atender los préstamos de la banca multilateral en 2012 y 2013.

II

LA DEUDA NETA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (DN)

Para medir los efectos macroeconómicos es claro que se debe consolidar la deuda entre los diferentes niveles de la administración. Es propio que las deudas entre entidades del Estado se consoliden, es decir si por un lado la Nación emite bonos y son adquiridos por una entidad estatal, al consolidar el sector público en una aparecerá en el pasivo mientras que en la otra en el activo, debiéndose “netear” para efectos del consolidado. Por tanto, se reconoce que, en otro ámbito del análisis, cuando sea de carácter macroeconómico, se entienda que uno es el efecto de la deuda bruta y otro el de la deuda neta.

En el mismo sentido se pronuncia el Fondo Monetario Internacional (FMI), al considerar que solo como representación se establece la deuda neta cuando se consolida el sector público no financiero; y, que sin embargo, cuando se quiere establecer la situación de los gobiernos generales, éstos deberán ir sin consolidar, pues además, cada una de estas categorías tiene su propósito: la neta para verificar la sostenibilidad fiscal de la deuda de todo el sector publico, que es una variable de interés para los inversionistas extranjeros y nacionales; y la bruta, para mostrar las necesidades presupuestales de cada uno de los gobiernos o entidades.

Como se expresó arriba, la deuda pública bruta del sector público total en 2006, alcanzó los \$191,6 billones (59,8% del PIB), de los cuales \$133,38 billones (41,89% del PIB), corresponden a la interna y \$58,2 billones (18,30% del PIB) a la externa. Por niveles de gobierno, le correspondieron \$176,5 billones (55,0% del PIB) al nacional y \$15,09 billones (4,7% del PIB) al territorial.

La deuda neta del Sector Público no Financiero (SPNF) en 2006, según los criterios de consolidación de la CGR, ascendió a \$146,4 billones (45.7% del PIB); mientras que la deuda neta de activos financieros alcanzó los \$133,5 billones (41,6% del PIB). Es decir, al consolidar la deuda del sector público se reduce en más de 14 puntos porcentuales del PIB y, descontando los activos financieros, en un poco más de 18 puntos.

Estas dos clasificaciones permiten establecer que, en el manejo del financiamiento del sector público, se encuentran préstamos efectuados entre las mismas entidades públicas, que se deben registrar para establecer el monto global (deuda bruta) del endeudamiento público¹⁹. Sin embargo, para efectos de determinar el balance fiscal y el financiamiento del Sector Público No financiero, es importante descontar las cuentas recíprocas entre aquellas entidades estatales (deuda neta).

Es preciso que se tenga en cuenta que dicha consolidación tiene diferentes propósitos: desde un punto de vista contable -tal como se lleva a cabo la Contabilidad en Colombia- en el proceso de consolidación se eliminan las operaciones recíprocas entre entidades públicas para obtener el Balance General de la Nación. Sin embargo, como resultado de ejecutar los parámetros establecidos en este procedimiento quedan valores pendientes de conciliar, pues entre las cuentas de la entidad deudora y la prestamista los saldos no coinciden. De hecho, con este esquema para determinar la deuda neta, se llega a obtener un neto mayor que el que la realidad económica debe proveer, es decir, se descuenta más de lo debido, entre otras cosas, por dificultades que se tienen para identificar el tenedor final de los Títulos de Tesorería TES B, y porque las entidades que registran en sus activos inversiones deben valorarlas a precios de mercado, mientras por la parte del pasivo tanto en el Ministerio de Hacienda como en la CGR, se registra la deuda pública al precio nominal de los bonos.

¹⁹ No obstante, esta claridad ha generado un pequeño debate relacionado con la definición de los bonos pensionales, los bonos Ley 546 de 1999 y los bonos de valor constante de las universidades, al no considerarse dentro de la contabilidad de la deuda interna bruta; debido a que en el balance fiscal (consolidado del SPNG), se incluyen como gasto de funcionamiento, solamente las cuotas partes del pago anual de las pensiones y la reestructuración del sector financiero, respectivamente. Así las cosas, si dentro de la deuda bruta no son considerados esos títulos se estarían dejando de contabilizar cerca de \$15,8 billones. Más cerca de \$24 billones de los Bonos Pensionales “provisionales” que si están registrados en el Balance General de la Nación como pasivo.

Desde el punto de vista de la interpretación económica se busca obtener el Balance Fiscal y su financiamiento, para lo cual se requiere de la consolidación del Sector Público No financiero (SPNF). Se aplican criterios económicos que van más allá del propósito contable, pues se evalúan quienes son los últimos tenedores de la deuda pública, para lograr diferenciar entre públicos y privados. Esto genera diferencias metodológicas y también diferencias en los resultados.

Aunque el objetivo básico de este análisis y del cálculo de la deuda neta es determinar la sostenibilidad de la deuda y, por ende, de las finanzas públicas, es preciso aclarar que, desde el punto de vista presupuestal, la totalidad de las deudas deberán presupuestarse y cubrirse de una u otra forma. Por tanto, cuando se determina la deuda bruta se está registrando la totalidad de las deudas del Estado como deudor. Pero resulta una aceptable aproximación a su sostenibilidad la determinación de la deuda neta (deuda con el sector privado exclusivamente –interno y externo-)

Evidente que al consolidar la información del endeudamiento público se debe descontar la deuda de algunas entidades que, por su objeto social, deben endeudarse en el exterior y redistribuir esos recursos en otras entidades del sector público –específicamente el sector financiero público-; esto no es tan claro para el caso de las entidades que poseen inversiones en TES, ya que el gobierno nacional debe cancelar los intereses y el principal de los títulos sin importar quien sea el tenedor o beneficiario final de los mismos; más aún, si aquellos títulos tienen una destinación específica, como es el pago del pasivo pensional de las entidades del estado (Ecopetrol, ISS) con personas naturales, se hace evidente que son del sector privado.

Es evidente que el sector público se financia con un gran volumen de recursos provenientes de la seguridad social, pero el hecho de que en el agregado nacional no importe, es sólo un efecto contable. Lo cierto es que si el Estado no provee las medidas necesarias para obtener los recursos suficientes para cubrir dichas obligaciones, tendrá dificultades financieras en el futuro.

Enseguida se mostrarán algunas de las diferencias metodológicas en el cálculo de la deuda bruta, la deuda neta y el financiamiento como contrapartida del déficit fiscal.

2. 1. Discrepancias metodológicas y el propósito de la consolidación

Aunque existen algunas diferencias metodológicas para el cálculo de la deuda neta por parte del Ministerio de Hacienda, el Banco de la República y la CGR, los resultados guardan similitud, excepto con la última innovación metodológica implementada en el MHCP²⁰ en donde las diferencias superan los 8.1 puntos porcentuales del PIB en diciembre de 2004 y los 9,2 en diciembre de 2006.

La principal diferencia radica en el método utilizado para la determinación de la deuda bruta. A la Contraloría General de la República le corresponde por mandato constitucional, el registro de la deuda pública de la Nación y de las entidades territoriales, lo que se ha entendido como la relación de todas las deudas del sector público colombiano (deuda bruta). De igual modo, el Ministerio de Hacienda –Dirección de Crédito Público y Tesoro Nacional – dentro de sus funciones propias de administración, registra la totalidad de los contratos de deuda del Estado; es decir, hasta este punto no deberían expresarse diferencias significativas. De hecho, para 2006 las diferencias entre las dos entidades en los saldos de la deuda bruta del gobierno no superen el 0,01%. No obstante, cuando el Ministerio cuando presenta el consolidado de la deuda neta, se genera muchas discrepancias.

Otro hecho importante, que origina diferencias significativas en la determinación de la deuda bruta, es el plazo de la misma. la Contraloría se ciñe a los preceptos legales (normas contables y presupuestales) en el sentido que sólo se cuenta como deuda pública cuando el plazo es mayor de un año²¹. Por tanto existe una clara diferenciación entre corto y largo plazo, y las cifras de la deuda bruta de la CGR son de largo plazo (excepto los TES de corto plazo).

²⁰ Las metodologías internacionales, y especialmente la del Fondo Monetario, establecen que de la deuda bruta se debe descontar exclusivamente los préstamos entre entidades del sector público y los activos financieros en el exterior.

²¹ Que tiene el criterio contable de lo corriente y no corriente; y el Estatuto Orgánico Presupuestal incluido en el Decreto 111 de 1996.

Por su parte, el Banco de la República, no calcula la deuda con base en el registro de los contratos sino que se provee de la información de la Dirección de Crédito Público. No obstante, la reclasifica para efectos de la construcción de la Balanza de Pagos, en tal sentido, sólo registra la deuda que cumple con el requisito de que afecte la balanza de pagos por ingreso de recursos de capital o pagos del servicio de la deuda, es decir, entre residentes y no residentes del país. De hecho se presentan algunas diferencias que son cuantificables pues se conocen los contratos de deuda externa que no afectan la balanza de pagos y el leasing financiero.

La literatura internacional, especialmente el Manual de Estadísticas del FMI de 2001, establece que para obtener el Balance del Sector Público Consolidado se deben descontar de la deuda pública bruta, todas aquellas deudas en manos del mismo sector público. Además, que este concepto de deuda neta es sólo aplicable cuando se habla del consolidado del sector público, y no cuando se expresa en términos de los gobiernos generales.

Para la CGR es importante la deuda bruta ya que permite realizar la función del control fiscal, tanto en los aspectos macro, como en el micro (las auditorías a los Contratos), y porque es la relación de pagos futuros que deben realizar las entidades y será necesario encontrar ingresos tributarios para honrarla.

Hasta diciembre de 2004 el MHCP presentó la deuda neta de activos financieros, pero en 2005 introdujo otro concepto, no contemplado en la literatura internacional: el descuento del M3 público y la cuenta del GNC en el Banco de la República, con lo cual, se presenta la deuda neta de activos financieros totales. El M3 público y la cuenta del GNC en el Banco de la República pasaron de representar el 4% del PIB en 2000 al 9,2 % del PIB en diciembre de 2006.

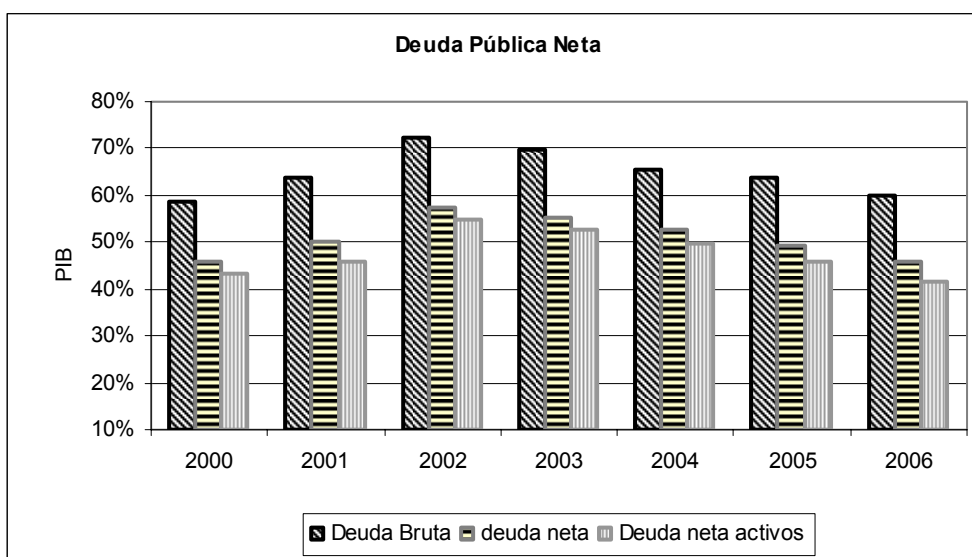
Al sumar los conceptos que descuentan de la deuda bruta en el Ministerio de Hacienda para llegar a la deuda neta de activos financieros totales, se observa que estos pasaron de representar el 19,8% del PIB en 2000 al 25,6% en 2006. En total, el MHCP descuenta de la

deuda bruta: Las deudas intergubernamentales (13,7% del PIB), los activos financieros externos (4,0 % PIB) y otros activos financieros por 7,8 % del PIB.

Restarle a la deuda bruta los activos financieros externos e internos sin tener en cuenta la disponibilidad de estos recursos es algo apresurado ya que la mayoría de esos recursos cuentan con una destinación específica como es el caso de los fondos del FAEP y del portafolio de la Tesorería. Por consiguiente para la CGR no es conveniente deducir dichos conceptos en el cálculo de la deuda neta.

No obstante, y por otras razones, los datos de la deuda bruta que reportan la CGR y el Ministerio de Hacienda presentan una gran similitud; la deuda bruta, según los datos de la CGR, representaba el 58,5% en 2000 y pasó al 59,8% del PIB en 2006, mientras que los del MHCP pasan del 57,6 % al 56,8% del PIB en el mismo período. Por su parte, la deuda bruta para el Banco de la República es inferior en promedio 8 puntos porcentuales del PIB a las presentadas para el mismo período de estudio por la CGR y el MHCP: en 2000 representaba el 50,7% del PIB y pasó al 51,8 % en 2006 (Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1



La principal diferencia en las cifras reportadas como deuda bruta pública radica en que para el Banco de la República (DBBR) es la deuda interna y externa en cartera, pagarés (que corresponden al colateral de la utilización, por parte de la Dirección General del Tesoro, de los fondos administrados por ella misma) y bonos de corto, mediano y largo plazo del SPNF con entidades privadas y/o públicas financieras (incluye los bonos de valor constante Serie A y B).

La DBBR no registra las deudas que tienen diferentes entidades públicas (entidades descentralizadas, empresas y entidades territoriales) con el GNC a través de acuerdos de pago, créditos presupuestales y créditos de saneamiento fiscal, los bonos pensionales emitidos, las deudas que tienen las entidades territoriales con los INFIS, los préstamos que toma la Dirección General del Tesoro de las “cuentas inactivas”, los bonos Fogafín y el rezago presupuestal. La deuda neta pública para el Banco de la República (DNBR) se define como la DBBR descontando los bonos del GNC en poder del resto del SPNF y los pagarés del GNC.

Así mismo, las cifras de la CGR y del Ministerio presentan algunas diferencias; entre las más significativas se encuentran las siguientes: El MHCP no tiene en cuenta los Bonos Pensionales, los Bonos de Valor Constante de las Universidades e incluye el rezago presupuestal para calcular la deuda bruta; por su parte, la CGR registra como deuda los bonos pensionales emitidos y no tiene en cuenta los pagarés y el rezago presupuestal ya que estas dos no se consideran como operaciones de crédito público²².

2.2. Deuda neta SPNF 2006

Según los criterios de consolidación de la CGR, la deuda neta del SPNF con (activos financieros) en 2006 ascendió a \$146,4 billones (45.7% del PIB), mientras que la deuda neta de activos financieros alcanzó los \$133.5 billones (41,6% del PIB). Es decir, al consolidar la deuda del sector público se reduce en cerca de 15 puntos porcentuales del PIB, y descontando los activos financieros en más de 18 puntos.

²² Al menos se considerarían operaciones de financiamiento de corto plazo.

La consolidación de las estadísticas implica la eliminación de todas las transacciones y relaciones deudor–acreedor que tienen lugar entre las unidades objeto de la consolidación. En el caso de la deuda pública esas relaciones se presentan en dos sentidos:

a. Cuando el Gobierno Nacional actúa como prestamista del resto del sector público, y lo hace a través de los denominados créditos de presupuesto o de los acuerdos de pago.

b. Cuando las entidades del sector público le proporcionan recursos al gobierno nacional mediante la adquisición de Títulos de Tesorería TES B forzosos o convenidos, o lo hacen libremente mediante la compra en el mercado secundario.

En el primer caso, los acuerdos de pago pasaron de representar el 2,2% del PIB en 2000 al 3,1% del PIB en 2006, presentando el pico más alto en 2002 (4,0%); entidades como el Metro de Medellín, Carbocol²³, Corelca y Urrá representan el < 80% del monto total de los acuerdos de pago vigentes en el período 2000-2006. En cuanto a los créditos de presupuesto el saldo presentó una reducción del 0,8% del PIB, ya que pasó de 1,6% a 0,8% del PIB en el mismo lapso. Las entidades que tienen mayor representatividad en este rubro son: Instituto de Seguros Sociales, Invías, Ferrovías y Foncolpuertos.

Un punto más discutible está en los TES en posesión del sector público. De estos existen diferentes opciones que tienen que ver con el carácter forzoso o no de las inversiones. En el primer sentido se trata de los establecimientos públicos que están obligados a invertir en TES sus excedentes financieros (Decreto 1013 de 1995); mientras que las otras entidades hacen inversiones del tipo convenido o en el mercado secundario. En este sentido, la norma obliga a ofrecer los excedentes financieros a la Dirección de Crédito Público y del Tesoro Nacional, si ésta no los acepta pueden ir al mercado a realizar la inversión. Por tanto acá se configura de una parte los recursos del mismo presupuesto (de los establecimientos públicos), y de otra, los aportes de los trabajadores a las pensiones (entre las mayores inversiones están

²³ El caso de Carbocol es bien particular, puesto que esta entidad fue liquidada en su totalidad; no obstante, mantiene acuerdos de pago (cuentas por cobrar) por \$2,09 billones con la Nación, sin que se haya hecho efectivo ningún acto administrativo tendiente al saneamiento de la misma. Esto dentro del Balance General de la Nación desaparece.

los del seguro social). Lo cual da un contexto diferente en el momento de hacer la consolidación.

Cuadro 2.1

Cuadro 2.1						
Saldo de la Deuda Pública Neta						
millardos de pesos						
Entidad	2002	2003	2004	2005	2006	Variación 05/06
Nivel Nacional	129.841	143.057	151.970	165.299	176.558	11.258
Gobierno Central	107.230	121.287	130.402	144.797	156.756	11.959
Entidades Descentralizadas	22.610	21.770	21.568	20.503	19.802	-701
Nivel Territorial	17.694	17.057	15.380	16.096	15.096	-1.000
Gobiernos Centrales	6.527	6.314	5.632	5.808	5.730	-77
Departamentos	2.432	2.292	1.838	1.778	1.659	-119
Capitales	3.472	3.398	3.213	3.422	3.438	15
No Capitales	623	625	580	608	634	26
Entidades Descentralizadas	11.167	10.743	9.749	10.288	9.365	-923
Total deuda bruta del Sector Público	147.534	160.114	167.350	181.395	191.653	10.258
Menos:						0
Deuda del sector público con GCN	11.907	11.939	11.367	11.752	12.576	824
Acuerdos de pago	8.130	8.724	9.169	9.243	9.910	666
Creditos de presupuesto	3.778	3.215	2.198	2.509	2.666	158
TES - entidades públicas sin pensiones	16.965	19.285	20.133	28.804	32.444	3.641
Entidades financieras	2.118	1.713	1.404	864	204	-660
Findeter	263	280	236	193	167	-26
Fen	1.855	1.433	1.169	671	37	-634
Deuda neta del sector público no financiero	116.543	127.178	134.446	139.976	146.429	6.453
Menos:						0
Activos de la Tesorería	1.046	1.738	2.661	3.146	4.411	1.265
Activos FAEP	3.194	2.964	2.623	3.173	4.258	1.084
Activos Entidades Descentralizadas	714	1.693	2.421	2.682	4.237	1.555
Deuda neta del sector público neta de activos Financieros	111.589	120.783	126.742	130.975	133.523	2.548

Fuentes: CGR, CDEFP

El saldo de las inversiones en títulos de tesorería TES B en las entidades del sector público pasó de representar el 10,8% en 2000, al 11,7% del PIB en 2006; se destacan por el monto de las inversiones el Banco de la República, Fogafin y el Banco Agrario (sector financiero público).

Al sumar los tres conceptos: Acuerdos de pago, Créditos de Tesorería e Inversiones en TES, se obtiene que la deuda intergubernamental representó para el año 2000 un 11,3% del PIB, mientras que en 2006 se situó en el 14,1% del PIB; el pico más alto se observa en el año 2002 (14,3%). Si se resta este monto de la deuda bruta se obtiene la deuda neta del sector público.

Como lo importante en el análisis de la deuda neta es el consolidado del Sector Público no Financiero, a la deuda bruta de la CGR se le resta la deuda de las entidades financieras del sector público con lo cual se obtiene la deuda neta del sector público no financiero. Esta pasó del 45,9% del PIB en 2000 al 52,5% del PIB en 2004 y 46% del PIB en 2006.

Con el procedimiento descrito, se obtiene la deuda neta de préstamos entre el sector público; sin embargo, con el objeto de hacer comparables los datos que presenta el Gobierno Nacional se deben restar aquellos activos financieros (cuentas corrientes, CDT, bonos, fondos públicos, portafolios en el exterior) que posee el SPNF para obtener la deuda neta de activos financieros, la cual pasó de representar el 43,4% del PIB en 2000, al 41,6% del PIB en 2006, presentando el pico más alto en 2002 (54,9% PIB).

Cuadro 2.2

Cuadro 2.2							
Saldo de la Deuda Pública Neta							
% PIB							
Entidad	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Nivel Nacional	49,8	55,4	63,8	62,6	59,3	57,9	55,0
Gobierno Central	38,8	46,0	52,7	53,1	50,9	50,8	48,9
Entidades Descentralizadas	11,0	9,4	11,1	9,5	8,4	7,2	6,2
Nivel Territorial	8,7	8,3	8,6	7,5	6,0	5,6	4,7
Gobiernos Centrales	3,2	3,3	3,2	2,8	2,2	2,0	1,8
Departamentos	1,3	1,2	1,2	1,0	0,7	0,6	0,5
Capitales	1,5	1,7	1,7	1,5	1,3	1,2	1,1
No Capitales	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Entidades Descentralizadas	5,4	4,9	5,4	4,7	3,8	3,6	2,9
Total Sector Público	58,5	63,7	72,4	70,1	65,3	63,6	59,8
Menos:							
Deuda del sector público con GCN	4,5	4,9	5,9	5,2	4,4	4,1	3,9
Acuerdos de pago	2,8	3,1	4,0	3,8	3,6	3,2	3,1
Creditos de presupuesto	1,6	1,8	1,9	1,4	0,9	0,9	0,8
TES - entidades públicas sin pensiones	6,9	8,0	8,3	8,4	7,9	10,1	10,1
Entidades financieras	1,2	0,8	1,0	0,7	0,5	0,3	0,1
Findeter	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Fen	1,0	0,7	0,9	0,6	0,5	0,2	0,0
Deuda neta del sector público no financiero	45,9	50,0	57,3	55,7	52,4	49,1	45,7
Menos:	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Activos de la Tesorería	0,8	2,2	0,5	0,8	1,0	1,1	1,4
Activos FAEP	1,6	1,8	1,6	1,3	1,0	1,1	1,3
Activos Entidades Descentralizadas	0,1	0,2	0,4	0,7	0,9	0,9	1,3
Deuda neta del sector público neta de activos	43,4	45,9	54,8	52,9	49,4	45,9	41,6
Fuentes: CGR, Infomes anuales del Contralor General y Contralorías Departamentales. PIB y tasa de cambio: Dane y Banco de la República, respectivamente.							

El enfoque adoptado por el gobierno nacional descuenta además, el M3 público y la cuenta del GNC en el Banco de la República, con lo cual se presenta la deuda neta de activos

financieros totales. Pero esta olvidando registrar la moneda nacional de propiedad de no residentes en el saldo bruto de la deuda externa como *autoridades monetarias* (o quizá *bancos*), *a corto plazo, moneda y depósitos, tal como lo propone la Guía para las estadísticas de la deuda externa, FMI, 2003*²⁴. El manual recomienda descontar los activos externos en instrumentos de deuda, lo cual es diferente al procedimiento utilizado por el gobierno consistente en restar el M3 público y la cuenta del GCN en el Banco de la República.

²⁴ Guía para las estadísticas de la deuda externa, FMI, 2003, página 264

III

LA GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA 2006

El Gobierno Nacional en 2006 buscó aprovechar las condiciones de los mercados internacionales para el manejo de la deuda. A pesar de que no se hicieron operaciones tan amplias como en 2005, se alcanzaron ejecutar US \$1.050,8 millones. Para ello, se contó con los bajos niveles de los *spreads* de los bonos de deuda externa, las bajas tasas de interés internas, y la liquidez de los mercados financieros internacionales. Esto compensó las incertidumbres que generaba su carácter de año electoral.

En el frente interno, logró realizar una serie de canjes de la deuda con los cuales aplazó vencimientos y mejoró el perfil de los TES B.

3.1. Operaciones de manejo de la deuda pública

En cuanto a la deuda externa el gobierno nacional realizó varias operaciones de manejo, entre las cuales se destacan prepagos, recompras y canjes. En total, recompró US \$468,48 millones (cuadro 3.1).

Cuadro 3.1

Deuda Externa - Gobierno Nacional							
Operaciones Manejo de deuda 2006							
Recompra de bonos							
Código Único	Fecha	Monto	Moneda	Prepago	Cupón	Vencimiento	Destinación
512100093	09/06/2006	468.408.000	USD		7,38%	2037	Sustitución y/o Recompra de títulos Títulos Recomprados
512100070		278.941.000	USD		11,75%	2020	
512100059		25.857.000	USD		8,38%	2027	
512100083		163.610.000	USD		10,38%	2033	
TOTAL		468.408.000					
512100088	13/03/2006	537.373.000.000	COP		12,00%	2015	Reapertura de TES Global para Recompra de Títulos.
512100079	13/03/2006	105.276.000	USD		10,50%	2006	
512100059	13/03/2006	106.515.000	USD		7,63%	2007	Títulos Recomprados
512100063	13/03/2006	74.824.537,60	USD	160.244.462,50	8,63%	2008	
512100078	13/03/2006	41.789.693,80	EUR	170.053.693,80	11,50%	2011	

Fuente: CGR - CDEFP

En el frente interno, se alivió en cerca de \$5,4 billones el servicio de la deuda interna mediante la ejecución de operaciones de canje en nueve oportunidades. Con ello se disminuyeron las presiones sobre el *roll over* de la misma y, a la vez, la tendencia del crecimiento en los saldos de este tipo de deuda. Así es que se requerirán menores emisiones de TES en las siguientes vigencias para cubrir su propio servicio.

3.1.1 Prepagos

Continuando con la política de realizar prepagos, llevada a cabo en 2005, pero en menor escala, el Gobierno Nacional canceló deudas con la banca comercial y con la CAF por un total de US \$582,4 millones (equivalente a \$1,36 billones) (cuadro 3.2). La política en este caso fue buscar créditos con tasas altas y pronto vencimientos. Así mismo, se introdujo la modalidad de prepagar deuda con la banca comercial, que como se analizó antes, ya representa muy poco dentro de los pasivos externos de la Nación.

Cuadro 3.2

Prepagos 2006 Gobierno Central Nacional (según información registrada)					
Código Crédito	Entidad	Tasa Peso	Fecha Pago	Monto Pago Amortización (US\$)	Monto Pago Amortización (\$ Millones)
Prepagos Banca Comercial					
511100159	Banco Confinsura Internacional	2.245,71	01-mar-06	7.500.000	16.843
511100150	MHCB	2.258,01	17-mar-06	72.284.000	163.218
511100157	BANCOLOMBIA	2.286,73	30-mar-06	250.000.000	571.683
511100133	Banco de Crédito	2.286,73	30-mar-06	100.000	229
511100133	Banco de Crédito	2.286,73	30-mar-06	224.629	514
511100133	Banco de Crédito	2.286,73	30-mar-06	21.372	49
511100133	Banco de Crédito	2.286,73	30-mar-06	209.342	479
511100131	BANCOLOMBIA	2.370,63	08-may-06	320.578	760
511100163	SOCIETE GENERALE	2.634,06	29-jun-06	14.254.597	37.547
Subtotal Banca Comercial				344.914.518	791.321
Prepagos Multilaterales					
0					
543100006	CAF: 137	2.410,96	17-may-06	25.000.000	60.274
543100005	CAF: 132	2.510,82	12-jun-06	50.000.000	125.541
543100011	CAF: 2096	2.375,86	15-may-06	162.500.000	386.077
Subtotal Multilaterales				237.500.000	571.892
Total				582.414.518	1.363.213

Fuente: CGR, CDEFP

De forma similar, el gobierno actuó en el frente interno a lo largo del año, llevando a cabo varias operaciones de canje de la deuda. El cuadro 3.3 presenta este tipo de manejo de la deuda.

Cuadro 3.3

Canjes de la deuda interna		
Millardos de pesos		
	Fechas	Monto
Canje 1	28-mar-06	423,81
Canje 2	05-abr-06	70,00
Canje 3	13-jun-06	595,53
Canje 4	19-jul-06	195,96
Canje 5	27-jul-06	610,69
Canje 6	13-sep-06	124,75
Canje 7	20-sep-06	384,77
Canje 8	22-sep-06	100,30
Canje 9	30-nov-06	2.983,29
Total		5.489,09

Fuente: CGR, DCEFP

Con ello, logró aplazar vencimientos por cerca de \$5,49 billones, mejorando sustancialmente el perfil de la deuda.

3.2. Contratación de la deuda externa

3.2.1 Cupo de endeudamiento del Gobierno Nacional

El cupo que tiene el Gobierno Nacional para celebrar operaciones de crédito público externo e interno, y asimiladas a las anteriores, destinadas al financiamiento de apropiaciones presupuestales y programas y proyectos de desarrollo económico y social, está previsto en el artículo primero de la Ley 781 de 2002, el cual amplió en US \$16.500.000.000 o su equivalente en otras monedas, las autorizaciones conferidas al Gobierno Nacional por el artículo primero de la Ley 533 de 1999 y leyes anteriores, diferentes a las expresamente otorgadas por otras normas. A diciembre 31 de 2006, el saldo disponible de este cupo es de US \$9.080.788.118,88.

Sin embargo, esta ley no incluye la emisión de los Títulos de Tesorería TES principal mecanismo de financiación interna de las operaciones presupuestales del gobierno, autorizados por los artículos 4° y 6° de la Ley 51 de 1990. Por su parte, la Ley 1110 de 2006, mediante la cual se decretó el presupuesto de rentas y recursos de capital y la ley de apropiaciones para la vigencia fiscal del 2007, en su artículo 10o., autorizó al Gobierno Nacional para emitir Títulos de Tesorería, TES, Clase “B”, con base en la facultad de la Ley 51 de 1990, de acuerdo con las siguientes reglas: no contarán con la garantía solidaria del Banco de la República; el estimativo de los ingresos, producto de su colocación, se incluirá en el Presupuesto General de la Nación como recursos de capital, con excepción de los provenientes de la colocación de títulos para operaciones temporales de tesorería; sus rendimientos se atenderán con cargo al Presupuesto General de la Nación.

En cuanto a su redención, se atenderá con cargo a los recursos del Presupuesto General de la Nación, con excepción de las operaciones temporales de tesorería cuyo monto de emisión se fijará en el decreto que las autorice. En este caso, podrán ser administrados directamente por la Nación; podrán ser denominados en moneda extranjera; su emisión solo requerirá del decreto que la autorice y fije sus condiciones financieras; su emisión no afectará el cupo de endeudamiento y estará limitada a financiar las apropiaciones presupuestales por el monto de éstas.

Con el Decreto 4593 de 2006, artículo 1°, se ordenó la emisión, a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, de “Títulos de Tesorería -TES- Clase B” hasta por la suma de veinticuatro billones setecientos mil millones de pesos (\$24.700.000.000.000) moneda legal colombiana, destinados a financiar apropiaciones del Presupuesto General de la Nación de la vigencia fiscal del año 2007.

La contratación de deuda externa en 2006 con cargo al cupo de endeudamiento tuvo el comportamiento que se ilustra en el cuadro 3.4: En total se contrataron US \$3.713,4 millones con la Banca multilateral y tenedores de bonos (cuadro 3.4).

Cuadro 3.4

Deuda Externa Gobierno Nacional					
Créditos contratados en 2006 (Millones de dólares)					
Código Único	Prestamista	Destinación	Valor	Tasa	Plazo Años
543100022	CAF	Fortalecimiento Educación Técnica y Tecnológica de Colombia.	15,0	Libor 6m-1.65	12
544100001	OPEP	Fortalecimiento Educación Técnica y Tecnológica de Colombia.	10,0	Fija 3.25	19
541100092	BID 1742/OC-CO	Programa de Reorganización, Rediseño, Modernización de redes de Prestación de Servicios de salud.	50,0	Libor 6m	25
512100092		Emisión Bono Global 2017.Prefinanciamiento necesidades presupuestales año 2007	1.000,0	Fija 7.375	11
541100093	BID 1758/OC-CO	Programa mejoramiento de la Competitividad de Colombia	200,0	Libor 6m	20
543100024	CAF	Programa de Reformas para la Inserción Competitiva Internacional	150,0	Libor 6m 1.65	18
543100023	CAF	Programa Reforma Constitucional en Pensiones	100,0	Libor 6m 1.65	18
542100088	BIRF 7400-CO	Tercer Préstamo para el desarrollo de Políticas en los contextos Laboral y Social	200,0	Libor 6m 0.5	13
512100093		Emisión Títulos Deuda Pública 1.000.000.000 y Reapertura 468.400.000	1.468,4	Fija 7.375	31
541100094	BID 1769/OC-CO	Programa de Reforma y Equidad Social	200,0	SCFU	25
542100089	BIRF 7413-CO	Segundo Empréstito Programático para la Política de Desarrollo de la Productividad y Eficiencia en los Negocios.	300,0	Libor 6m 0.5	17
544100002	OPEP	Sistema Integrado Transporte Masivo de Bogotá-Transmilenio	20,0	Fija 2.75	25,5
Total			3.713,4		

Fuente: CGR

3.2.2 Prefinanciamiento del presupuesto de 2007

Dentro de las contrataciones de 2006, el GNC prefinanció el presupuesto de 2007 en más de US \$2.300 millones (\$5,15 billones) mediante la emisión de bonos externos (cuadro 3.5). En este sentido el gobierno nacional, desde mediados de junio de 2006, efectuó, en tres oportunidades, operaciones en el mercado internacional al emitir bonos en dólares, con lo cual obtuvo un total de US \$2.000 millones, y una operación de reapertura del bono global TES con el cual recaudó \$716.412 millones (equivalente a US \$300 millones).

Cuadro 3.5

Operaciones Manejo de Deuda 2006							
Deuda Externa - Gobierno Nacional							
Prefinanciamiento para la Vigencia 2007							
Código Único	Fecha Emisión	Fecha Reapertura	Monto	Moneda	Cupón	Vencimiento	Destinación
512100092	21/07/2006		1.000.000.000	USD	7,38%	2017	Prefinanciamiento necesidades presupuestales año 2007
512100093	09/06/2006		531.592.000	USD	7,38%	2037	Prefinanciamiento Apropiaaciones Presupuestales año 2007
512100093		31/10/2006	468.400.000	USD	7,38%	2037	Prefinanciamiento vigencia fiscal 2007
512100088		16/08/2006	716.412.000.000	COP	12,00%	2015	Financiar Apropiaaciones Presupuestales 2006. Bono denominado en pesos y pagadero en dólares

Fuente: CGR - CDEFP

Aunque, las condiciones del mercado colombiano y las necesidades presupuestales presentadas inicialmente en el Plan Financiero 2007, no mostraban que el total de dicho prefinanciamiento fuese imprescindible, se obtuvieron recursos con un costo adicional en términos de las actuales presiones revaluacionistas, el costo fiscal de mantener dichos recursos en la tesorería.

Es conveniente resaltar que tanto el manejo de la deuda pública como los altos volúmenes contratados se han visto favorecidos con la coyuntura económica; sin embargo, se disminuyeron los instrumentos utilizados en 2005 que habían mejorado el manejo fiscal y monetario (prepagos y canjes). De igual modo, esa tendencia muestra que las necesidades de financiamiento son altas por efecto del manejo de la deuda en el corto y mediano plazo, y que el GNC no cuenta con una política explícita que establezca los montos máximos y prudentes del financiamiento, a pesar de las metas del Plan Financiero y el Marco Fiscal de Mediano Plazo de cada año.

IV

SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA (GNC)

La sostenibilidad de la deuda hace alusión a la capacidad de un Gobierno para cumplir con el pago de la deuda en las condiciones contractuales pactadas, es decir, si puede garantizar la solvencia a largo plazo, lo que significa que la deuda pública actual es igual al valor presente de los balances primarios futuros y que el valor presente de la deuda para un horizonte infinito sea igual a cero. En términos prácticos, la sostenibilidad puede definirse como las condiciones que hacen que la deuda se mantenga como proporción constante del PIB²⁵.

La evolución de la deuda puede plantearse de la siguiente forma:

$$B_t = B_{t-1}(1+r) + Dp_t + Z_t \quad (1)$$

Que es la misma restricción presupuestaria del Gobierno. B_t es el saldo de la deuda pública expresada en moneda nacional en el momento t , Dp es el déficit primario²⁶, r es la tasa de interés real de la deuda. En Z_t se agrupan otros factores determinantes de la deuda como la devaluación, la deuda garantizada por el Gobierno, los rescates financieros, las privatizaciones ó el señoreaje²⁷.

Si la ecuación se plantea en términos del PIB (Y_t), cuyo crecimiento real es n , entonces:

²⁵ Esta definición, no obstante, es cuestionable en la medida en que sostener una relación de deuda a PIB elevada, especialmente en un país emergente, no elimina la fuerte exposición a la volatilidad de las condiciones macroeconómicas que pueden conducir a la insolvencia.

²⁶ Ingresos tributarios menos gastos sin intereses

²⁷ El señoreaje es el poder de compra resultado del aumento de la cantidad de dinero en términos reales, es decir, el aumento nominal dividido por el nivel de precios.

$$\frac{B_t}{Y_t} = \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} \frac{(1+r)}{1+n} + \frac{Dp_t}{Y_t} + \frac{Z}{Y_t} \quad (2)$$

El cambio de la deuda pública con relación al PIB entre el periodo t y $t-1$, se obtiene restando a ambos lados de la ecuación (2) B_{t-1}/Y_{t-1} , reordenando:

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} \frac{(r-n)}{1+n} + \frac{Dp_t}{Y_t} + \frac{Z}{Y_t} \quad (3)$$

Si se representa en minúsculas las variables en términos del PIB:

$$\Delta b = \frac{(r-n)}{1+n} b_{t-1} + dp_t + z_t \quad (4)$$

La deuda sobre PIB crece ($\Delta b > 0$) si aumenta la tasa de interés real de la deuda r , si disminuye ó decae el crecimiento económico n , ó si hay devaluación real e^{28} , todo esto amplificado por el nivel al que asciende la deuda total del periodo anterior. Aumenta también con el déficit primario dp_t , la deuda garantizada, y decrece con el señoreaje, la inflación y las privatizaciones²⁹.

La sostenibilidad de la deuda pública alude a la estabilización de la deuda, esto es $\Delta b = 0$, por lo que de la ecuación 4, puede establecerse el superávit primario requerido ($-\overline{dp_t}$) para estabilizar la deuda pública, según las condiciones de las tasas de interés y el crecimiento económico:

²⁸ Obsérvese la ecuación seis.

²⁹ Es posible mostrar también los cambios de la deuda en términos de la deuda interna (b_{t-1}^d) y externa -en moneda extranjera por la tasa de cambio ($E_{t-1} * b_{t-1}^*$) y las correspondientes tasas de interés doméstica (r^d) e internacional (r^*):

$$\Delta b = \left(\frac{r^d - n}{1+n} \right) b_{t-1}^d + \left(\frac{e + r^* + r^* e - n}{1+n} \right) E_{t-1} * b_{t-1}^* + dp_t + z_t \quad (6)$$

$$-\overline{dp}_t = \frac{(r-n)}{1+n} b_{t-1} + z_t \quad (5)$$

Con base en lo anterior, se evalúan a continuación cuáles han sido los principales determinantes de las variaciones de la deuda del GNC en el mediano y largo plazo, y se analizan las condiciones de sostenibilidad.

4.1 Determinantes de la deuda del GNC

La deuda bruta del gobierno nacional central (GNC) evolucionó, desde mediados de la década de los noventa, a un ritmo acelerado, que se tradujo en niveles superiores al 50% del PIB, teniendo las más altas variaciones en 1999 y 2000, debido a la drástica caída del crecimiento económico y las altas tasas de interés externas e internas que se materializaron en elevadas tasas reales de la deuda, una marcada devaluación nominal y real y altos déficit primarios, a lo cual se agregaron las asunciones de deuda que tuvo que hacer el gobierno nacional (cuadro 4.1).

El periodo 2002-2006 se inició con una marcada relación de la deuda/PIB del 6,7%, determinada por un alto déficit primario (3,9% del PIB), una devaluación nominal promedio del 9,0%, un bajo crecimiento económico (1,9%), y unas tasas de interés real, que si bien eran inferiores a las presentadas a finales de la década, aún permanecían en altos niveles (6,2%). Entre 2003 y 2006, esa relación se redujo en 3,9%, pese a las asunciones; a ello contribuyó la disminución de las tasas de interés real de la deuda (externas e internas), la recuperación del nivel de actividad económica y la consecución de menores déficit primarios, el sostenimiento de la revaluación, tanto en términos nominales como reales, que influyó no solo en el saldo de la deuda externa, sino también en el bajo nivel de la tasa de interés real externa (cuadro 4.1).

Con relación a las tasas de interés de la deuda, debe señalarse que, luego de los altos niveles exhibidos en 1998 y 1999 (alrededor del 30%), se dio una tendencia decreciente tanto

en la tasa implícita interna como en la externa, originada en las favorables condiciones de liquidez, tanto en el orden internacional como en el doméstico.

Cuadro 4.1

Determinantes de la Deuda Pública -GNC-

%PIB	Variaciones Deuda	Tasa interes real	Crec	Def prim	Devaluación		Asunciones
					Nominal prom	Real prom	
1990	-0.47%	1.59%	5.04%	-0.50%	31.29%	14.19%	
1991	-1.68%	1.74%	2.37%	-0.32%	24.87%	-1.56%	
1992	1.51%	-7.79%	4.35%	-1.77%	8.44%	-5.87%	
1993	-2.05%	-2.95%	5.71%	-1.24%	15.67%	0.67%	-0.04%
1994	-1.98%	-7.15%	5.15%	-1.65%	5.07%	-6.44%	-0.01%
1995	1.50%	-0.40%	5.20%	-2.65%	10.43%	1.81%	0.02%
1996	0.57%	2.89%	2.06%	-3.71%	13.56%	-3.07%	-0.03%
1997	3.46%	5.15%	3.43%	-3.41%	10.08%	-4.49%	0.18%
1998	4.36%	11.07%	0.57%	-3.49%	25.06%	5.31%	-0.02%
1999	7.42%	15.71%	-4.20%	-5.39%	23.23%	8.51%	0.36%
2000	9.18%	13.43%	2.92%	-4.35%	18.70%	6.94%	3.88%
2001	7.17%	7.59%	1.47%	-4.44%	10.17%	2.38%	1.01%
2002	6.72%	6.22%	1.93%	-3.97%	9.05%	0.95%	0.87%
2003	0.37%	9.16%	3.86%	-2.77%	14.75%	14.35%	0.40%
2004	-2.48%	-0.85%	4.87%	-2.14%	-8.74%	-5.73%	1.99%
2005	0.08%	-2.59%	5.03%	-3.01%	-11.63%	-7.63%	
2006	-1.80%	4.97%	6.80%	-1.48%	1.62%	3.26%	

Fuente: CONFIS, DANE, CGR

La tasa externa implícita presentó fuertes oscilaciones entre 1998 y 2002 y se mantuvo estable a partir de 2003 (alrededor del 8,2%), aunque con cierta tendencia creciente en consonancia con el gradual aumento de las tasas de interés externas.

La tasa implícita de la deuda doméstica mantuvo una significativa reducción entre 2000 y 2003, ubicándose en 12,7% en promedio, continuando su reducción entre 2004 y 2006, aunque a un ritmo menor, al situarse alrededor del 8,7% (gráfico 4.1).

Al igual que la tasa nominal, la tasa de interés real de la deuda presentó desde 1999 una caída persistente y una marcada volatilidad, derivada de las marcadas oscilaciones de la tasa de interés real externa y el impacto que la tasa de cambio real ejerció sobre ésta. En efecto, mientras la tasa de interés real de la deuda interna se redujo del 12% en 1999 al 2,4% en 2002, manteniéndose alrededor del 3,4% entre 2003 y 2006, la tasa de interés real externa (ajustada

por devaluación y nivel de precios) registró altos niveles, como en 1999 y 2002, originados no sólo en las alzas en las tasas de interés externas sino en las fuertes devaluaciones, condujeron a las tasas externas reales a niveles del 24% y el 17%. En contraste, en 2004 y 2005 las tasas externas reales de la deuda fueron negativas debido al efecto de la revaluación que, en promedio, fue del -8,7% y -11,6%, y en términos reales de -5,7% y -7,6%, respectivamente (gráfico 4.2).

En 2006 la tasa de interés real de la deuda externa se elevó a 5,5%, debido a la devaluación nominal y real de 1,6% y 3,3%, mientras la tasa real interna ascendió a 4,7%, lo que tuvo como resultado una tasa de interés real de la deuda del GNC de 4,9%, que evidencia un cambio de tendencia en el costo del endeudamiento, que afecta el déficit fiscal y la sostenibilidad.

Gráfico 4.1

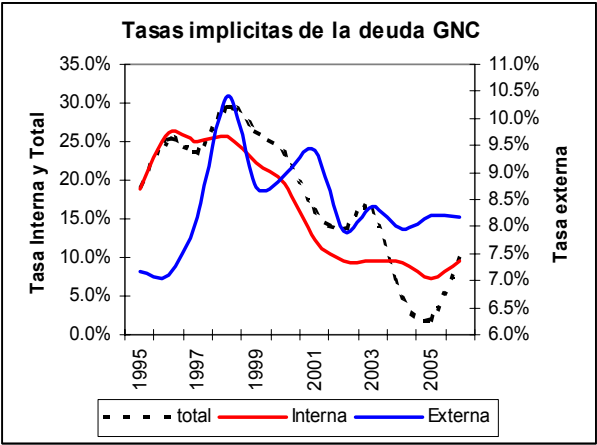
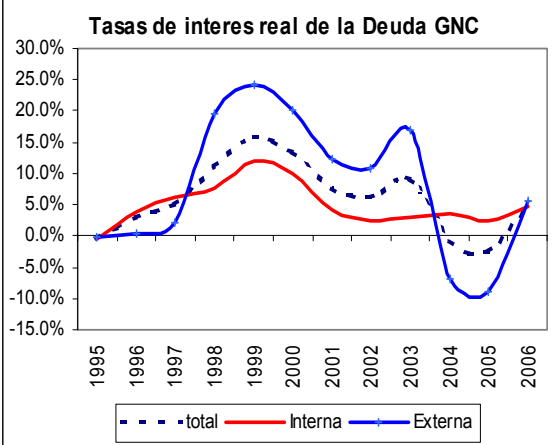


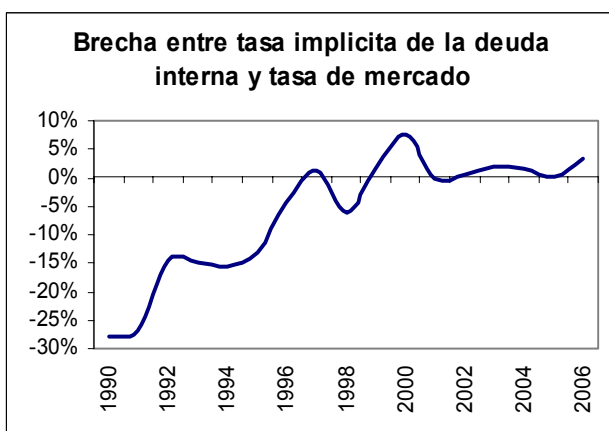
Gráfico 4.2



Cabe señalar que la brecha entre la tasa de interés de la deuda y la tasa de mercado se amplió desde mediados de la década de los noventa. En la deuda interna, la tasa de interés implícita fue inferior a la tasa de mercado (DTF) antes de la Constitución de 1991, cuando se permitía subsidiar el costo de financiamiento por parte del Banco Central y, antes de entrar en vigor la exigencia de emitir TES para financiar el déficit fiscal, de acuerdo con las condiciones de mercado a partir de 1998.

En 2000, esta diferencia alcanzó un máximo de 7,7% y posteriormente disminuyó a un promedio de 1,3% entre 2001 y 2005, mientras en 2006 aumentó a 3,3%³⁰ (gráfico 4.3). Con relación a la diferencia entre la tasa de interés implícita externa y la tasa de mercado (*Treasury* a 10 años), debe mencionarse, que si bien antes de 1990 fue ligeramente negativa, durante la década de los noventa el costo del endeudamiento externo se elevó, especialmente en 1998 cuando llegó al 5,1%, y si bien se redujo en los años posteriores, la diferencia con la tasa mercado externa se mantuvo alrededor del 3,7%³¹ (gráfico 4.4)

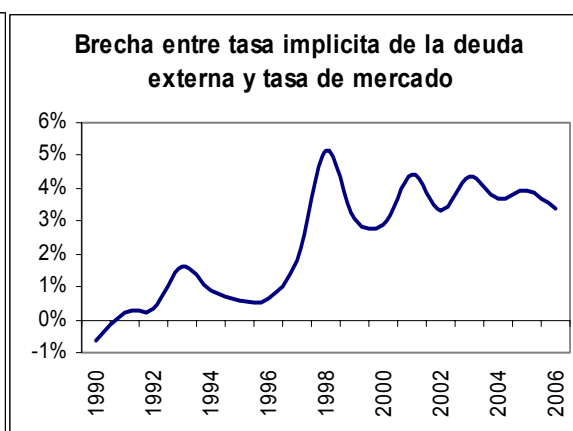
Gráfico 4.3



Tasa de mercado: DTF 90

Tasa implícita: intereses int t / deuda interna t-1

Gráfico 4.4



Tasa de mercado: Treasury 10

Tasa implícita: intereses ext t / deuda ext t-1

En una perspectiva de largo plazo (1962-2006), las variaciones de la deuda del GNC han obedecido en su orden al déficit primario (Dp), el crecimiento económico (n) y las tasas de interés real (r). Un aumento del déficit de 1% del PIB eleva la relación deuda a PIB en 0,53%, mientras un 1% de crecimiento económico la reduce en 0,32% y un 1% en la tasa de interés la eleva en 0,1% (cuadro 4.2). En un ejercicio de *impulso-respuesta*, a partir de un VAR de la deuda con sus determinantes, se verifica el impacto que el déficit primario, el

³⁰ Es necesario anotar que la deuda interna se compone de un conjunto de emisiones a diversos plazos (desde 180 días hasta 20 años) que de acuerdo a una curva de rendimientos normal, determina que el promedio de estas emisiones, capturado con la tasa implícita, sea superior a la tasa de mercado en el ejercicio comparativo realizado aquí.

³¹ Esta diferencia no solo incorpora los *spreads* de los bonos de Colombia, sino los márgenes de endeudamiento con la banca multilateral, los cuales están atados a la LIBOR mas un margen, siendo la mayoría de estos empréstitos de largo plazo.

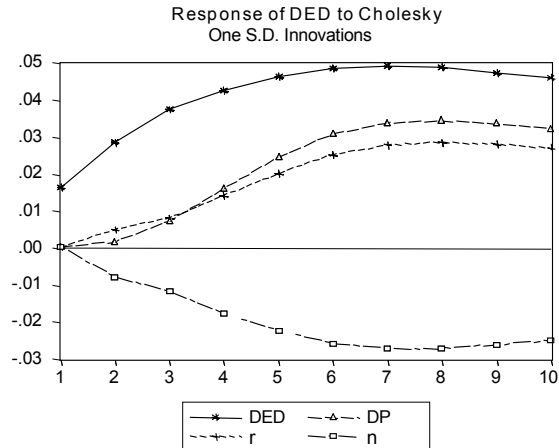
crecimiento económico y las tasas de interés real de la deuda tienen en la evolución de la relación deuda/PIB, los cuales además tienen efectos permanentes en la misma (gráfico 4.5).

Cuadro 4.2

Variable dependiente: Deltaded
Mínimos cuadrados
Periodo: 1963 2006

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.018732	0.008822	2.123242	0.04
Dp	0.531531	0.274255	1.938092	0.0597
n	-0.318023	0.170388	-1.86646	0.0693
TI	0.089436	0.045012	1.986929	0.0538
R-cuadrado	0.504438			
Durbin-Watson st:	1.332041			
F-statistic	13.57213			
Prob(F-statistic)	0.000003			

Gráfica 4.5



En cuanto al impacto de estos factores, según el tipo de deuda, se encuentra que el efecto contemporáneo del déficit primario, así como los efectos rezagados del crecimiento económico y la tasa de interés real doméstica, explican en gran parte las variaciones de la deuda interna a PIB (cuadro 4.3). Adicionalmente, los coeficientes asociados a la tasa de interés nominal y la inflación resultan estadísticamente significativos. Un aumento de 10% de las tasas de interés nominal eleva la deuda interna en 0,7% del PIB, mientras un aumento de 10% de inflación la reduce en 0,4% del PIB (cuadro 4.4), siendo esta última importante en diluir la deuda, tal como ocurrió en la década de los ochenta y noventa con inflaciones de dos dígitos.

Cuadro 4.3

Variable dependiente: Deltadinterna
 Mínimos cuadrados
 Periodo: 1964 2006

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.023148	0.005558	4.165228	0.0002
n(-1)	-0.290504	0.080124	-3.625685	0.0008
DP	0.302195	0.122349	2.469942	0.0181
rd (-1)	0.079061	0.028073	2.816285	0.0077
b(-1)	-0.011587	0.024687	-0.469354	0.6415
R-cuadrado	0.711424			
Durbin-Watson stat	1.935409			
F-statistic	23.420290			
Prob(F-statistic)	0.000000			

Cuadro 4.4

Variable dependiente: Deltadinterna
 Mínimos cuadrados
 Periodo: 1964 2006

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.017871	0.006661	2.683153	0.0107
n(-1)	-0.274981	0.086107	-3.193487	0.0028
DP	0.301369	0.121404	2.482354	0.0176
rnom (-1)	0.075525	0.031012	2.435377	0.0197
INF(-1)	-0.049620	0.018636	-2.662557	0.0113
R-cuadrado	0.711604			
Durbin-Watson stat	1.974510			
F-statistic	23.440790			
Prob(F-statistic)	0.000000			

En cuanto a las variaciones de la deuda externa, cabe mencionar que en su evolución fueron determinantes el déficit primario, la tasa de interés real externa y la devaluación. Una devaluación del orden de 1% del PIB (equivalente a 10% de la tasa de cambio) provoca incrementos de la deuda de 0,4% del PIB, mientras un aumento de 1% en el déficit primario y la tasa de interés real externa hacen variar la deuda externa a PIB en 0,35% y 0,04%, respectivamente (cuadro 4.5).

Cuadro 4.5

Variable dependiente: Deltadext

Mínimos cuadrados

Periodo: 1964 2006

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002281	0.004427	0.515109	0.6095
Dp	0.354202	0.153132	2.313051	0.0262
DEVPIB	0.432784	0.17018	2.543095	0.0152
r*	0.042447	0.021777	1.949200	0.0587
b*(-1)	-0.087462	0.038793	-2.254602	0.0300
R-cuadrado	0.49486			
Durbin-Watson stat	1.164677			
F-statistic	9.306655			
Prob(F-statistic)	0.000024			

Lo relevante del análisis anterior, es que la evidencia sugiere una significativa incidencia del resultado primario del GNC en las variaciones de la deuda. A diferencia del crecimiento, las tasas de interés y la tasa de cambio, sujeto a un mayor control por parte del Gobierno. Dicho de otra manera, el gobierno nacional podría hacer una mayor contribución a la reducción de la deuda con un manejo adecuado de sus gastos e ingreso. Si bien el déficit primario se redujo en 2006, y representa una mejoría con la tendencia exhibida en los años anteriores (debido al buen comportamiento del recaudo tributario y el crecimiento económico) el crecimiento del gasto primario (en términos reales) sigue en aumento.

En efecto, el gasto primario, que explica en gran parte el gasto total del GNC, redujo drásticamente su crecimiento real entre 2002 y 2004 con relación al registrado en la década de los noventa e inicios del nuevo siglo. Por el contrario, en 2005 y 2006 el gasto primario real creció en 9,2% (promedio anual), superando el alto crecimiento económico exhibido en estos años, que en promedio fue del 5,9% (cuadro 4.6). Esto obedeció al fuerte crecimiento real de la inversión (30,4% en promedio), seguido de un aumento de los intereses de la deuda (9,8%),

específicamente de la interna, y del aumento en el gasto de funcionamiento (8,8%) (cuadro 4.6).

Cuadro 4.6

	Crecimiento Real del Gasto público			
	Periodo			
	1991-1996	1997-2001	2002-2004	2005-2006
Gasto total	13.46%	7.65%	1.77%	9.22%
Gasto primario	13.45%	6.14%	1.36%	9.67%
Funcionamiento	14.02%	6.34%	3.84%	8.84%
Serv. Pers	10.73%	5.07%	0.45%	4.94%
Gastos genr	7.95%	4.62%	0.72%	18.36%
Trasferencias	15.48%	7.05%	4.99%	8.95%
Inversión	9.71%	7.05%	-4.28%	30.42%
Intereses	15.33%	17.97%	3.80%	9.83%
Crecimiento económico	4.14%	0.84%	3.55%	5.92%

Fuente: CONFIS, cálculos CGR

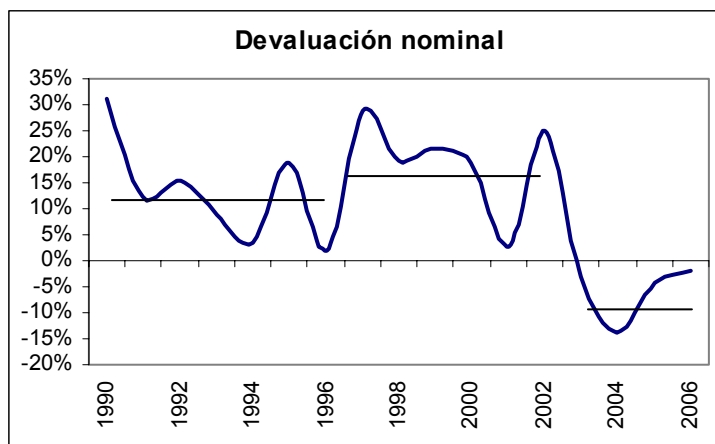
De esta manera, el crecimiento económico y las bajas tasas de interés no fueron aprovechados por el Gobierno para corregir el desequilibrio de las finanzas públicas, pues el gasto siguió siendo procíclico, con un aumento por encima del crecimiento real de la economía (cuadro 4.6). Por lo anterior, una evolución adversa del nivel de actividad económica, las tasas de interés y la tasa de cambio en los siguientes años hará que la mejora en la relación deuda a PIB y la solidez que presenta el balance fiscal en 2006 sean debilitadas y se eleven la magnitud de la deuda bruta. Se evidenciarían así los problemas estructurales en las finanzas del GNC, que se materializan en un mayor deterioro fiscal o y que llevarán a un ajuste que, en un contexto de desaceleración económica, agudizaría dicho declive y negaría la oportunidad de mejorar el gasto social que tanto se necesita.

4.1.1 El efecto de la tasa de cambio en la deuda externa

Si bien la tasa de cambio se incluyó anteriormente como un determinante de las variaciones de la deuda, es necesario incorporar con más detalle el efecto que las oscilaciones de la misma tiene en los cambios del stock de deuda externa del GNC, la deuda pública total y

la deuda privada. Cabe señalar que la devaluación nominal (fin de período) durante el periodo 1990-1996 fue en promedio de 13,1%, y se elevó de 1997 al 2002 a un promedio de 19,4%, para finalmente presentar un proceso de revaluación promedio entre 2003 y 2006 de 6,8% (gráfico 4.6).

Gráfico 4.6



TCRM Fin

Fuente: Banco de la República

Estas variaciones de la tasa de cambio ejercieron un impacto significativo en las oscilaciones de los saldos de la deuda externa en pesos. En el GNC, la devaluación de los primeros años de la década de los noventa (1990-1993) explicó más del 80% de los cambios de su deuda externa, aproximadamente el 2% del PIB (cuadro 4.6). Desde mediados de la década, la deuda externa en dólares (columna 2 del cuadro 4.5), entró en una senda de elevados crecimientos que se acompañaron de altas devaluaciones, teniendo como efecto aumentos de hasta del 50% (como en 1998) en la deuda externa en pesos, que en términos de PIB alcanzaron hasta el 5%.

De esta manera, en el periodo 1995-2000, la devaluación explicó en promedio el 53% de las variaciones de la deuda externa en pesos, mientras en 2002, las oscilaciones de ésta se originaron casi en su totalidad por la devaluación, ya que mientras el saldo en dólares disminuyó en 1,1% (0,2% del PIB), la devaluación fue del 25%, provocando que el saldo en

pesos se elevara en 23,6% (4,9% del PIB). Entre 2003 y 2006 la caída de la tasa de cambio nominal fue permanente (6% en promedio anual) mientras que el endeudamiento en dólares fue positivo (7% anual), lo que derivó en que el saldo de la deuda externa en pesos, sólo variara en este periodo en 0,9% en promedio.

Es decir, a pesar que la deuda externa del GNC en dólares siguió aumentando, la revaluación amortiguó el efecto sobre el saldo en pesos de esta deuda. Esto se evidenció en mayor grado en 2004, cuando a pesar de que la deuda en dólares aumentó en 8,2%, la disminución de la tasa de cambio en 13,9% produjo que la deuda externa en pesos cayera en 6,9% (3,4% del PIB). En 2005 la deuda en dólares se redujo en 6,8%, por lo que la revaluación estimuló aún más el descenso. En 2006 la deuda en dólares se incrementó en 12,7%, superando ampliamente la revaluación del 1,9%, por lo que la deuda en pesos se elevó en 10,4%, lo cual no se reflejó en un aumento de la deuda total del GNC en términos del PIB (cuadro 4.7), debido a que el crecimiento de este (11,4%) absorbió el aumento de la deuda externa en pesos.

Cuadro 4.7

	Variaciones del saldo de la deuda externa -GNC-					
	%			%PIB		
	En pesos	En dólares	Devaluación	En pesos	En dólares	Devaluación
1990	38.91	5.99	31.07	3.5	0.5	2.9
1991	18.54	5.57	12.29	1.8	0.5	1.2
1992	19.25	3.19	15.56	1.7	0.3	1.4
1993	8.15	-0.77	8.99	0.7	-0.1	0.7
1994	6.45	3.00	3.35	0.4	0.2	0.2
1995	28.95	8.53	18.81	1.7	0.5	1.2
1996	15.56	13.53	1.79	1.0	0.8	0.1
1997	43.48	11.50	28.67	2.6	0.7	1.9
1998	50.41	26.17	19.21	3.7	1.9	1.8
1999	44.65	19.05	21.51	4.6	2.0	2.6
2000	41.49	18.93	18.97	5.4	2.5	2.9
2001	30.57	27.03	2.78	5.2	4.6	0.6
2002	23.64	-1.12	25.04	4.9	-0.2	5.1
2003	11.04	14.50	-3.02	2.5	3.3	-0.8
2004	-6.93	8.19	-13.98	-1.5	1.8	-3.4
2005	-10.93	-6.81	-4.42	-2.0	-1.3	-0.8
2006	10.47	12.71	-1.99	1.6	1.9	-0.3

Fuente: CGR

Cabe mencionar que la deuda privada también absorbió el impacto de las oscilaciones de la tasa de cambio. Luego de su incremento en la década de los noventa, esta deuda se interrumpió con la crisis económica y el cierre de los mercados externos al final de la misma, provocando, a su vez, en los años posteriores, que los saldos presentaran una continua reducción. No obstante, entre 1998 y 2002 la devaluación provocó que los saldos en pesos se elevaran, agudizando el efecto que la crisis había tenido en los balances de los agentes. Sin embargo, ésto se revertió entre el 2003 y el 2006 con la revaluación, originando, a pesar de la reactivación de la deuda en dólares, una reducción de los saldos en pesos (cuadro 4.8).

En efecto, en 2004 y 2005, a pesar que la deuda en dólares aumentó en 1,3% y 5,5%, el saldo en pesos disminuyó 12,8% en 2004 y apenas aumentó en 0,9% en 2005, debido fundamentalmente a la revaluación de 13,98% y 4,4% en estos años. La revaluación no solo disminuyó la deuda sino que redujo el costo del endeudamiento externo, estimulando la inversión en activos financieros domésticos, lo que acentuó la caída de la tasa de cambio. En 2006 la revaluación explicó el 75% de la caída del saldo de la deuda externa privada (2,6%), mientras el saldo en dólares disminuyó en 0,6%, debido a una disminución de la deuda de largo plazo en dólares (cuadro 4.8).

Cuadro 4.8

Variaciones del saldo de la deuda externa privada						
	%			%PIB		
	En pesos	En dólares	Devaluación	En pesos	En dólares	Devaluación
1996	38.75	36.31	1.79	4.1	3.8	0.3
1997	54.05	19.73	28.67	6.6	2.4	4.2
1998	21.02	1.51	19.21	3.4	0.2	3.2
1999	12.28	-7.60	21.51	2.2	-1.4	3.6
2000	11.68	-6.12	18.97	2.1	-1.1	3.2
2001	3.49	0.69	2.78	0.6	0.1	0.5
2002	16.35	-6.95	25.04	2.9	-1.2	4.1
2003	-10.11	-7.31	-3.02	-1.8	-1.3	-0.5
2004	-12.82	1.35	-13.98	-1.9	0.2	-2.1
2005	0.90	5.56	-4.42	0.1	0.6	-0.5
2006	-2.63	-0.65	-1.99	-0.3	-0.1	-0.2

Fuente: Banco República, cálculos CGR

Sobre esta base queda claro el posible efecto que tiene para las finanzas del Estado, y el sector privado, un movimiento brusco del tipo de cambio. Si se mantiene el nivel de la deuda pública externa del GNC para 2006, y la devaluación es de 1%, el saldo en pesos de la deuda externa se incrementaría en cerca de \$526.000 billones (0,15% del PIB), mientras si la devaluación es de 5% ó 10,9% (promedio 1990-2006), dicho saldo se elevaría en \$2,6 billones (0,7% del PIB) y \$5,7 billones (1,6% del PIB), respectivamente.

Con las anteriores devaluaciones, el aumento de la deuda externa pública total en pesos estaría entre los \$582.000 millones y los \$6,3 billones (0,2% y 1,8% del PIB, respectivamente). La deuda privada, por su parte, se elevaría en \$320.783 millones (0,1% del PIB) si la devaluación fuera de 1%, y aumentaría en \$1,6 billones (0,5% del PIB) y \$3,5 billones (1% del PIB) si el alza de la tasa de cambio fuera de 5% y 10,9%. La deuda externa total (pública y privada), de acuerdo a estos escenarios, se incrementaría entre los \$900.000 millones (0,3% del PIB) y los \$9,8 billones (2,8% del PIB) evidenciando así la vulnerabilidad de las finanzas y el sector privado del GNC ante los choques externos.

4.2 Sostenibilidad de la deuda

En la primera mitad de la década de los noventa, cuando se alcanzaban reducidos déficit primarios, un crecimiento promedio de 4,6%, tasas de interés real negativas de la deuda y el stock de deuda a PIB era relativamente baja, era posible tolerar, buscando garantizar que la deuda a PIB no siguiera creciendo, déficit primarios hasta del 1,7% del PIB (cuadro 4.9). Es así como en 1994 se permitía un déficit de 1,7% del PIB, el cual resultaba similar al déficit primario observado.

A partir de 1995 la reducción del crecimiento económico y el aumento del déficit primario, en razón a la expansión del gasto, dieron lugar a una mayor exigencia en el resultado primario del Gobierno y a la necesidad de alcanzar superávit primarios desde 1996 con el objeto de detener la tendencia explosiva de la deuda.

Los recurrentes déficit primario del gobierno nacional, unido al bajo crecimiento económico y a las altas tasas de interés en los siguientes años, condujeron a que se exigieran constantes esfuerzos fiscales para alcanzar la sostenibilidad de la deuda, alcanzándose la más aguda situación en 1999 y 2000. En el periodo 2002-2006 el déficit primario se redujo de 4,0% a 1,5% del PIB, debido al aumento de la presión fiscal (mayor carga tributaria), que pasó de 13,3% en 2002 a 16,1% en 2006³², así como al efecto del Acto legislativo de 2001 que permitió reducir el impacto de las transferencias intergubernamentales en el gasto público, reflejándose en un gasto primario a PIB relativamente estable en el periodo (cuadro 4.9).

Por su parte, el crecimiento pasó de 1,9% a 6,8% del PIB y las tasas de interés real de la deuda se mantuvieron en niveles históricamente bajos, aunque con un aumento en 2006. Lo anterior, unido a la revaluación registrada desde 2004, hizo que se relajaran los resultados primarios exigidos para hacer sostenible el nivel de deuda del GNC. No obstante, para 2006, el aumento de las tasas de interés real de la deuda condujeron a un déficit primario requerido

³² En lo cual influyó el impuesto al patrimonio y los impuestos transitorios creados en el periodo.

de 0,9% del PIB, que ante un déficit primario observado de 1,5%, exige un esfuerzo fiscal total de 0,6% del PIB (cuadro 4.9).

Lo mismo puede señalarse si se evalúa la sostenibilidad del GNC desde el punto de vista de la deuda neta (deuda bruta menos activos financieros). Después de alcanzar un máximo de 45,8% del PIB en 2002, se produjo una tendencia descendente que hizo que en 2006 se situara en 38,1% del PIB, nivel similar al registrado en 2001 (cuadro 4.9). Desde el 2004, el efecto del crecimiento económico, las bajas tasas de interés real, la revaluación, además del aumento de los activos financieros³³, morigeraron ostensiblemente los requisitos para asegurar la sostenibilidad de la deuda, no obstante, estas condiciones macroeconómicas pueden revertirse, lo que ante la persistencia a la expansión gasto del GNC, configura un alto riesgo a la insostenibilidad de las finanzas públicas.

Cuadro 4.9

SOSTENIBILIDAD FISCAL GNC

%PIB									Con Deuda Bruta		Con Deuda Neta	
	Deuda Bruta	Deuda Neta*	Tasa interes real	Crec	Def prim	Ing prim	Gasto prim	Sup req (1)	Brecha (2)	Sup req (3)	Brecha (4)	
	1990	16.52%		1.59%	5.0%	-0.50%	7.85%	8.35%	-0.56%	-0.06%		
1991	14.85%		1.74%	2.4%	-0.32%	8.89%	9.21%	-0.10%	0.22%			
1992	16.36%		-7.79%	4.4%	-1.77%	9.43%	11.20%	-1.73%	0.04%			
1993	14.30%		-2.95%	5.7%	-1.24%	9.66%	10.91%	-1.34%	-0.10%			
1994	12.32%		-7.15%	5.1%	-1.65%	9.97%	11.62%	-1.67%	-0.02%			
1995	13.82%		-0.40%	5.2%	-2.65%	9.69%	12.35%	-0.66%	2.00%			
1996	14.39%	8.46%	2.89%	2.1%	-3.71%	10.10%	13.81%	0.11%	3.82%			
1997	17.85%	11.30%	5.15%	3.4%	-3.41%	10.80%	14.22%	0.24%	3.65%	0.14%	3.55%	
1998	22.21%	16.44%	11.07%	0.6%	-3.49%	10.55%	14.04%	1.86%	5.35%	1.18%	4.67%	
1999	29.63%	25.14%	15.71%	-4.2%	-5.39%	10.60%	15.99%	4.62%	10.01%	3.42%	8.81%	
2000	38.81%	33.82%	13.43%	2.9%	-4.35%	11.23%	15.58%	3.02%	7.37%	2.56%	6.91%	
2001	45.99%	38.62%	7.59%	1.5%	-4.44%	13.15%	17.59%	2.34%	6.78%	2.04%	6.48%	
2002	52.71%	45.83%	6.22%	1.9%	-3.97%	13.31%	17.28%	1.93%	5.90%	1.62%	5.59%	
2003	53.08%	45.27%	9.16%	3.9%	-2.77%	13.73%	16.50%	2.69%	5.46%	2.34%	5.11%	
2004	50.59%	41.49%	-0.85%	4.9%	-2.14%	14.25%	16.39%	-2.90%	-0.76%	-2.47%	-0.33%	
2005	50.67%	41.60%	-2.59%	5.0%	-3.01%	14.80%	17.81%	-3.67%	-0.66%	-3.01%	0.00%	
2006	48.88%	38.07%	4.97%	6.8%	-1.48%	16.13%	17.60%	-0.87%	0.61%	-0.71%	0.76%	

(1) $Sup Prim requerido = (r - \theta) / (1 + \theta) * d_{t-1}$

Donde d_{t-1} es deuda bruta, r tasa de interés real de la deuda y θ es crecimiento económico

(2) Brecha = Sup Prim requerido - Def prim observado

(3) y (4) Las mismas cálculos anteriores pero con deuda neta

*Deuda neta: deuda bruta - activos financieros (externos de tesorería, M3 público y dep rem de tesorería en Banco de la República)

Fuente: Ministerio de Hacienda, Banco de la República, DANE, CGR

³³ Estos activos comprenden los activos externos y los depósitos de la Tesorería en el Banco de la República así como el agregado M3 del GNC.

En efecto, si se mantuvieran las actuales condiciones de deuda neta a PIB (41,6%) y de déficit primario (1,48% del PIB), y el crecimiento económico se redujera a niveles de 4,0%³⁴ y las tasas de interés real de la deuda se mantuvieran en el promedio de los últimos seis años (4,1%), se requeriría un superávit primario de 0,04% del PIB, lo cual implica un esfuerzo total en el superávit primario de 1,5% para garantizar que la deuda no se eleve (cuadro 4.10). Un segundo escenario es contemplar un aumento de las tasas de interés de la deuda del orden del 8,8%, producto de su promedio histórico más una desviación estándar³⁵. El resultado es una mayor exigencia en la consecución del superávit primario total (3,4 % del PIB) debido al mayor efecto “bola de nieve” (tasas de interés menos crecimiento económico).

Un tercer escenario consiste en suponer alzas más drásticas de las tasas de interés, promedio más dos desviaciones estándar, lo que arroja un superávit primario requerido de 5,3% del PIB para compensar el déficit primario observado de -1,5% y mantener la deuda/PIB del 41,6% del PIB. Un cuarto escenario consiste en suponer tasas de interés real promedio y una drástica reducción del crecimiento económico (-0,04%), en este caso derivado del promedio histórico menos dos desviaciones estándar. El superávit requerido total es del 3,2% del PIB (cuadro 4.10).

Si se toma el nivel de deuda neta a PIB de 2006, esto es 38,3%, y se acepta el déficit primario promedio para el GNC, periodo 2007-2017, contemplado por el Marco Fiscal de Mediano Plazo³⁶ (-0,3% del PIB), y así mismo se replican los mismos escenarios de tasas de interés y crecimiento económico anteriores, se observa que:

- Con un menor déficit primario y una evolución en torno a los promedios de los últimos seis años de las tasas de interés (4,1%) y crecimiento económico (4,0%), el superávit primario requerido para asegurar la estabilidad de la deuda/PIB, es de tan solo el 0,4% del PIB (cuadro 4.10)

³⁴ Promedio 2001-2006

³⁵ Correspondiente al periodo 2001-2006

³⁶ Marco Fiscal de Mediano Plazo. Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Junio de 2006

- Con mayores tasas de interés real, el superávit primario exigido se eleva al 1,8% y 3,5% del PIB, por lo que si bien el déficit primario es de tan solo del -0,3% del PIB, se debe realizar un esfuerzo fiscal primario del orden del 2,1% y 3,9% del PIB (cuadro 4.10).

- Finalmente, si el nivel de actividad económica cae ostensiblemente (-0,04%), el superávit primario requerido es del 1,6% del PIB, que adicionado al déficit primario observado del -0,3% del PIB, exige alcanzar un superávit primario total del 1,9% del PIB, el cual debe ser mayor, ya que el déficit primario se deteriora aún mas debido a la caída de los ingresos y la inercia del gasto (cuadro 4.10).

- Si se adiciona una devaluación del orden de 1%, 5% y 10,9%³⁷, se requerirían ajustes adicionales a los contemplados de 0,2%, 0,7% y 1,6% del PIB, que haría más difícil garantizar la sostenibilidad del GNC.

Cuadro 4.10

Efectos del crecimiento y las tasas de interés en la sostenibilidad

	Deuda neta $t-1$ %PIB	Def prim %PIB	Tasa Int real	Crecimiento	Sup req	Brecha
Actual	41.60%	-1.48%	4.97%	6.80%	-0.71%	0.76%
Escenario 1	41.60%	-1.48%	4.08%	3.99%	0.04%	1.51%
Escenario 2	41.60%	-1.48%	8.82%	3.99%	1.93%	3.41%
Escenario 3	41.60%	-1.48%	13.56%	3.99%	3.83%	5.30%
Escenario 4	41.60%	-1.48%	4.08%	-0.04%	1.72%	3.19%
Escenario 5	38.34%	-0.34%	4.08%	3.99%	0.03%	0.37%
Escenario 6	38.34%	-0.34%	8.82%	3.99%	1.78%	2.12%
Escenario 7	38.34%	-0.34%	13.56%	3.99%	3.53%	3.86%
Escenario 8	38.34%	-0.34%	4.08%	-0.04%	1.58%	1.92%

Fuente: calculos CGR

La sostenibilidad también puede evaluarse a la luz del comportamiento de la deuda neta/PIB en el tiempo bajo escenarios alternativos. Si se toma como escenario base unas condiciones en las que las tasas de interés real de la deuda y el crecimiento económico evolucionan de acuerdo a sus promedios históricos, esto es, 4,1% y 4,0% respectivamente, y se proyecta la deuda hasta el 2017, suponiendo el déficit primario contemplado por el MFMP

³⁷ Promedio 1990-2006.

para cada año³⁸, la deuda neta del GNC prácticamente se estabiliza en torno a 40% del PIB (gráfico 4.7), la deuda bruta sitúa en 50% del PIB, lo cual es compatible con una reducción de la misma en el tiempo para todo el sector público, si los otros sectores generan superávit primarios, tal como lo estipula el MFMP. Si para los mismos dos años se contempla un crecimiento económico de -0,04%³⁹ y luego un retorno al promedio histórico en los siguientes años, mientras la tasa de interés permanece en sus niveles históricos, escenario 2, la deuda neta alcanza un 42% del PIB y crece moderadamente hasta el 45,6% en 2007 (la deuda bruta alcanza en este año el 57% del PIB).

Si se supone un aumento de tasa de interés en 2007 y 2008 que alcance 13,6%⁴⁰, y se mantiene el crecimiento económico histórico y el déficit primario del MFMP (escenario 3), la deuda neta se eleva hasta el 46% del PIB y se estabiliza alrededor de 49% en los años siguientes (deuda bruta alcanza el 62% del PIB). Un cuarto escenario lo constituye una reducción del crecimiento económico (-0,04%) y aumento *pari passu* de la tasa de interés real (13,6%) tanto en 2007 y 2008. El resultado es un aumento de la deuda neta hasta del 50% del PIB en los dos años, cerrando alrededor del 54% del PIB en 2017, mientras la deuda bruta alcanza el 67,26% del PIB⁴¹. Por último, al anterior escenario se le adiciona una devaluación de 23,8% (3,50% del PIB) durante 2007 y 2008⁴² y en los años posteriores se mantiene en 10,9% (1,6% del PIB). Lo anterior conduce a una deuda de 42% del PIB en 2008, estabilizándose alrededor de 45% en los siguientes años (la deuda bruta en promedio se ubica en 69% del PIB) (gráfico 4.7).

³⁸ Se sigue calculando aquí el déficit primario como la diferencia entre ingresos tributarios y gasto (menos intereses)

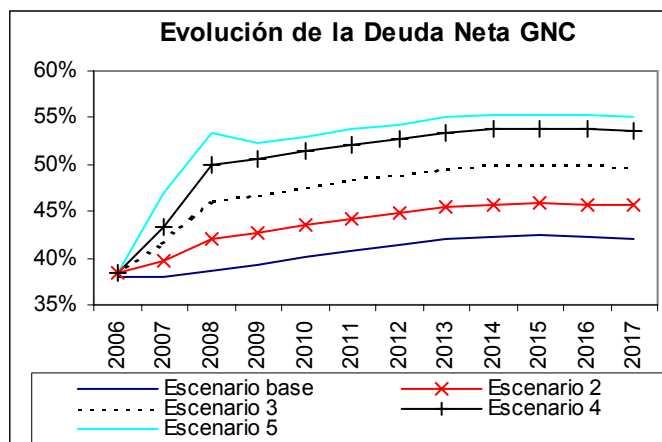
³⁹ Promedio menos dos desviaciones estándar (2001-2006)

⁴⁰ Promedio más dos desviaciones estándar (periodo 2001-2006)

⁴¹ Nótese que este escenario 3 tiene como resultado un mayor nivel de deuda neta en el tiempo que el escenario 2, debido al mayor efecto “bola de nieve”, es decir, a una mayor diferencia entre la tasa de interés real y el crecimiento.

⁴² Promedio más dos desviaciones estándar (1990-2006)

Gráfico 4.7



Lo relevante de estos escenarios es que enfatizan, que si bien la deuda del GNC no evidencia problemas severos con respecto a su sostenibilidad, es debido en gran parte a las favorables condiciones económicas actuales. Una vez estas condiciones se reviertan, surgirán nuevamente mayores exigencias en el frente fiscal para que la deuda/PIB no siga elevándose. Postergar el ajuste en el GNC hará más onerosas las medidas correctivas en condiciones económicas menos favorables.

V

ANÁLISIS DE RIESGO DE LA DEUDA DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL

El objetivo de este capítulo es realizar una medición del riesgo de mercado de la deuda pública del Gobierno Nacional Central, desde el punto de vista del emisor. Para ello, se utiliza una de las metodologías más usadas por los inversionistas, conocida como metodología de Valor en Riesgo (VeR). A partir de los resultados arrojados por el modelo, se hace una estimación de la pérdida afrontada por el Gobierno durante 2006, tanto en deuda interna como externa, por efecto de variaciones en las condiciones de mercado.

Una adecuada evaluación de la administración de la deuda pública requiere abordar el tema del riesgo de mercado, con el fin de tener elementos de juicio que permitan encontrar relaciones entre las operaciones de manejo de la deuda y los movimientos en los factores de riesgo.

La metodología de Valor en Riesgo (VeR) fue diseñada para cuantificar el riesgo desde el punto de vista del tenedor, y se interpreta como la máxima pérdida probable en que puede incurrir un inversionista por mantener cierta posición durante un lapso de tiempo específico, a un nivel de confianza determinado. Sin embargo, como una primera aproximación, puede constituir una herramienta útil para evaluar el manejo de la deuda pública por parte del gobierno nacional.

Dado que la incertidumbre y volatilidad en los mercados de capitales está presente a diario, el cálculo del Valor en Riesgo cobra especial interés si se utilizan datos de alta frecuencia para hacer un monitoreo permanente sobre los resultados, con un horizonte de muy corto plazo. Así, el presente ejercicio se basa en variables de observación diaria que nos permiten observar el comportamiento del indicador VeR a lo largo de todo 2006 y compararlo con su evolución durante 2005.

Aunque el Valor en Riesgo no mide adecuadamente el riesgo desde la perspectiva del Tesoro, es una herramienta útil para medir el riesgo relevante a la mayoría de jugadores del mercado, y por consiguiente, puede ser usado como una herramienta auxiliar para la administración de la deuda y sus efectos sobre el sector financiero. De igual forma, las diferentes medidas de riesgo pueden ser usadas para proveer recomendaciones de política sobre cuáles títulos emitir dadas las condiciones de mercado⁴³.

Los resultados de la metodología dan cuenta de la volatilidad en las tasas de negociación de los TES durante el segundo trimestre de 2006, periodo en el cual el valor en riesgo expresado como porcentaje de la deuda interna se incrementó de 0,2% a 1,0%. Este incremento en el VeR provocó una recomposición en los portafolios de los agentes tenedores y una reducción del recaudo en las emisiones de largo plazo del Gobierno, estimado en \$279 millardos.

En cuanto a la deuda externa, si bien la tasa de cambio no presentó una variación importante entre el comienzo y el fin de año, sí tuvo un período de volatilidad entre abril y octubre que trajo como resultado un aumento en el VeR (expresado en porcentaje de la deuda externa) de 0,4% a comienzos de abril a 1,4% a mediados de junio. El resultado fue un sobrecosto en el servicio de la deuda externa, estimado en \$365 millardos.

5.1 Aspectos metodológicos

Siguiendo la metodología de Riskmetrics[®]⁴⁴ para el cálculo del VeR, es posible aplicar al menos tres métodos diferentes: el método de simulaciones de Monte Carlo, el método delta o paramétrico y el método de distribuciones históricas o empíricas. En todos ellos, el objetivo que se persigue es obtener la distribución de probabilidad de los retornos que afectan el valor de mercado de una determinada inversión o posición (V), con el fin de poder estimar la pérdida máxima esperada a un determinado nivel de confianza.

⁴³ GARCIA, Márcio (2002). Public Debt Management, Monetary Policy and Financial Institutions

⁴⁴ www.riskmetrics.com Technical Document, 4th edition.

De los tres, el método delta o paramétrico tiene la ventaja de descansar sobre supuestos financieros estándar, así como una menor exigencia en términos de capacidad computacional (Recuadro).

Recuadro metodológico: Método delta o paramétrico

Específicamente, el supuesto básico de esta metodología es que el cambio en el valor de una posición (ΔV) se puede expresar como una combinación lineal de los retornos de los factores de riesgo que la afectan:

$$\Delta V \approx \sum_{i=1}^N \delta_i r_i \quad (1)$$

donde N es el número de factores de riesgo, r_i es el retorno sobre el i ésimo factor, y los δ_i son los equivalentes delta del método paramétrico, esto es, las derivadas de primer orden de la posición V con respecto a cada uno de los factores.

El segundo supuesto básico es que cada uno de los retornos tiene una distribución normal univariada con media cero. De esta manera, el cambio en el valor de la posición (ΔV), siendo una combinación lineal de variables normales, tendrá a su vez una distribución normal multivariante dada por $\Delta V \sim N(0, \delta^T \Sigma \delta)$, donde Σ es la matriz de varianzas y covarianzas de los retornos.

Como los percentiles de una distribución normal pueden ser expresados como múltiplos de la desviación estándar, el estadístico VaR para un nivel de confianza $(1-\alpha)\%$ y un horizonte de T períodos es:

$$VaR = -Z_\alpha \sqrt{T \delta^T \Sigma \delta}$$

donde Z_α es el percentil correspondiente de la distribución normal estándar.

La estimación de la matriz Σ se realiza a través del método de promedio móvil ponderado exponencialmente de los retornos al cuadrado (Exponentially Weighted Moving Average – EWMA), como lo sugiere la metodología de Riskmetrics, de manera tal que cada elemento de la matriz de varianzas y covarianzas de los retornos queda expresado como:

$$\Sigma_{i,j} = \sigma_i \sigma_j \rho_{i,j} = \frac{1-\lambda}{1-\lambda^{m+1}} \sum_{k=0}^m \lambda^k r_{t-k}^{(i)} r_{t-k}^{(j)}$$

donde $0 < \lambda \leq 1$ es el factor de decaimiento que pondera los elementos, y m es el número de rezagos incluidos en la historia de cada uno de los retornos.

Siguiendo los estándares, los cálculos del VeR se realizaron utilizando un factor λ de 0.95, $m = 160$ rezagos, horizonte temporal de un día y nivel de confianza del 95%.

Para implementar la metodología descrita, es necesario expresar el cambio en el valor de mercado de la deuda en la forma de la ecuación (1), a efectos de hallar una expresión para los equivalentes “delta”, así como de los precios o variables que constituyen factores de riesgo para el saldo de la deuda. Este procedimiento aplica tanto a la deuda interna como la externa, tal y como se señala a continuación:

5.1.1 Títulos de deuda interna

En el caso de la deuda interna, a efectos de simplificar el modelo y teniendo en cuenta el gran peso que tienen en la composición de los títulos de tesorería, se consideraron solamente los TES B, tasa fija en pesos, tanto de largo como de corto plazo⁴⁵. El siguiente paso consiste en unificar los diferentes flujos de caja asociados a cada título, tanto de pagos de intereses como de principal, de manera tal que se pueda utilizar un número reducido de factores de riesgo.

En este modelo se considera un sólo factor de riesgo para la deuda interna, correspondiente a la tasa de interés en el mercado secundario de los TES en pesos a diferentes plazos (30 días, 180 días y 1, 3, 9 y 15 años). Las variaciones en las tasas de interés para estos plazos se calcularon a partir de la curva cero cupón de los TES B en pesos.

Desde el punto de vista de la metodología VeR, las tasas de interés en cada plazo se manejan como factores independientes, los cuales explican en conjunto el cambio en el valor de mercado de la deuda interna. Por ello, se hace necesario descomponer los flujos futuros de los TES (principal y cupones) en bonos cero cupón, los cuales se ubican en cada uno de los seis plazos descritos a través de un proceso de “mapeo”.

⁴⁵ Estos títulos representaban el 72% de las emisiones vigentes de TES B al cierre de 2006.

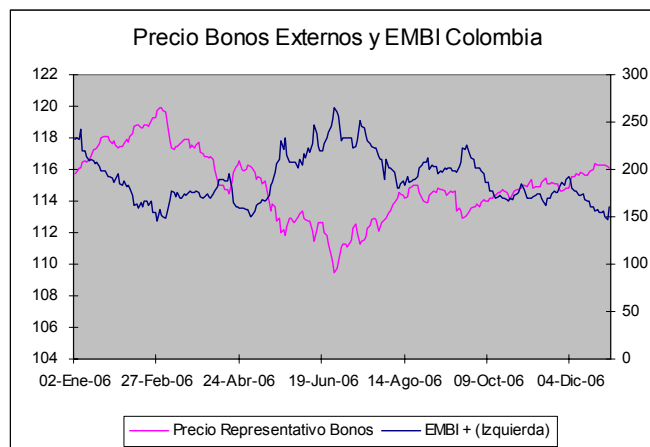
5.1.2 Títulos de deuda externa

En la deuda externa se consideraron únicamente los Bonos de Deuda Colombiana emitidos en dólares, dada la facilidad para obtener información sobre precios de mercado diarios en Bloomberg, a diferencia de lo que ocurre con la deuda contraída con la banca multilateral. Estos bonos representan el 58% de la deuda externa del GNC.

La metodología utilizada difiere con respecto a la aplicada en la deuda interna, ya que en vez de descomponer los flujos futuros de los diferentes bonos y manejarlos como bonos cero cupón, como se hizo con los TES B, aprovechamos el hecho de que las emisiones de bonos externos vigentes son poco numerosas para construir un índice ponderado del precio (gráfico 5.1).

La validez de este procedimiento se hace evidente al observar la correlación negativa existente entre el precio representativo y el EMBI+, un indicador de riesgo país que promedia los *spreads* de los diferentes bonos con respecto a los bonos del tesoro de Estados Unidos. Al aumentar el riesgo se incrementan los *spreads* de tasa de interés, reduciéndose los precios, y viceversa. Por consiguiente, las variaciones o retornos diarios en dicho precio promedio constituyen el primer factor de riesgo, correspondiente a la tasa de interés externa.

Gráfico 5.1



Fuente: Ministerio de Hacienda y cálculos CGR

El otro factor de riesgo considerado, el cambiario, se mide a través de la variación diaria en la Tasa Representativa del Mercado (TRM). Este factor es más importante para el Gobierno que el de tasa de interés, por cuanto afecta los pagos del servicio de la deuda externa (intereses y amortizaciones) que se presentan durante todos los meses del año.

5.2 valor en riesgo deuda interna

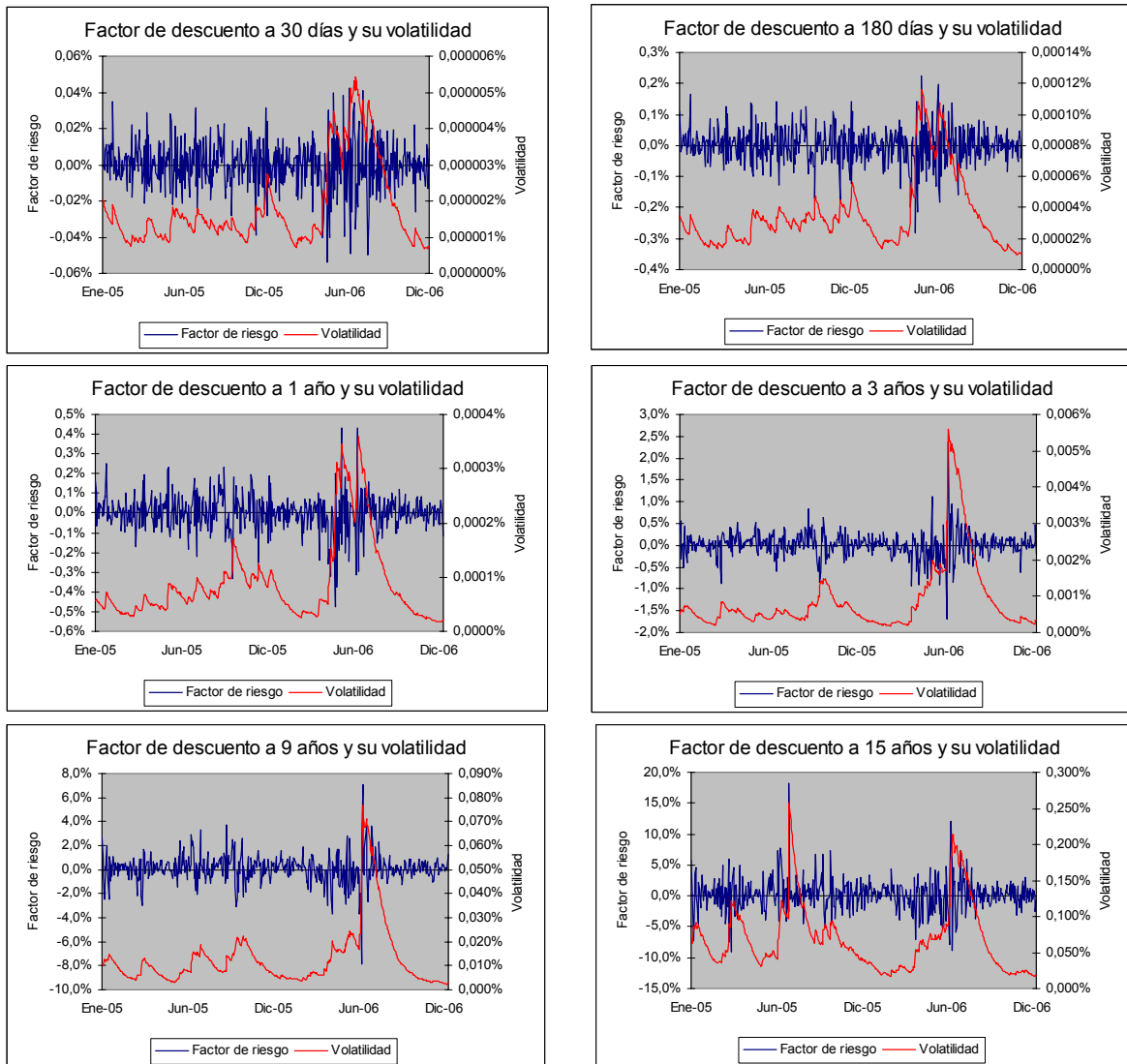
Los factores de riesgo de la deuda interna (tasa de interés a diferentes plazos) exhibieron un incremento en sus volatilidades en 2006, principalmente durante el segundo trimestre, alcanzando sus picos más altos entre finales de junio y comienzos de julio (gráfico 5.2). Estos picos de volatilidad no se habían observado durante 2005, con excepción del factor de riesgo a 15 años, el cual había exhibido una volatilidad similar a finales de julio de 2005.

Este comportamiento está relacionado con la incertidumbre generada en los mercados de deuda pública interna en el segundo trimestre del año pasado. Se estima que las pérdidas sufridas por los agentes tenedores de bonos, tanto nominales (valoración) como reales (liquidación de posiciones) fueron de aproximadamente \$6 billones, las cuales afectaron principalmente a los fondos de pensiones y de cesantía, y por esa vía a los ahorradores de esos sistemas.

Al mismo tiempo, dicha crisis originó una recomposición en los portafolios del sistema financiero. Los bancos, poseedores de \$13,7 billones en TES a finales de 2005, redujeron su posición en un 20%, cerrando 2006 con un saldo de \$11 billones. Los fondos de pensiones y cesantía, por el contrario, siendo inversionistas de largo plazo, tuvieron un incremento en su posición en TES de 24% entre 2005 y 2006.

Gráfico 5.2:

Volatilidad diaria en los factores de riesgo de la deuda interna (2005-2006)

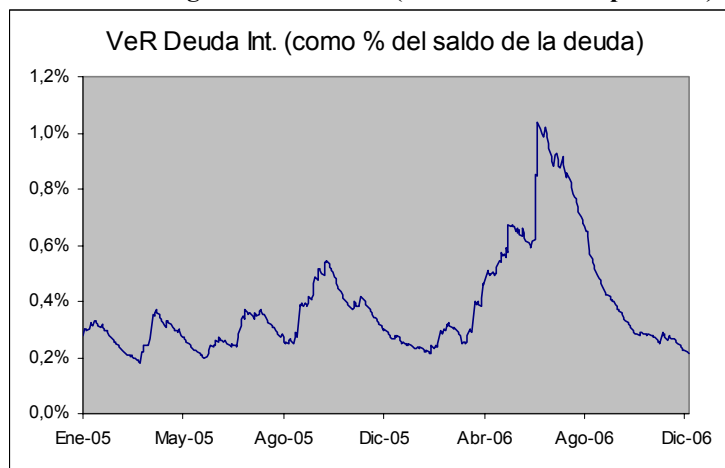


Fuente: Cálculos CGR

El pico de volatilidad en los factores se refleja en un mayor valor en riesgo de la deuda, expresado como porcentaje del valor presente total de la deuda interna, el cual incluye los pagos futuros por concepto tanto de intereses como de amortizaciones de capital. El Valor en Riesgo a un día su máximo el 30 de junio de 2006, fecha en que se ubicó en 1,04% (gráfico 5.3). La escalada en el valor en riesgo coincide con las mayores volatilidades observadas en el segundo trimestre de 2006, alcanzando su máximo a finales del mes de junio para luego iniciar

una senda descendente hasta retornar a los niveles normales que tenía a comienzos del año, cercanos a 0,3%.

Gráfico 5.3
Valor en Riesgo Deuda Interna (como % del valor presente)



Fuente: Cálculos CGR

Cualquier conclusión que se obtenga a partir del análisis precedente debe ser tomada con cautela, pues cabe recordar que este análisis es completamente válido desde el punto de vista del tenedor, pero su interpretación cambia un poco si se hace desde el punto de vista del emisor.

En primer lugar, los pagos y vencimientos por concepto de intereses y amortizaciones, en el caso de los TES B en pesos, ya están definidos con anticipación y se tiene certeza sobre su valor⁴⁶. De esta manera, podríamos aseverar que independientemente del comportamiento de las tasas de interés de los TES en el mercado secundario, el Gobierno no va a ver afectado el presupuesto de gastos asociado al servicio de la deuda.

Sin embargo, este sería un análisis incompleto si no se considera que el comportamiento del mercado secundario aporta información sobre el costo de las nuevas emisiones, convirtiéndose en un mecanismo de transmisión de la volatilidad de las variables

⁴⁶ Los TES B en dólares, UVR e IPC, por su parte, sí tienen un riesgo de cambio asociado al comportamiento del dólar y la inflación.

de mercado por la vía del refinanciamiento. Esto a su vez cobra mayor importancia si se tiene en cuenta el alto volumen de emisiones de corto plazo realizadas por el Gobierno para cubrir las necesidades de financiamiento en cada vigencia fiscal, las cuales se ubican permanentemente alrededor de \$1,5 billones.

El valor en riesgo a final de cada mes nos da una mejor idea de su magnitud. En el cuadro 5.1 se observa el valor en riesgo para emisiones de corto plazo, largo plazo y total⁴⁷. El VeR interno alcanzó un máximo de \$684 millardos en junio. Sin embargo, se observa que la mayor proporción proviene de los títulos de largo plazo, pues los de corto plazo aportan apenas \$1.058 millones al riesgo total, con corte a junio 30.

Cuadro 5.1
Monto y porcentaje del valor en riesgo de la deuda interna según tipo de emisión

VALOR EN RIESGO A UN DÍA	Emisiones de corto plazo (vencimiento < 1 año)		Emisiones de largo plazo (vencimiento >= 1 año)		Total emisiones vigentes		
	Fecha de corte	\$COP Millones	% respecto a la posición	\$COP Millones	% respecto a la posición	\$COP Millones	% respecto a la posición
	31-Dic-05	934	0,06	180.213	0,31	180.304	0,30
	31-Ene-06	680	0,07	150.365	0,25	150.233	0,25
	28-Feb-06	503	0,05	149.193	0,25	149.094	0,24
	31-Mar-06	613	0,04	171.904	0,26	171.806	0,25
	30-Abr-06	668	0,05	295.828	0,48	295.838	0,47
	31-May-06	1.143	0,10	398.195	0,69	398.872	0,68
	30-Jun-06	1.058	0,09	683.894	1,06	684.477	1,04
	31-Jul-06	1.026	0,09	575.745	0,93	575.898	0,91
	31-Ago-06	1.029	0,08	385.106	0,59	385.119	0,58
	30-Sep-06	855	0,06	255.654	0,41	255.758	0,40
	31-Oct-06	589	0,05	185.317	0,29	185.397	0,29
	30-Nov-06	606	0,04	172.501	0,28	172.544	0,27
	31-Dic-06	473	0,03	134.913	0,22	134.924	0,22

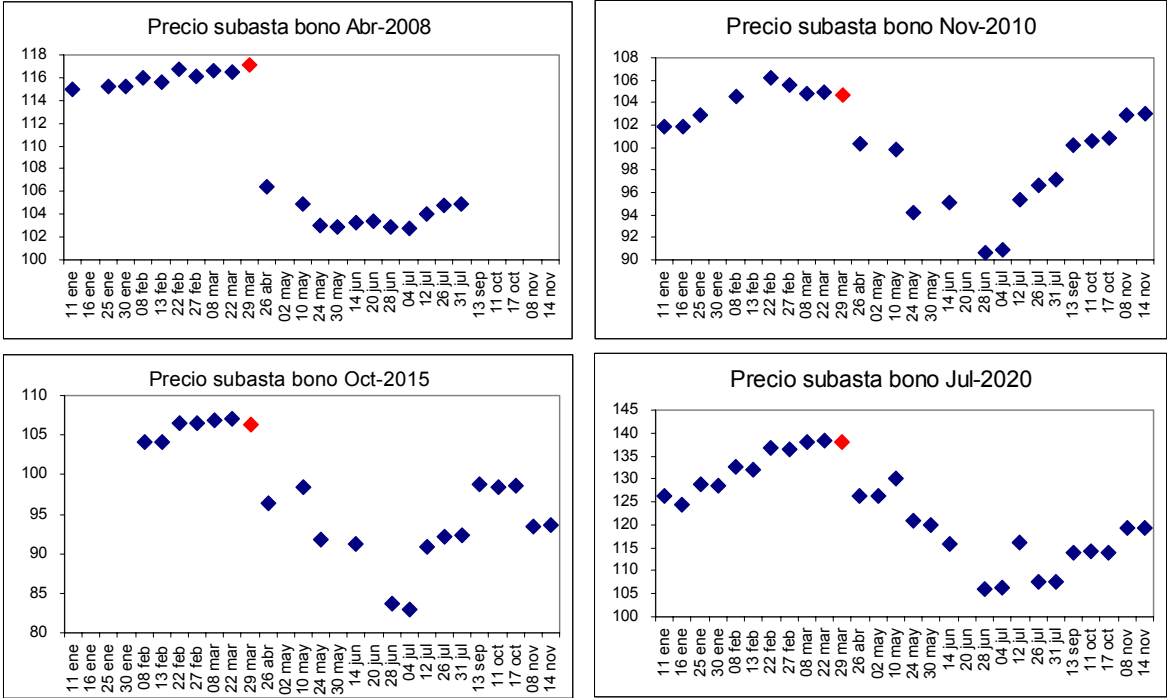
Fuente: Cálculos CGR

Así pues, debemos concentrarnos en las emisiones de largo plazo. Durante 2006 se hicieron varias emisiones de TES de este tipo, siendo las más representativas las de los bonos con vencimiento en abril/2008, noviembre/2010, octubre/2015 y julio/2020, que en conjunto

⁴⁷ El VeR total es inferior a la suma de las componentes por efecto de la diversificación del riesgo.

sumaron \$2,1 billones en valor nominal. Como se mencionó, la volatilidad del mercado secundario se transmitió al mercado primario, dando como resultado mayores tasas y menores precios de negociación a partir del mes de abril (gráfico 5.4).

Gráfico 5.4
Precio bonos largo plazo (emisiones 2006 mercado primario)



Fuente: Banco de la República

Es posible calcular el ingreso que dejó de percibir el Gobierno en las emisiones de abril a diciembre, con respecto al precio registrado el 29 de marzo (punto resaltado en la gráfica 5.4) en los diferentes vencimientos. En total, la pérdida de ingreso estimada ascendió a \$279 millardos, equivalente al 15% del costo de las emisiones (cuadro 5.2). La mayor pérdida absoluta y relativa se observa en los bonos 2020, \$174 millardos, equivalentes al 20% del costo de la emisión, por ser éstos los de mayor monto emitido y mayor reducción porcentual en los precios, entre abril y diciembre de 2006.

Cuadro 5.2
Menor ingreso en emisiones de largo plazo entre abril y diciembre de 2006
(Por diferencia con respecto al precio del 29 de marzo)

Vencimiento	Abr-2008	Nov-2010	Oct-2015	Jul-2020	Total
Pérdida de ingreso (\$ Miles de millones)	68	14	23	174	279
Costo de las emisiones (Vr. Nominal x Precio)	551	274	198	866	1.888
Pérdida como % del costo de las emisiones	12%	5%	12%	20%	15%

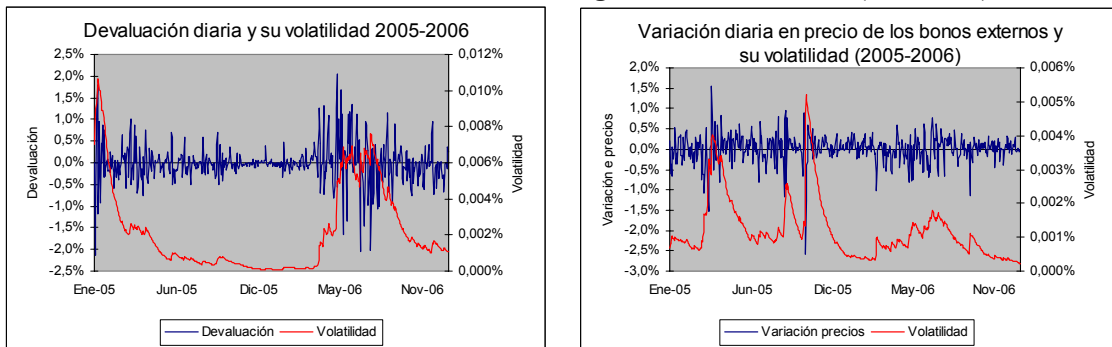
Fuente: Cálculos CGR

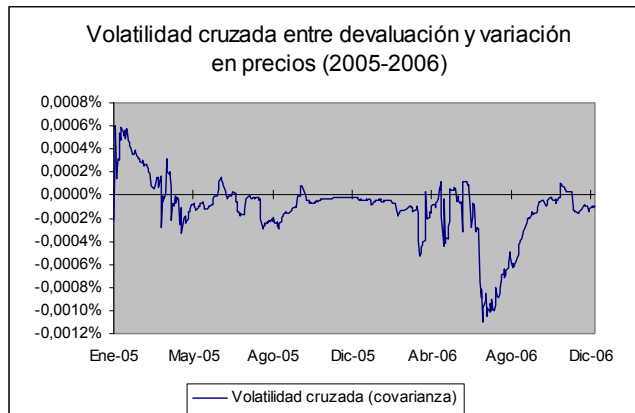
5.3 Valor en riesgo deuda externa

Como se mencionó anteriormente, los factores de riesgo asociados a los bonos externos son la variación en los precios (que recogen el riesgo de mercado vía tasas de interés), y la devaluación. La volatilidad de dichos factores se exhibe en el gráfico 5.5, donde se observa un período volátil entre abril y octubre en la tasa de cambio, en tanto que la tasa de interés permaneció relativamente estable en lo corrido del año.

Por su parte, la volatilidad cruzada, medida como la covarianza entre los retornos de los dos factores, exhibe valores negativos en 2006, especialmente entre junio y septiembre.

Gráfico 5.5
Volatilidad diaria en los factores de riesgo de la deuda externa (2005-2006)

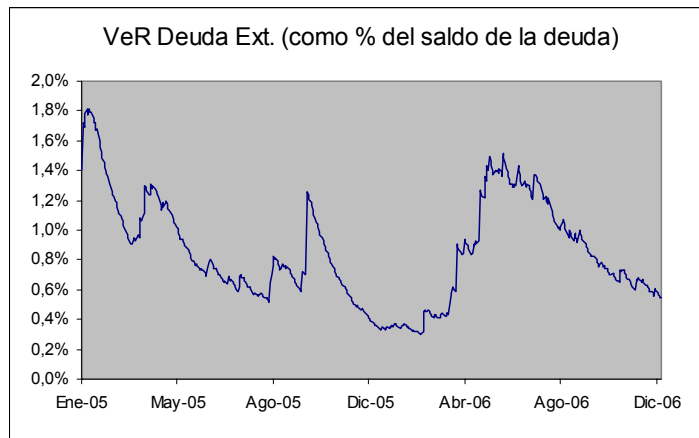




Fuente: Cálculos CGR

El Valor en Riesgo de la deuda externa en 2006 replica en mayor medida el comportamiento de la volatilidad en la devaluación, por efecto de la relativa estabilidad en los precios (gráfico 5.6). Su valor máximo, 1,5%, se alcanzó a mediados junio de 2006.

Gráfico 5.6
Valor en riesgo deuda externa (como % del valor presente)



Fuente: Cálculos CGR

El comportamiento a fin de cada mes se presenta en el cuadro 5.3. En valor absoluto, los montos oscilan entre \$129 y \$403 millardos. En términos porcentuales vemos que la deuda externa tiene un mayor VeR que la interna, debido a la existencia de un factor de riesgo adicional a la tasa de interés, esto es, el riesgo cambiario.

Cuadro 5.3
Monto y porcentaje del VeR de los bonos externos

Fecha de corte	\$COP Miles de millones	% con respecto a la posición
Dic-05	305	1,15
Ene-06	191	0,71
Feb-06	132	0,49
Mar-06	129	0,48
Abr-06	258	0,93
May-06	403	1,43
Jun-06	358	1,30
Jul-06	371	1,30
Ago-06	289	1,01
Sep-06	267	0,86
Oct-06	210	0,69
Nov-06	214	0,68
Dic-06	167	0,54

Fuente: Cálculos CGR

Como se observa en los gráficos 5.5 y 5.6, la cima en el VeR externo se originó principalmente por la volatilidad cambiaria, ya que los precios de los bonos externos mantuvieron una relativa estabilidad. Así, de forma análoga al cálculo del menor ingreso en las emisiones de deuda interna de largo plazo, podemos hacer una estimación del mayor pago por concepto del servicio de la deuda externa a cargo del Gobierno, originada en el incremento de la tasa de cambio entre abril y octubre de 2006, con respecto a la tendencia que traía desde 2005.

Como no conocemos las fechas exactas de los desembolsos del servicio de la deuda, y aun en el caso de conocerlas puede suceder que haya un desfase entre la compra de dólares por parte del Tesoro Nacional y su utilización, la forma más sencilla para calcular el mayor pago del servicio de la deuda externa derivado de la volatilidad cambiaria, es utilizar las tasas de cambio implícitas en el servicio de la deuda externa.

Desde 2005 se venía observando una tendencia revaluacionista en el tipo de cambio, así como baja volatilidad. Sin embargo, dicha tendencia se vio alterada entre abril y octubre de 2006, incidiendo en el valor en riesgo. Para estimar el sobre costo resultante de esta volatilidad, calculamos el servicio de la deuda potencial que hubiera resultado con una tasa de

cambio promedio como la observada en el primer trimestre y los dos últimos meses del año, equivalente a \$2.261/USD (cuadro 5.4). Esta estimación nos arroja un sobre costo por volatilidad equivalente a \$365 millardos, equivalente al 7% de los pagos observados entre abril y octubre.

Cuadro 5.4
Sobre costo estimado en el servicio de la deuda externa 2006
(por efecto de la volatilidad cambiaria)

Mes	Servicio deuda externa observado		Tasa de cambio implícita	Servicio sin revaluación*	Sobrecosto por volatilidad
	\$USD millones	\$COP miles de millones (1)		\$COP miles de millones (2)	\$COP miles de millones (3) = (1) - (2)
Abril	130	302	2.322	294	8
Mayo	361	865	2.397	816	49
Junio	608	1.536	2.528	1.374	163
Julio	231	577	2.495	523	54
Agosto	170	404	2.375	384	19
Septiembre	355	852	2.399	803	49
Octubre	272	637	2.344	615	23
TOTAL	2.127	5.174	2.432	4.809	365

* Calculado con la tasa de cambio promedio de enero-marzo y nov-dic (\$2.261/USD)

Fuente: Cálculos CGR

Durante 2006, el mercado de deuda pública presentó mayor volatilidad con respecto a 2005, tanto en el frente externo como en el interno. En el mercado de deuda interna hubo una crisis de TES durante el segundo trimestre del año, que causó grandes pérdidas al sistema financiera, pero también al Gobierno por un menor recaudo en las emisiones primarias de largo plazo, el cual se calcula en \$279 millardos. Por su parte, el mercado de deuda externo también exhibió mayor volatilidad en el frente cambiario, que se tradujo en un mayor servicio de la deuda externa por \$365 millardos.

Estos resultados dan cuenta de la importancia que para el Gobierno reviste hacer un seguimiento adecuado al riesgo de mercado de la deuda, así como implementar mecanismos de cobertura de riesgo cambiario y de tasa de interés. Por ejemplo, durante 2006 el Gobierno contrató swaps de cobertura cambiaria con CitiGroup y JP Morgan para cubrir pagos derivados de créditos con el BIRF por USD \$350 millones, equivalentes al 16,5% del servicio de la deuda externa.

